

## ФІНАНСОВІ ФАКТОРИ У РОЗВИТКУ ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ

### *Фінансовий розвиток як закономірна детермінанта стійкого економічного зростання*

Використання критерію «ступеня індустріального розвитку суспільства», що виділяє сучасна економічна наука (Дж. Гелбрейт, р. Арон та інші), дає дослідникам можливість виокремити у вимірі різних стадій індустріальної цивілізації різні домінанти економічних відносин. Так, якщо до індустріалізації основною домінантою економічних відносин виступали речові багатства – основний капітал (матеріальні активи), який індустріальному суспільстві він був доповнений оборотним капіталом (фінансові активи), то в постіндустріальній економіці зростає значимість інтелектуального капіталу, коли загальна сума активів підприємств являє собою сукупність матеріальних, фінансових і нематеріальних активів<sup>267</sup>.

Розширення часових рамок аналізу і розгляд, окрім доіндустріального та індустріального суспільств, також і виділеного окремо неоіндустріального із постіндустріального суспільства (рис. 9.1), де, крім матеріальних активів, надзвичайно важливу роль відіграють фінансові, нематеріальні активи, інформація та цифровізація (уже не просто інформація та поява пов'язаних із нею нових технологій, а швидкість розповсюдження та всеохоплюючий характер їх застосування), а також і нова сила – соціум, дає нам можливість показати не тільки еволюційний розвиток суспільства загалом, а й розширити перелік домінант, які забезпечують цю еволюцію. Виділення окремо неоіндустріальної стадії із постіндустріальної є своєрідною подальшою проєкцією концепції Белла про індустріальне суспільство<sup>268</sup>, розкриває

<sup>267</sup> Христофорова И.В., Дедкова М.В. «Капитализация»: эволюция и классификация. *Сервис plus*. 2007. №3. С. 38–48.

<sup>268</sup> Bell D. *The Coming Post-Industrial Society*. New York, 1970. P. 20;

концепцію Тоффлера про хвильовий характер розвитку суспільств<sup>269</sup> та вписується в «постіндустріалізм» А. Пенті. Наступна неоіндустріальна стадія є важливою з точки зору того, що до ключових ознак постіндустріального суспільства (панування науки, наукових знань) і важливого значення інноваційних технологій та інтелектуальної власності додаються ціннісні орієнтири й зростає роль соціуму як нової домінанти, а разом це означає, що у далекостроковій перспективі рушійні сили історії та трансформаційні зміни матимуть переважно еволюційний характер. Про початок таких процесів свідчить те, що вже сьогодні синергія соціальної, матеріальних, нематеріальних домінант формує нову якість – сукупний капітал, де зростає роль взаємозв’язків інституційної, фінансової, соціальної компонент<sup>270</sup>.



**Рис. 9.1. Домінанти економічних відносин у різних суспільствах**

Джерело: складено автором на основі: Христофорова І.В., Дедкова М.В. «Капіталізація»: еволюція и класифікація. *Сервіс plus*. 2007. №3. С. 38–48;

Bell D. The Coming Post-Industrial Society. New York, 1973. P. 20;

Bell D. Notes on the Post-Industrial Society. *The Public Interest*. 1967. №7. P.102–118;

Тоффлер Елвін. Архитектура цивилизации. Третья волна. Москва: АСТ, 2004. 781 с.

У контексті визначення країнами перспектив економічної динаміки і дієвості обраних моделей соціально-економічного розвитку на сучасному

Bell D. Notes on the Post-Industrial Society. *The Public Interest*. 1967. № 7. P. 102–118.

<sup>269</sup> Тоффлер Елвін. Архитектура цивилизации. Третья волна. Москва: АСТ, 2004. 781 с.

<sup>270</sup> Шумська С.С. Капіталізація та економічний розвиток: роль синергії та трансформації форм капіталу. *Бізнес-навігатор*. 2020. Вип. 2 (58). С. 103–109. <https://doi.org/10.32847/business-navigator.58-19>

етапі трансформаційних і глобальних перетворень розвитку дедалі більшої ваги набувають фінансові детермінанти. Поряд із традиційними факторами, що відповідають за економічне зростання (капіталом, працею, НТП), у теоретичних постановках та емпіричних дослідженнях дослідники сьогодні приділяють дедалі більшу увагу детермінантам, пов'язаним із функціонуванням фінансової системи економіки (інфляції, грошової маси, внутрішнього кредиту, обмінного курсу, фондового ринку).

Починаючи з Й. Шумпетера простежується *позитивне* ставлення дослідників до фінансів як до чинника, що сприяє або економічному зростанню, або зменшенню економічних коливань. Інший напрям в економічній теорії, одним із перших представників якого є Джоан Робінсон, наголошує, що фінансова система *нейтральна* до економічного зростання, оскільки попит на фінансові послуги лише слідує за позитивними змінами в економіці, але ніяк не викликає їх<sup>271</sup>. Ряд робіт оцінює вплив монетарних чинників та фінансової системи на економіку *негативно*, оскільки як фондовий ринок, так і банківська система можуть активувати фактори кризи, уповільнення економічного зростання, посилення його волатильності, бо надмірне кредитне розширення в економіці може призвести до інфляції, а спекулятивне зростання цін акцій на фондовій біржі може відволікати ресурси від продуктивних інвестицій<sup>272</sup>.

Спалахи старих суперечок щодо напрямів причинно-наслідкового зв'язку ступеня розвитку фінансової системи і темпів економічного зростання, сили впливу і каналів впливу фінансових чинників на економічне зростання

---

<sup>271</sup> Розанова Н. Анализ влияния финансовых посредников на экономический рост в современной экономической литературе. *Экономический журнал*. 2008. №1(11). URL: [http://economicarggu.ru/2008\\_1/08.shtml](http://economicarggu.ru/2008_1/08.shtml)

<sup>272</sup> Шараев Ю. Теория экономического роста. Москва : Изд. дом ГУ ВШЭ, 2006. 254 с.; Розанова Н. Анализ влияния финансовых посредников на экономический рост в современной экономической литературе. *Экономический журнал*. 2008. №1(11). URL: [http://economicarggu.ru/2008\\_1/08.shtml](http://economicarggu.ru/2008_1/08.shtml);

Факторы экономического роста: научно-технический прогресс / Е.А. Пономарева, А.В. Божечкова, А.Ю. Кнобель; под ред. Е.А. Пономаревой. Москва: Издательский дом «Дело» РАНХиТГС, 2012. 186 с.

найчастіше, на думку окремих дослідників, пов'язано з тим, що традиційні чинники економічного зростання поступово вичерпують себе або, що є більш імовірним, почав проявлятися складніший механізм їх функціонування в економіці<sup>273</sup>.

Найпростіший механізм впливу фінансової системи на економічне зростання бере початок від модифікованих моделей кейнсіанської економіки, де фінансові ринки дають змогу диверсифікувати портфель активів, перерозподіляючи кошти між грошима, облігаціями та акціями. Функціонування фінансових ринків відображається в реальній ставці відсотка, і чим краще розвинені фінансові ринки, тим нижчий рівень ставки відсотка, тим вищі обсяги інвестицій в акції (продуктивний капітал) і тим вищі темпи економічного зростання<sup>274</sup>.

Більшість дослідників, які відзначають позитивну роль фінансової системи в економічному зростанні, базують свої теоретичні конструкції на моделі Даймонда – Дібвіга (Diamond-Dybvig, 1983)<sup>275</sup>, яка показує виникнення банківської системи і фондового ринку як результату еволюції економіки з сильними інформаційними проблемами. Фінансові посередники, вирішуючи і/або пом'якшуючи інформаційну асиметрію, прискорюють обмін в економіці, що, в кінцевому рахунку, і зумовлює більш швидкі темпи економічного зростання.

Теоретичну основу для моделювання неоднозначності впливу фінансової системи на економічне зростання становить модель з поколіннями,

---

<sup>273</sup> Шараев Ю. Теория экономического роста. Москва: Изд. дом ГУ ВШЭ, 2006. 254 с.;

Розанова Н. Анализ влияния финансовых посредников на экономический рост в современной экономической литературе. *Экономический журнал*. 2008. № 1(11). URL: [http://economicarggu.ru/2008\\_1/08.shtml](http://economicarggu.ru/2008_1/08.shtml);

Факторы экономического роста: научно-технический прогресс / Е.А. Пономарева, А.В. Божечкова, А.Ю. Кнобель; под ред. Е.А. Пономаревой. Москва: Издательский дом «Дело» РАНХИТГС, 2012. 186 с.

<sup>274</sup> Kavesh R., Mackey J. A Financial Framework for Economic Growth. *The Journal of Finance*. 1961. V. 16. No. 2. P. 202–225.

<sup>275</sup> Diamond D., Dybvig P. Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity. *Journal of Political Economy*. 1983. V. 91. P. 401–419.

що перекриваються (overlapping generations model) в ендogenous теоріях зростання, яка модифікується залежно від того, яку гіпотезу чи детермінанту автор вважає принциповими при аналізі економічного зростання.

У роботах, автори яких виявляють позитивну кореляцію між розвитком фінансової системи та економічним зростанням, як правило, називаються різні *причини, за якими фінансовий розвиток може позитивно впливати на економічне зростання*. Наприклад, у дослідженні р. Левіна (Levine, 1997)<sup>276</sup> фінансова система збільшує ефективність розподілу ресурсів, оскільки вона:

- скорочує ризик ліквідності;
- полегшує контроль за ризиком з боку інвесторів і домогосподарств, що роблять заощадження;
- полегшує диверсифікацію портфеля активів;
- прискорює процес перетворення заощаджень у короткострокові та довгострокові активи;
- збільшує вибір інвесторами можливостей застосування своїх ресурсів у найбільш продуктивні проєкти;
- збільшує в цілому набір інвестиційних можливостей, що скорочує ймовірність марної і непродуктивної розтрати ресурсів;
- збирає інформацію ефективніше і з меншими середніми витратами, ніж індивідуальний інвестор, завдяки наявності ефекту масштабу.

Тенденції розвитку глобальних фінансів, що впливають на вибір напрямів та особливостей реформування національного фінансового сектора, формувалися в результаті впливу глобальних трансформаційних процесів. Для України розгляд їх позитивних ефектів та можливих викликів має важливе значення у контексті обґрунтування напрямів необхідних змін як у частині зміцнення традиційних каналів, так і впровадження нових елементів, зокрема тих, що привносять фінансові інновації. Серед таких трансформаційних процесів, тенденції розвитку яких стали закономірностями і які формують

---

<sup>276</sup> Levine R. Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature*. 1997. Vol. 35. No. 2. P. 688–726.

сучасність світової й національних економік та фінансових відносин, варто виділити: інтернаціоналізацію, глобалізацію, регіоналізацію, транснаціоналізацію, постіндустріалізацію, цифровізацію.

Нерівномірність розвитку фінансових секторів різних країн світу під дією різних трансформаційних процесів зумовила багатогранність характеристик сучасних фінансових систем, що змушує розглядати фінансовий розвиток як багатовимірний процес. Саме тому з плином часу з'явилося багато різних визначень фінансового розвитку, що сформувало різні підходи до оцінювання його поточного стану. Найбільш відомими є три підходи, зокрема, р. Левін відзначає, що фінансовий розвиток<sup>277</sup> – це вдосконалення фінансової системи при виконанні функцій, що включають: накопичення заощаджень; розподіл капіталу для виробничих інвестицій; нагляд за інвестиціями; розподіл ризиків та обмін товарами та послугами. Виділяючи другий підхід, П. Хартманн та інші дослідники<sup>278</sup> визначають фінансовий розвиток як процес фінансових інновацій та вдосконалення інститутів та організацій у фінансовій системі, скорочення асиметрії інформації, удосконалення функцій ринків, підвищення здатності укладати контракти, зниження трансакційних витрат та посилення конкуренції. Відповідно до третього підходу, концепцію якого окреслено експертами Всесвітнього економічного форуму<sup>279</sup> (далі – ВЕФ), фінансовий розвиток – це фактори, політика та інститути, що ведуть до ефективного фінансового посередництва та ринків, а також до глибокого та широкого доступу до капіталу та фінансових послуг.

---

<sup>277</sup> Levine R. Finance and growth: Theory, evidence, and mechanisms. *National Bureau of Economic Research Working Paper* No. 10766. 2004.

<sup>278</sup> Hartmann P., Heider F., Papaioannou E., Lo Duca M. The role of financial markets and innovation in productivity and growth in Europe. *European Central Bank Occasional Paper* No. 72. 2007.

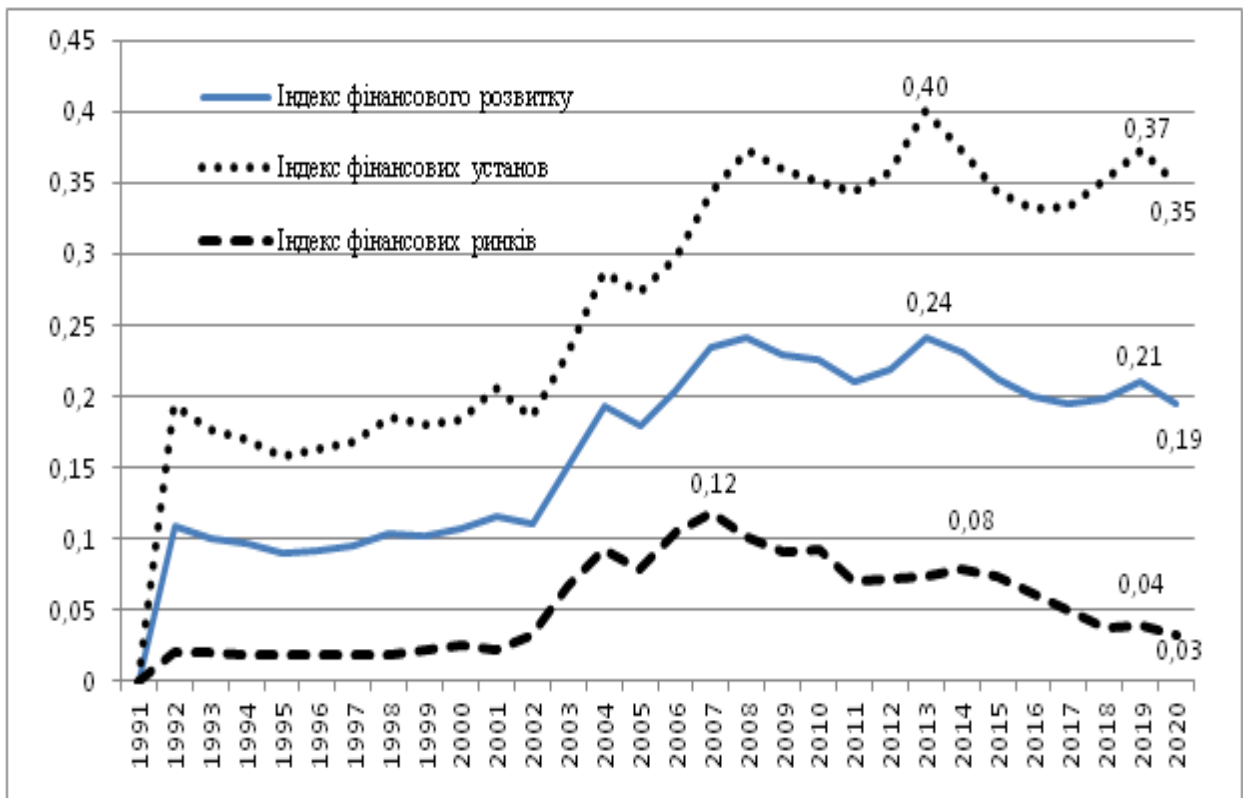
<sup>279</sup> The Financial Development Reports 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2020 / World Economic Forum. URL: <https://www.weforum.org/reports?year=2010>

Згідно з таким трактуванням, фінансовий розвиток характеризується показниками, що демонструють: фінансову глибину, обсяг, доступність та надійність фінансової системи; або аналіз ефективності та результативності фінансових ринків, банківської системи, фінансових посередників та інститутів, різноманітність та доступність фінансових послуг. Слід зазначити, що якщо в емпіричній літературі з 1970-х років фінансовий розвиток переважно найчастіше апроксимується двома показниками фінансової глибини – відношенням кредиту до ВВП і капіталізацією фондового ринку (також і у відношенні до ВВП), то сьогодні дедалі частіше використовуються агреговані індекси різної складності<sup>280</sup>, зокрема Індекс фінансового розвитку.

Загальний Індекс фінансового розвитку (Financial Development Index, *FD*) формують субіндекси: *Індекс розвитку фінансових інституцій Financial Institutions Index* (де до фінансових установ належать банки, страхові компанії, пайові фонди та пенсійні фонди) та *Індекс розвитку фінансових ринків Financial Markets Index* (до фінансових ринків належать ринки акцій та облігацій). Фінансовий розвиток визначається як поєднання **глибини** (розмір та ліквідність ринків), **доступу** (здатність окремих осіб і компаній отримувати доступ до фінансових послуг) та **ефективності** (здатність установ надавати фінансові послуги за низькою ціною та стабільним доходом, а також рівень активності ринків капіталу). Динаміка Індексу та його субіндексів на проміжку 1991–2020 рр. (рис. 9.2) свідчить про те, що темпи фінансового розвитку України уповільнилися після негативного впливу кризи 2007–2008 рр. і не відновилися після трансформаційних перетворень країни у 2014 р., пандемії 2020 рр.

---

<sup>280</sup> The Financial Development Reports 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2020 / World Economic Forum. URL: <https://www.weforum.org/reports?year=2010>;  
Duong T.P.T. Measuring national financial development: indexes and methods. *Vestnik universiteta*. 2021. No. 4. P. 152–160. <https://doi.org/10.26425/1816-4277-2021-4-152-160>



**Рис. 9.2. Динаміка Індексу фінансового розвитку України та його субіндексів у 1991–2020 рр.**

Джерело: складено за даними МВФ: Financial Development Index. Database IMF 2022. URL: <https://data.imf.org/?sk=F8032E80-B36C-43B1-AC26-493C5B1CD33B&sId=1481126573525/>

Для того щоб перевірити гіпотезу щодо важливості різних домінант економічних відносин у розвитку України внаслідок дії масштабних трансформаційних процесів, зокрема підтвердити те, що вони відіграють суттєву роль у формуванні економічної динаміки, можна скористатись результатами регресійного аналізу. В табл. 9.1 наведено кількісні оцінки впливу на динаміку *GDP* – ВВП України (у фактичних цінах, млн грн) показників, що представляють собою проксі-змінні факторів, які відображають, агреговані характеристики рівня розвитку: фінансів, цифровізації, нематеріальних активів, соціуму. У моделях (9.1)–(9.3) це, відповідно: *FD* – Індекс фінансового розвитку (Financial Development index), *NRI* – Індекс мережевої готовності (Networked Readiness Index), *GII* – Глобальний індекс інновацій (Global Innovation Index), *SPI* – Індекс соціального прогресу (Social Progress Index).



**Статистичні характеристики економетричних моделей оцінки впливу різних факторів на ВВП України**

	Модель (9.1)	Модель (9.2)	Модель (9.3)
Dependent Variable:	GDP		
Variable:			
FD	8452013		
NRI		1190800	
GII			510699.4
SPI			808225.9
Const	-828860.8	-3208714	-74088618
<i>R-squared</i>	0.642055	0.556478	0.810074
<i>Durbin-Watson stat</i>	1.362965	1.187333	1.057795
<i>Prob(F-statistic)</i>	0.000329	0.020998	0.001301
<i>Sample (adjusted):</i>	2000-2014	2007-2015	2011-2021

Джерело: авторські розрахунки з використанням пакета Eviews 9.0.

Проведений аналіз статистичних характеристик регресійних рівнянь (побудованих у середовищі пакета Eviews 9.0) та перевірка їх якості з використанням формальних тестів (*Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test* щодо відсутності автокореляції вищих порядків, гетероскедастичності – *Heteroskedasticity Test White*, коректності вибору форми кривої – *Ramsey RESET Test*) свідчать про адекватність моделей (9.1)–(9.3). Варто, однак, врахувати, що представлені моделі є дуже спрощеними, оскільки оцінюють «чистий» вплив лише одного фактора (за інших рівних умов) і при включенні інших чинників коефіцієнти впливу при незалежних змінних та на різних часових проміжках можуть змінитися.

Аналіз світового досвіду свідчить, що дослідження широкого кола питань, пов'язаних з оцінюванням фінансових чинників, розкриває важливість і затребуваність оцінок впливу фінансового розвитку національної економіки на темпи економічного зростання, нерівність та економічну стабільність.

Значна кількість емпіричної літератури переважно базується на тезі, що фінансовий розвиток передбачає вдосконалення таких функцій, що забезпечують фінансові системи, як: (i) об'єднання заощаджень; (ii) розподіл капіталу на виробничі інвестиції; (iii) моніторинг цих інвестицій; (iv)

диверсифікація ризиків; (v) обмін товарами та послугами<sup>281</sup>. Кожна з цих фінансових функцій може впливати на рішення щодо заощаджень та інвестицій, а також на ефективність розподілу коштів. У результаті фінанси впливають на процеси нагромадження фізичного й людського капіталу та загальну факторну продуктивність – три фактори, що визначають економічне зростання і траєкторію розвитку. Дослідження показують, що у тій мірі, в якій фінансовий розвиток зменшує інформаційну асиметрію та фінансові обмеження, а також сприяє розподілу ризиків, він може підвищити здатність фінансових систем поглинати шоки та зменшити посилення циклів за допомогою фінансового прискорення, знижувати волатильність і нерівність<sup>282</sup>.

З точки зору кількісної оцінки впливу основних фундаментальних факторів, що визначають обсяги та динаміку ВВП, найчастіше використовується для аналізу функція Кобба – Дугласа (з постійною віддачею від масштабу):

$$Y = A K^{\alpha} L^{\beta}, \quad (9.4)$$

де:  $A$  – параметр, що характеризує рівень технології,  $\alpha$  і  $\beta$  – коефіцієнти, що характеризують внесок зростання капіталу  $K$  та праці  $L$ , відповідно, у зростання  $Y$  випуску (тобто  $\alpha$  і  $\beta$  є долями факторів).

Функція такого виду добре підходить для оцінювання, оскільки її легко привести до лінійного виду, взявши логарифми  $Y$ ,  $K$  і  $L$ .

<sup>281</sup> Levine R. Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature*. 1997. Vol. 35. No. 2. P. 688–726;

Levine R. Finance and growth: Theory, evidence, and mechanisms. *National Bureau of Economic Research Working Paper*. No. 10766. 2004;

Hartmann P., Heider F., Papaioannou E., Lo Duca M. The role of financial markets and innovation in productivity and growth in Europe. *European Central Bank Occasional Paper* No. 72. 2007;

Svirydzenka K. Introducing a New Broad-based Index of Financial Development. *IMF Working Paper* WP/16/5. 2016;

Levine R. Finance and Growth: Theory and Evidence, *Handbook of Economic Growth*. Handbook of Economic Growth / Philippe Aghion & Steven Durlauf eds. Elsevier, 2005. Edition 1. Vol. 1. Ch. 12. P. 865–934;

King R.G., Levine R. Finance and growth: Schumpeter might be right, *The Quarterly Journal of Economics*. 1993. Vol. 108. No. 3. P. 717–737. <https://doi.org/10.2307/2118406>;

Durlauf S.N., Johnson P.A., Temple Jonathan R.W. *The Econometrics of Convergence*. Palgrave Handbook of Econometrics, 2009. P. 1087–1118.

<sup>282</sup> Svirydzenka K. Introducing a New Broad-based Index of Financial Development. *IMF Working Paper* WP/16/5. 2016.

Модель (9.5) є оцінкою виробничої функції України на часовому проміжку 2000–2014 рр. (з урахуванням тимчасово окупованої території Автономної Республіки Крим, м. Севастополь та частини тимчасово окупованих територій у Донецькій та Луганській областях):

$$\begin{aligned} \text{Ln}(\mathbf{GDP}) = & 0.051 * \text{Ln}(\mathbf{CAV}) + 0.874 * \text{Ln}(\mathbf{ONP}) + 1.602, & (9.5) \\ & (0.0282) & (0.0000) & (0.0000) \\ R^2 = & 0,99, & DW = & 2,14, & \text{Prob}(F\text{-statistic}) = & 0,0000; \end{aligned}$$

де: **GDP** – ВВП у фактичних цінах, *млн грн*; **CAV** – вартість основних засобів, *млн грн*; **ONP** – оплата праці найманих працівників, у фактичних цінах, *млн грн*.

Статистичні характеристики моделі (9.5) свідчать про адекватність моделі: висока статистична значимість факторів (у дужках наведено значення *Prob. t-Statistic* для кожного фактора); високий рівень  $R^2=0,99$ ; *Prob (F-statistic)=0,0000*. Оскільки частка фактора капіталу (0,051) є меншою, ніж фактора праці (0,874), це означає, що основний внесок у формуванні ВВП у 2000–2014 рр. відігравав не реальний капітал (наприклад, через збільшення інвестицій, валове нагромадження капіталу), а людський капітал (через оплату і продуктивність праці). Крім того,  $(\alpha+\beta)<1$  підкреслює, що в українській економіці у цей період наявний ефект спадної віддачі від масштабу; така ситуація для економіки означає необхідність підвищення норми нагромадження і, відповідно, зростання інвестицій.

Для виявлення ефектів змін, взаємозв'язків ключових факторів *капіталу (CAV), праці (ONP), ВВП (GDP)*, а також оцінки впливу фактора фінансового розвитку (**FD** – Індекс фінансового розвитку) на динаміку ключових макропоказників побудовано VAR-модель (9.6):

$$\begin{aligned} \text{Ln}(\mathbf{GDP}) = & 1.82859748771 * \text{Ln}(\mathbf{GDP}(-1)) + 0.0220696975923 * \text{Ln}(\mathbf{CAV}(-1)) - \\ & 0.942708209197 * \text{Ln}(\mathbf{ONP}(-1)) + 0.130538081246 + 2.4936429613 * \mathbf{FD} \\ \text{Ln}(\mathbf{CAV}) = & - 0.626325211504 * \text{Ln}(\mathbf{GDP}(-1)) + 0.661676480443 * \text{Ln}(\mathbf{CAV}(-1)) + \\ & 0.910350781403 * \text{Ln}(\mathbf{ONP}(-1)) + 1.84592211279 + 1.13156123147 * \mathbf{FD} \\ \text{Ln}(\mathbf{ONP}) = & 0.927637157989 * \text{Ln}(\mathbf{GDP}(-1)) - 0.0672678058142 * \text{Ln}(\mathbf{CAV}(-1)) + \\ & 0.0456328902486 * \text{Ln}(\mathbf{ONP}(-1)) + 0.351829507867 + 2.10077629174 * \mathbf{FD} & (9.6) \end{aligned}$$

Аналіз статистичних характеристик при їх оцінюванні дає підстави для висновку про коректність побудови та адекватність *VAR*-моделі (9.6), а оскільки імпульсні функції з часом затухають і всі точки характеристичного поліному лежать у середині одиничного кола, то побудована система рівнянь моделі є стійкою.

Отже, на часовому проміжку 2001–2020 р. емпірично підтверджено значення фундаментальних факторів, що визначають формування ВВП України, а також виокремлено позитивну роль у цьому процесі чинника фінансового розвитку.

Детальний аналіз динаміки більш широкого кола показників, які характеризують фінансовий розвиток України, свідчить, що після кризових негараздів відновлення відбувається повільно; його рівень є нестабільним і нижчим порівняно з трендами інших країн, що розвиваються. Разом із тим, така інформація є основою для виокремлення слабких місць, де застосування необхідного інструментарію політики може змінити ситуацію. Наприклад, спадна динаміка *Індексу розвитку фінансових ринків* із 0,12 у 2007 р. до 0,03 у 2020 р. (див. рис. 9.2) вказує на потенціал розвитку цього сегмента фінансового сектора України за умови реалізації стратегії розвитку вітчизняного фондового ринку.

В економічній літературі все ще не сформовано однозначної відповіді на питання, що краще для економічного зростання: банки чи фондовий ринок. Загалом роботи з цієї тематики поділяються переважно на дві групи: дослідження, що показують вплив фінансової системи на економічне зростання через збільшення загального обсягу інвестицій в економіці; моделі, що демонструють позитивний ефект фінансових посередників через їх вплив на технічний прогрес, інноваційну активність фірм і – як наслідок – на якість інвестиційних ресурсів.

Огляд економічної літератури з питань розвитку фінансової системи та економічного зростання дало можливість дослідникам виявити такі *закономірності*<sup>283</sup>.

1. Різноманіття теоретичних конструкцій і емпіричних досліджень демонструє тенденцію до нелінійного трактування взаємозв'язку активності фінансового ринку та зростання;

2. Емпіричні перевірки показують хорошу і стійку статистичну залежність між рівнем розвитку фінансової системи та економічним зростанням для розвинених країн, однак вони слабше працюють для країн, що розвиваються;

3. Спостерігається тенденція виявлення значимої різниці в способах фінансування – банки чи фондовий ринок – для темпів економічного зростання, якщо йдеться про країни, що розвиваються, і відсутність значимої різниці для розвинених країн.

### *Глобалізація та екзогенні фінансові фактори розвитку*

Ретроспективний аналіз розвитку національних фінансових систем, що базується на використанні формаційного, цивілізаційного та циклічного підходів до визначення періодів розвитку економіки, дає змогу науковцям та практикам виявляти перетворення структурних елементів національних фінансових систем під впливом ендogenous та екзогенних факторів. В результаті таких досліджень було виявлено ряд загальних закономірностей еволюційних перетворень національних фінансових систем, серед яких<sup>284</sup>:

1) структура та зростання фінансової системи взаємопов'язані із стадією

---

<sup>283</sup> Розанова Н. Анализ влияния финансовых посредников на экономический рост в современной экономической литературе. *Экономический журнал*. 2008. № 1(11). URL: [http://economicarggu.ru/2008\\_1/08.shtml](http://economicarggu.ru/2008_1/08.shtml);

Durlauf S.N., Johnson P.A., Temple Jonathan R.W. *The Econometrics of Convergence*. Palgrave Handbook of Econometrics, 2009. P. 1087–1118;

Товар-Гарсиа Э. Влияние глобализации на финансовое развитие формирующихся экономик. *Финансовый журнал*. 2012. № 1. С. 37–48.

<sup>284</sup> Саврадым В.М. Основные закономерности и этапы развития национальных финансовых систем. *Сибирская финансовая школа*. 2018. № 4. С. 59–67.

розвитку економіки; 2) на вектор перетворень фінансової системи впливають фактори зовнішнього середовища – політичний устрій, громадський устрій, національні традиції та ін.; 3) зародження елементів нової системи відбувається в рамках старої, яка ще функціонує; 4) процес перетворення фінансової системи має поступальний і поетапний характер.

У практиці різних за розвитком країн це можна побачити у виявленні спільних характеристик за наявності відмінностей, які проявляються під час дослідження ефективності чи сили впливу екзогенних та ендogenous факторів на їх траєкторіях розвитку. Зокрема, модель панельних даних (9.7) оцінки впливу фінансових детермінант на темпи економічного зростання для різних за рівнем доходів груп країн показує важливість для стійкої економічної динаміки як внутрішніх, так і зовнішніх фінансових чинників: кредиту, наданого установами фінансового сектора, прямих іноземних інвестицій, отриманої офіційної допомоги на розвиток.

**Модель панельних даних оцінки впливу фінансових детермінант на темпи економічного зростання для різних за рівнем доходів груп країн.** Для аналізу обрано групи країн за класифікацією Світового банку за рівнем доходу: країни з високим доходом (*high-income countries*), країни з вищим за середній рівень доходом (*upper middle-income countries*), країни з нижчим за середній доходом (*lower middle-income countries*), країни з низьким доходом (*low-income countries*).

Модель оцінена на річних даних Світового банку на проміжку 1970–2017 рр. (до пандемії COVID-19) методом *Panel EGLS (Cross-section weights)* за допомогою пакета EViews 9.0. В результаті отримано модель (9.7), яка показує важливість для стійкої економічної динаміки як внутрішніх, так і зовнішніх фінансових чинників:

$$Y = -0.0201492174502*DC\_FS + 0.369377578179*FDI + \\ (0.0018) \qquad \qquad \qquad (0.0199) \\ +6.25225206413e-11*AID + 3.88178302578 + [CX=F] \qquad \qquad \qquad (9.7) \\ (0.0007) \qquad \qquad \qquad (0.0000)$$

$R\text{-squared}= 0.521572$ ,  $DW=1,83$ ,  $F\text{-statistic}=12.32388$ ,  $Prob(F\text{-statistic})= 0.000000$ .

*Специфікація змінних: Y (GDP growth, annual %) – зміна реального ВВП (% до попереднього року); DC\_FS – кредит, наданий установами фінансового сектора (% ВВП) (Domestic credit provided by financial sector, % of GDP); FDI – приплив прямих іноземних інвестицій (Foreign direct investment, net inflows, % of GDP), AID – отримана чиста офіційна допомога на розвиток та офіційна допомога (дол. США) (Net official development assistance and official aid received, current US\$).*

У табл. 9.2 наведено значення фіксованих ефектів, розрахованих по моделі (9.7).

*Таблиця 9.2*

**Оцінка фіксованих ефектів розрахованих по моделі (9.7)**

Групи країн	Значення фіксованих ефектів (Effect)
Країни з високим доходом	1.209085
Країни з доходом, вищим за середній	0.523295
Країни з доходом, нижчим за середній	-0.426769
Країни з низьким доходом	-2.144369

*Джерело:* розрахунки автора з використанням статистичного пакета EViews 9.0.

Наявність негативних фіксованих ефектів для груп країн з доходом, нижчим за середній (-0,427), та з низьким доходом (-2,144) свідчить про наявність відмінностей між країнами, наприклад, неврахування ряду важливих факторів у моделі, які є для цих країн суттєвими і мають стримуючі ефекти. З точки зору фінансових детермінант впливу на економічну динаміку це можуть бути інституціональні, інфраструктурні особливості, що визначають низький порівняно із середнім світовим рівень розвитку національних фінансових систем. За відсутності даних для групи країн з низьким доходом статистичної інформації з розвитку фондового ринку цей фактор не включено у представлену модель (найбільш імовірно саме він є ключовою відмінністю цієї групи).

Позитивні знаки коефіцієнтів у моделі при змінних *FDI* та *AID* підтверджує важливу роль зовнішніх (екзогенних) факторів – прямих іноземних інвестицій та отриманої міжнародної офіційної допомоги на розвиток – для всіх груп країн, що є наслідком розгортання процесів глобалізації у всіх сферах діяльності і, особливо, посилення фінансової

глобалізації. Від’ємний знак коефіцієнта змінної *DC\_FS* свідчить про наявність на різних часових проміжках обраного довгострокового періоду оцінювання негативних трендів у динаміці кредитування різних країн, що було результатом як зменшенням обсягів внутрішнього кредитування банківськими установами та збільшенням тіньового банкінгу, так і наслідками фінансових та економічних криз національного і глобального характеру.

**Вплив глобалізації на розвиток.** Аналіз основних функцій фінансової системи (поліпшення яких підвищує рівень розвитку) дав підстави експертам<sup>285</sup> виділити ряд *ефектів глобалізації*.

1. Глобалізація знищує привілейовану інформованість груп інтересів на фінансовому ринку, тому що фінансова система повинна відповідати вимогам зовнішніх учасників (це зумовлює конкуренцію посередників), що сприяє отриманню більш достовірної та глибокої інформації.

2. В умовах фінансової глобалізації посередники можуть імпортувати кращі адміністративні практики та фінансові техніки, тим самим покращуючи корпоративне управління.

3. Фінансова глобалізація сприяє розподілу ризику. Глобалізація сприяє переходу від портфельних інвестицій з низьким ризиком і низьким прибутком до портфельних інвестицій з великим ризиком і високим прибутком.

---

<sup>285</sup> Товар-Гарсія Э. Влияние глобализации на финансовое развитие формирующихся экономик. *Финансовый журнал*. 2012. № 1. С. 37–48;

Саврадым В.М. Основные закономерности и этапы развития национальных финансовых систем. *Сибирская финансовая школа*. 2018. № 4. С. 59–67;

Globalization in transition: the future of trade and value chains / McKinsey Global Institute. URL: [www.mckinsey.com](http://www.mckinsey.com);

Obstfeld M. Risk-Taking, Global Diversification, and Growth. *American Economic Review*. 1994. № 84. P. 1310–1329;

Obstfeld M., Taylor A.M. Globalization and Capital Markets. *Globalization in Historical Perspective* / Bordo M.D., Taylor A., Williamson J.G. eds. Cambridge: NBER, 2003. P. 121–188;

Naceur SB, Ghazouani S., Omran M. Does Stock Market Liberalization spur Financial and Economic Development in the MENA Region. *Journal of Comparative Economics*. 2008. № 36. P. 673–693.



4. Міжнародний рух капіталів допомагає залучати і об'єднувати заощадження у світовому масштабі. Можливість інвестувати внутрішні заощадження поза домом у пошуках кращої прибутковості активізує роботу фінансових агентів із об'єднання внутрішнього капіталу (передбачається, що зовнішні заощадження не замінюють внутрішні).

5. Фінансова глобалізація зменшує міжнародні трансакційні витрати і завдяки цьому сприяє зв'язку між фінансовим і реальним секторами міжнародної економіки.

Чи є ефекти глобалізації позитивними для України, дає відповідь емпіричний аналіз, зокрема оцінки побудованих регресійних рівнянь.

**Економетрична оцінка впливу екзогенного фактора – глобалізації – на економічну динаміку в Україні.** З метою перевірки гіпотези щодо позитивного впливу глобалізації на динаміку формування ВВП України побудовано (табл. 9.3) та оцінено ряд однофакторних моделей (9.8)–(9.11).

*Специфікація змінних:* GDP – ВВП України (у фактичних цінах, млн. грн); KOF\_GI – загальний індекс глобалізації; KOF\_ECGI – індекс економічної глобалізації; KOF\_FIGI – індекс фінансової глобалізації; KOF\_SOGI – індекс соціальної глобалізації.

Проведений аналіз статистичних характеристик регресійних рівнянь, наведених у табл. 9.3, побудованих у середовищі пакета Eviews 9.0 та перевірка їх якості з використанням формальних тестів (*Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test* щодо відсутності автокореляції вищих порядків, гетероскедастичності – *Heteroskedasticity Test White*, коректності вибору форми кривої – *Ramsey RESET Test*) свідчать про адекватність моделей (9.8)–(9.11).

## Статистичні характеристики регресійних моделей оцінки впливу різних екзогенних факторів на ВВП України

Змінні	Моделі	Модель (9.8)	Модель (9.9)	Модель (9.10)	Модель (9.11)
	Dependent Variable: GDP				
KOF_GI		185824.0*			
KOF_ECGI			202781.2*		
KOF_FIGI				118012.8*	
KOF_SOGI					99543.32*
Const		-11544285	-10676107	-4390868	-4967209
<i>R-squared</i>		0.666875	0.692573	0.537461	0.536756
<i>Durbin-Watson stat</i>		0.180082	0.342328	0.313963	0.147652
<i>Prob(F-statistic)</i>		0.000011	0.000005	0.000236	0.000239
<i>Sample (adjusted):</i>		2000–2019	2000–2019	2000–2019	2000–2019

\* Статистично значущі за 1% рівня (згідно з *Prob. t-Statistic* для кожного фактора).

Джерело: розрахунки автора з використанням статистичного пакета EViews 9.0.

Додатні значення коефіцієнтів при змінних моделей підтверджують коректність гіпотези щодо *позитивного впливу глобалізації на вітчизняну економіку*, формування ВВП країни. Найбільший за величиною коефіцієнт у моделі (9.9) при змінній KOF\_ECGI, що відображає рівень економічної глобалізації України (побудовано на основі показників, які характеризують торговельну та фінансову залученість у глобальні процеси), є цілком закономірним і очікуваним результатом тривалого розширення зовнішньоторговельних зв'язків з різними країнами.

Отже, додатні значення коефіцієнтів при змінних, що характеризують динаміку глобалізації у наведених вище моделях підтверджують коректність гіпотези щодо *позитивного впливу глобалізації* (екзогенного фактора) *на вітчизняну економіку*, формування ВВП країни.

**Роль міжнародної фінансової допомоги Україні під час війни з РФ.** Важливе значення дії екзогенних чинників для розвитку національної економіки проявилось під час широкомасштабної воєнної агресії РФ проти

України, що розпочалася у 2022 р. Завдяки активному залученню України у глобальну економіку активізація впливу екзогенних фінансових чинників дала їм можливість спрацювати замість втрачених внутрішніх можливостей. Основними механізмами міжнародної підтримки під час війни стали постачання зброї, фінансова та гуманітарна допомога, накладення на РФ санкцій.

За оцінкою Інституту світової економіки, на початок травня 2022 р. загальна сума допомоги, наданої та погодженої до відправки Україні зброї та військових товарів становила близько 30 млрд дол. США<sup>286</sup>. Ключовою для активізації військової допомоги стала зустріч міністрів оборони понад 40 країн на авіабазі Рамштайн. Її учасники погодили надання Україні важкої зброї. У травні США ухвалили закон про ленд-ліз для України, аналогічний тому, що діяв за часів Другої світової війни, що мало пришвидшити поставки зброї. США погодили пакет допомоги Україні для боротьби з агресією РФ на 40 млрд дол. США<sup>287</sup>. Станом на кінець вересня 2022 р. вартість наданої військової допомоги від США з початку року становила 13,5 млрд дол. США. Отримана військова допомога та зброя від багатьох країн світу суттєво знизила витрати українського бюджету на фінансування воєнних потреб.

Міжнародна фінансова підтримка упродовж складних місяців повномасштабної російської агресії мала важливе значення для підтримки фінансової стійкості України, стабілізації валютного ринку. Хоча й від початку повномасштабної війни НБУ заборонив більшість операцій із транскордонного руху капіталу, однак дуже значним був вплив коштів через

---

<sup>286</sup> Самойлюк М., Репко М. Підтримка на 2 трильйони: хто і як допомагає українській економіці. *Економічна правда*. 10 травня 2022. URL: <https://www.epravda.com.ua/publications/2022/05/10/686844/>;

Країни G7 планують виділити Україні до 30 мільярдів євро. ЗМІ. *Економічна правда*. 13 травня 2022. URL: <https://www.epravda.com.ua/news/2022/05/13/687018/>

<sup>287</sup> Самойлюк М., Репко М. Підтримка на 2 трильйони: хто і як допомагає українській економіці. *Економічна правда*. 10 травня 2022. URL: <https://www.epravda.com.ua/publications/2022/05/10/686844/>;

Країни G7 планують виділити Україні до 30 мільярдів євро. ЗМІ. *Економічна правда*. 13 травня 2022. URL: <https://www.epravda.com.ua/news/2022/05/13/687018/>

розрахунки з нерезидентами за торговими операціями та зняття готівки населенням за кордоном. Загалом на початку війни відплив капіталу за фінансовим рахунком Платіжного Балансу за січень–квітень становив 7.3 млрд дол. США<sup>288</sup>. Його частково пом'якшили надходження кредитів від МФО та країн-партнерів. Ці ресурси поповнили міжнародні резерви.

У фінансових потоках допомоги Україні варто окремо виділити два напрями – для *держави* і для *бізнесу*. Вони хоча й мають різні масштаби та джерела, однак загалом забезпечують фінансову стійкість країни, сприяють зниженню ризиків, прискорюють реалізацію позитивного варіанту розвитку подій.

**Фінансова допомога державі.** В умовах закритого доступу до зовнішніх приватних ринків капіталу фінансові ресурси від партнерів стали для України необхідними через щомісячний дефіцит бюджету, який оцінюється експертами у середньому в 5 млрд дол. США. Фінансова допомога – це кошти, що надходять на рахунки українського уряду, вона дає змогу покривати розрив між доходами та видатками бюджету (бо, хоча видатки бюджету суттєво скорочено, через падіння економіки Україна спроможна забезпечити податками та митними платежами лише близько половини поточних потреб). Міжнародна фінансова допомога є гнучкою, оскільки дозволяє країні самостійно визначати, на які потреби краще витратити отримані ресурси. Завдяки фінансовій підтримці від партнерів уряд отримав можливість виконувати соціальні зобов'язання перед військовими, лікарями, освітянами та пенсіонерами, а також здійснювати інші видатки.

У травні 2022 р. країни G7 розглянули необхідність ініціювати бюджетну підтримку України на суму майже 30 млрд євро, що базувалась на потребах до кінця року за умови, що воєнні дії закінчатимуться протягом року<sup>289</sup>. Допомогу було заплановано надавати у формі позик та грантів, і вона

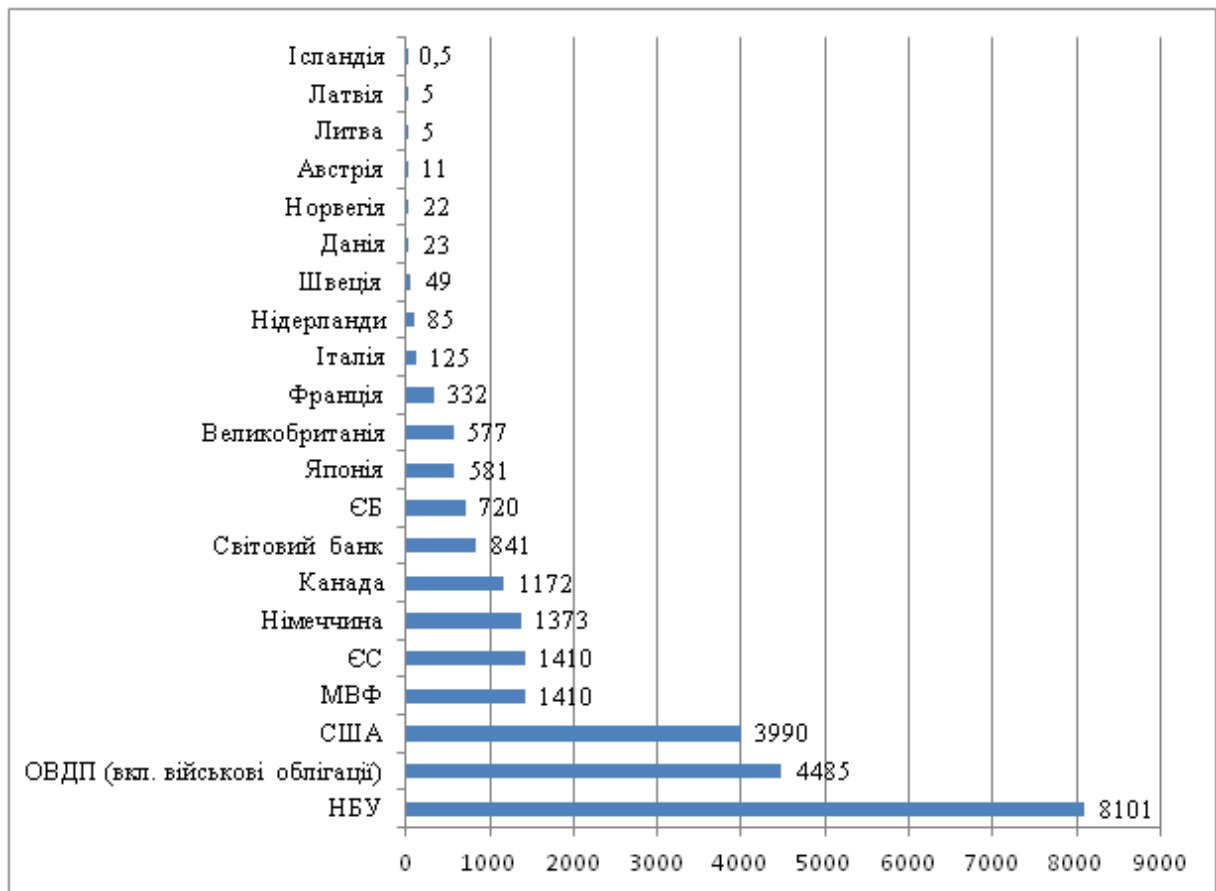
---

<sup>288</sup> Звіт про фінансову стабільність / Національний банк України. Червень 2022. URL: [https://bank.gov.ua/admin\\_uploads/article/FSR\\_2022-H1.pdf?v=4](https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/FSR_2022-H1.pdf?v=4)

<sup>289</sup> Країни G7 планують виділити Україні до 30 мільярдів євро. ЗМІ. *Економічна правда*. 13 травня 2022. URL: <https://www.epravda.com.ua/news/2022/05/13/687018/>

розраховувалась із потреби у щомісячні 5 млрд євро, які Україна не може заробити самостійно.

Станом на 27 липня 2022 р. фінансова допомога Україні від партнерів, що була спрямована на підтримку державного бюджету в період війни, становила 25 318 млн дол.. США (745 771 млн грн) і включала безповоротні гранти, кредити під низькі ставки та кредитні гарантії<sup>290</sup>. Це забезпечило фінансування половини необхідних бюджетних потреб країни (рис. 9.3).



**Рис. 9.3. Джерела фінансування державного бюджету в період війни станом на 27 липня 2022 р.**

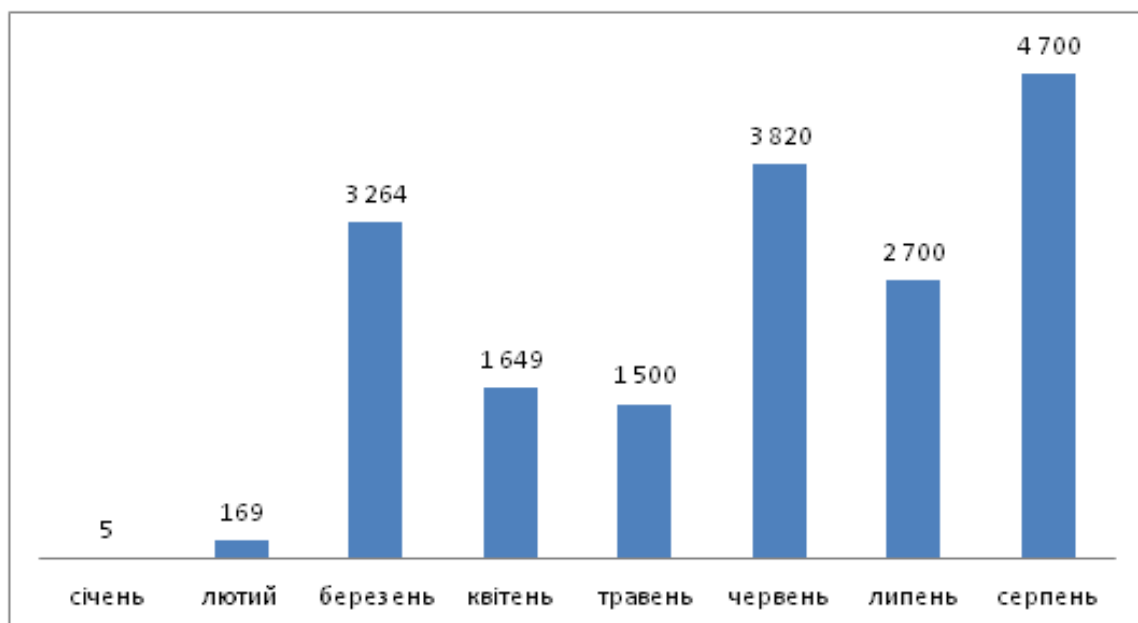
*Джерело:* Джерела фінансування державного бюджету в період війни. URL: [https://www.mof.gov.ua/uk/news/ukraines\\_state\\_budget\\_financing\\_since\\_the\\_beginning\\_of\\_the\\_full-scale\\_war-3435](https://www.mof.gov.ua/uk/news/ukraines_state_budget_financing_since_the_beginning_of_the_full-scale_war-3435)

Надали та запланували широку фінансову підтримку для України як групи країн, так і окремі країни. Окрім міжнародних фінансових організацій (МВФ, Світового банку), в Україну надходили кошти від європейських

<sup>290</sup> Звіт про фінансову стабільність / Національний банк України. Червень 2022. URL: [https://bank.gov.ua/admin\\_uploads/article/FSR\\_2022-H1.pdf?v=4](https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/FSR_2022-H1.pdf?v=4)

інституцій, зокрема, від ЄК, Ради ЄС, ЄІБ та Європейського фонду миру. За даними Інституту світової економіки (м. Кіль, ФРН), серед європейських країн лідерами підтримки України (двостороння допомога і підтримка біженців) відносно власних ресурсів від 0,5–1% ВВП відповідної країни слід відзначити Естонію, Латвію, Польщу, Литву<sup>291</sup>.

Разом із тим, хоча партнери України і надавали значні обсяги фінансової підтримки безпосередньо на фінансування бюджетних витрат, кошти надходили нерівномірно (рис. 9.4), що змушувало вдаватись, до емісії, яка негативно впливала на ціни, курс гривні.



**Рис. 9.4. Фінансова допомога від міжнародних партнерів (кредити та гранти), млрд дол. США**

Джерело: Самойлюк М., Репко М. Підтримка на 2 трильйони: хто і як допомагає українській економіці. *Економічна правда*. 10 травня 2022. URL: <https://www.epravda.com.ua/publications/2022/05/10/686844/>;

Самойлюк М. Фінансова допомога від міжнародних партнерів: скільки Україна отримала на 1 вересня. *Економічна правда*. 6 вересня 2022. URL: <https://www.epravda.com.ua/news/2022/09/6/691164/>

Для підтримки фінансової стабільності Україна почала обговорювати з МВФ та іншими міжнародними фінансовими організаціями можливості

<sup>291</sup> Самойлюк М., Репко М. Підтримка на 2 трильйони: хто і як допомагає українській економіці. *Економічна правда*. 10 травня 2022. URL: <https://www.epravda.com.ua/publications/2022/05/10/686844/>

перегляду графіка виплат за зовнішнім боргом<sup>292</sup>, проводила консультації щодо нового фінансування. Уряд ухвалив рішення, яке дозволяло залучити майже 530 млн дол. США від Міжнародного банку реконструкції та розвитку<sup>293</sup>. Отримані від МБРР кошти Україна планувала спрямувати на виконання своїх соціальних зобов'язань, зокрема на оплату праці рятувальників, освітян, медиків, а також на пенсійні виплати та соціальну допомогу. Також уряд очікував, що до кінця 2022 р. Україна отримає решту 3 млрд євро від Євросоюзу в рамках заявленого пакета допомоги у 9 млрд євро, при цьому вже проводилися консультації щодо програми на 2023 р.

**Фінансова підтримка бізнесу.** Як свідчить інформація, представлена на порталі реєстру проєктів МФО (*IFIs projects* – офіційному державному порталі із реєстром проєктів соціального та економічного розвитку України, що реалізуються із залученням коштів міжнародних фінансових організацій), вартість профінансованої частини проєктів за 2022 р. збільшилась у 3,8 раза порівняно із результатами 2021 р., тобто підтримка бізнесу активно продовжилася і під час війни (табл. 9.4).

Одним із прикладів фінансової підтримки бізнесу в Україні під час війни є співпраця з Німеччиною. Завдяки фінансуванню ЄС та урядом Німеччини через програму технічної підтримки «*EU4Business: конкурентоспроможність та інтернаціоналізація МСП*», яку в Україні реалізовувала німецька федеральна компанія *Deutsche Gesellschaft für Internationale Zusammenarbeit*, (*GIZ*) GmbH, відкрилася можливість фінансової допомоги власникам малого бізнесу, які постраждали від збройної агресії РФ (*ініціатори*: Програма «*EU4Business: конкурентоспроможність та інтернаціоналізація МСП*» спільно з Мінцифри, Мінекономіки, порталом «Дія», Офісом з розвитку

---

<sup>292</sup> Реструктуризація зовнішнього боргу України допоможе заощадити 6 мільярдів доларів. *Економічна правда*. 11 серпня 2022.

URL: <https://www.epravda.com.ua/news/2022/08/11/690281/>

<sup>293</sup> Україна отримає близько 530 мільйонів доларів від Міжнародного банку реконструкції та розвитку. *Економічна правда*. 10 вересня 2022.

URL: <https://www.epravda.com.ua/news/2022/09/10/691367/>

підприємництва та експорту і «Дія.Бізнес». *Партнер-виконавець* – Фонд Східна Європа)<sup>294</sup>.

Таблиця 9.4

**Динаміка використання коштів МФО з підтримки інвестиційних проєктів соціального та економічного розвитку України**

МФО	Період	2021		2022	
		дол. США	%	дол. США	%
Міжнародний банк реконструкції та розвитку		553645567,8	54,62	1477981563,67	37,89
Європейський інвестиційний банк		188712447,7	18,62	1754984787,69	44,99
Європейське співтовариство з атомної енергії		113424827,8	11,19		
Європейський банк реконструкції та розвитку		105940135,6	10,45	308720968,70	7,91
Німецька Кредитна установа для відбудови (КФВ)		28391318,94	2,8	339911933,57	8,71
Фонд чистих технологій (МБРР)		21226354,33	2,09	19375988,88	0,5
НЕФКО (Північна екологічна фінансова корпорація)		2308648,3	0,23		
<b>Усього:</b>		<b>1013649300,40</b>		<b>3900975242,51</b>	

*Джерело:* Міжнародні фінансові проєкти / Портал реєстру проєктів. URL: <https://proifi.gov.ua/?p=analytics> (станом на 07.02.2023).

Мінцифри було запущено гранти на порталі «Дія», де мікро- та малі підприємства подавали на отримання мікрогрантів вартістю 125 000 грн (4 000 євро). Подати заявку могли підприємства, які:

- зареєстровані не пізніше від 31 грудня 2021 р. у Чернігівській, Сумській, Харківській, Херсонській, Миколаївській, Запорізькій, Донецькій, Луганській, Київській областях,
- тимчасово перемістилися з цих областей або постраждали внаслідок бойових дій та можуть це підтвердити.

Пріоритет було надано компаніям, які виробляють життєво необхідні товари та послуги для цивільних та військових України<sup>295</sup>.

<sup>294</sup> Павлиш О. Мінцифри запускає гранти для допомоги бізнесу на порталі «Дія»: вимоги. *Економічна правда*. 13 травня 2022. URL: <https://www.epravda.com.ua/news/2022/05/13/687012/>

<sup>295</sup> Там само.



**Благодійність.** Суттєву частину фінансової підтримки Україні під час війни надали пересічні громадяни з різних країн світу. Відображенням ролі такої складової міжнародної допомоги стали результати глобальної ініціативи United24, про запуск якої Україна оголосила на початку війни і важливою складовою якої є онлайн-платформа для збору коштів. Нова благодійна платформа «дозволяє об'єднати потенціали різних, абсолютно різних суспільств, громадську активність на різних континентах світу, зусилля бізнесу і сфери культури, щоб реалізувати конкретні проєкти для захисту і відновлення нашої держави, які зараз нам дуже потрібні»<sup>296</sup>.

За місяць після запуску краудфандингової платформи United24 на оборону та відновлення України було зібрано понад 50 млн дол. США; за неповні два місяці роботи донори з усього світу зробили благодійні внески на загальну суму 62 864 493 дол. США; за чотири – акумулювано 180 252 665 дол. США на допомогу Україні<sup>297</sup>; тобто вже на початку війни за допомогою спеціальної фандрайзингової платформи United24 загалом вдалося зібрати понад 6 млрд грн.<sup>298</sup>. За вісім місяців роботи – з травня по грудень 2022 р. – через United 24 зібрано 8,6 млрд грн<sup>299</sup>, з них:

- 81%, або 7 млрд грн, – фонд спрямував на ЗСУ;
- 13%, або понад 1,1 млрд грн, було спрямовано на медичну допомогу;

---

<sup>296</sup> Платформа United24 уже збрала понад 5 мільярдів – Зеленський. *Укрінформ*. 23.07.2022. URL: <https://www.ukrinform.ua/rubric-uarazom/3535412-platforma-united24-uze-zibrala-ponad-5-milardiv-zelenskij.html?fbclid=IwAR22wwAQoXRgOKTxcuYavcFbaoFlUFB1SP77im8oCbIoOQEdO0uKqfE4QXY>

<sup>297</sup> Павлиш О. Британці – на армію, німці – на медичні потреби: на що жертвують через платформу United24 іноземці. *Економічна правда*. 28 червня 2022, URL: <https://www.epravda.com.ua/news/2022/06/28/688630/>;

Павлиш О. Через платформу United24 вже збрали понад 180 мільйонів доларів. *Економічна правда*, 5 вересня 2022. URL: <https://www.epravda.com.ua/news/2022/09/5/691118/>

<sup>298</sup> Павлиш О. Через платформу United24 вже збрали понад 180 мільйонів доларів. *Економічна правда*, 5 вересня 2022. URL: <https://www.epravda.com.ua/news/2022/09/5/691118/>

<sup>299</sup> Жарикова А. Майже мільярд доларів на ЗСУ збрали найбільші фонди з початку великої війни. *Економічна правда*, 23 січня 2023. URL: <https://www.epravda.com.ua/news/2023/01/23/696242/>

- 6%, або ж 0,5 млрд грн., спрямовано на відбудову країни.

Пресслужба платформи зазначає, що найпопулярнішим у перші місяці був напрям внесків «Оборона та розмінування», де найохочіше на армію донатили саме українці (70% від загальної кількості пожертв), зберігаючи паритет в інших двох напрямках («Медична допомога» та «Відбудова України» – по 15% на кожен). Наступні за активністю допомоги українській армії були британці, французи та канадці (60% від усіх донатів). Американці жертвували на оборону 50%. Німці – 25%, надаючи перевагу медичному напрямку, на який надійшло 65% пожертв<sup>300</sup>.

За перший рік війни до роботи платформи United24 долучилися мешканці 110 країн. Найбільша кількість пожертв надійшла із США, Німеччини, Франції, Великої Британії, Канади. За благодійні кошти було придбано машини швидкої допомоги, обладнання для розмінування, дрони-розвідники та багато іншого. Усе це вже рятує людей і допомагає українцям захищатися від російського терору<sup>301</sup>.

### ***Внутрішні фінансові чинники розвитку економіки в умовах ризиків війни та повоєнного відновлення***

**Монетарна політика НБУ під час війни.** Серед документів, які формують законодавче поле і відображають напрями банківської діяльності та пріоритети НБУ, ключовим є «*Основні засади грошово-кредитної політики на період воєнного стану*», що діятимуть до нормалізації функціонування економіки й фінансової системи. Документ (Рада НБУ ухвалила його 15 квітня 2022 р.) передбачає, зокрема<sup>302</sup>:

<sup>300</sup> Павлиш О. Британці – на армію, німці – на медичні потреби: на що жертвують через платформу United24 іноземці. *Економічна правда*. 28 червня 2022, URL: <https://www.epravda.com.ua/news/2022/06/28/688630/>

<sup>301</sup> Павлиш О. Через платформу United24 вже зібрали понад 180 мільйонів доларів. *Економічна правда*, 5 вересня 2022. URL: <https://www.epravda.com.ua/news/2022/09/5/691118/>

<sup>302</sup> Основні засади грошово-кредитної політики на період воєнного стану / НБУ. URL: <https://bank.gov.ua/ua/files/hJTwdIrBPNWeMzk>

- фінансування регулятором лише критичних видатків уряду та якнайшвидшу повну відмову від цього інструменту з метою уникнення фіскального домінування та високої інфляції, зниження довіри до НБУ, ускладнення процесу євроінтеграції України та співпраці з міжнародними фінансовими донорами;
- збереження власної інституційної, фінансової та операційної незалежності регулятора для належного виконання ним власних функцій;
- подальшу підтримку стабільної роботи банківської системи;
- активну протидію агресії на фінансовому фронті;
- сприяння розв'язанню проблем українських біженців;
- недопущення звуження сфери застосування гривні як єдиного законного платіжного засобу в Україні;
- сприяння залученню зовнішнього фінансування та запровадження реформ в Україні.

Якщо пріоритетною цілю монетарної політики Національного банку у довоєнний період була підтримка цінової стабільності, тобто низьких та стабільних темпів інфляції, де НБУ забезпечував цінову стабільність, використовуючи інфляційне таргетування і плаваючий обмінний курс гривні, й основним інструментом монетарної політики була облікова ставка, то від початку війни, як підкреслюють фахівці НБУ, основним інструментом забезпечення стабільності стала підтримка обмінного курсу гривні<sup>303</sup>. Тобто в умовах війни змінилися принципи монетарної політики, які наведено у табл. 9.5.

---

<sup>303</sup> Інфляційний звіт (липень 2022). Презентація / НБУ. 2 серпня 2022. URL: [https://bank.gov.ua/admin\\_uploads/article/Inflation\\_Report\\_for\\_Experts\\_pr\\_2022-Q2.pdf?v=4](https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Inflation_Report_for_Experts_pr_2022-Q2.pdf?v=4)

## Принципи монетарної політики в умовах війни

Фіксація обмінного курсу – номінальний якор для очікувань	Курсова стабільність є номінальним якорем для очікувань, головним фактором стримування інфляційного тиску та забезпечення макрофінансової стабільності
Валютні інтервенції – основний інструмент монетарної політики.	Фіксація обмінного курсу забезпечується інтервенціями з продажу валюти НБУ, обмеженнями для зниження непродуктивного відпливу капіталу та, відтак, попиту на валюту
Рішення щодо облікової ставки – допоміжний інструмент	В умовах значного психологічного шоку ринкові монетарні інструменти, зокрема облікова ставка, не відігравали відчутної ролі у функціонуванні грошово-кредитного та валютного ринків у перші місяці війни. Проте поступова адаптація економіки та заміщення психологічного шоку економічною логікою ухвалення рішень бізнесом та населенням спонукали НБУ повернутися до активної монетарної політики
Операційний дизайн монетарної політики	На початку війни заходи НБУ передусім спрямовувалися на забезпечення безперебійного функціонування банківської системи та платежів в економіці, зокрема через полегшення доступу банків до кредитів рефінансування, у т.ч. бланкових. У міру відновлення ринкових засад функціонування банківської системи НБУ поступово повертається до традиційного операційного дизайну та виконання ролі кредитора останньої інстанції.
Монетарне фінансування бюджету	НБУ здійснює пряме фінансування критичних видатків уряду, зокрема для забезпечення військових та соціальних потреб.

Джерело: наведено за даними НБУ: Інфляційний звіт (липень 2022) / НБУ. 2 серпня 2022 р.  
 URL: [https://bank.gov.ua/admin\\_uploads/article/Inflation\\_Report\\_for\\_Experts\\_pr\\_2022-Q2.pdf?v=4](https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Inflation_Report_for_Experts_pr_2022-Q2.pdf?v=4);

Основні засади грошово-кредитної політики на період воєнного стану / НБУ.  
 URL: <https://bank.gov.ua/ua/files/hJTwdlrBPNWeMzk>

**Емісія – «кредитування уряду».** У системній роботі НБУ щодо забезпечення макрофінансової стабільності, зокрема фіскальної стійкості<sup>304</sup> та підтримки функціонування економіки під час війни, особливу роль відіграло *кредитування уряду* – викуп військових ОВДП, що є прямим монетарним фінансуванням бюджету (яке у мирний час вітчизняним законодавством заборонено). Згідно з прийнятими офіційними документами, Національний банк може фінансувати лише критичні видатки уряду в обмежених обсягах та

<sup>304</sup> На початку війни НБУ достроково перерахував частину прибутку до розподілу (це 19 млрд грн); банки також сплатили авансом дивіденди та податок на прибуток (31,7 млрд грн).

лише шляхом купівлі цінних паперів уряду на первинному ринку, зберігаючи максимальну прозорість у висвітленні таких операцій.

Хоча дохідність ринкових державних паперів наприкінці 2022 р. і збільшилась, однак попит на них був невисоким. Зважаючи на те, що міжнародна фінансова допомога надходила нестабільно (див. рис. 9.4), НБУ здійснював монетизацію дефіциту для підтримки безперервності бюджетних видатків (табл. 9.6).

*Таблиця 9.6*

**Зміна обсягу гривневих ОВДП в обігу в розрізі власників, млрд грн**

Період	Усього	НБУ	Банки	Юридичні особи	Фізичні особи	Нерезиденти
01.22	-6,7	-2,5	5,9	0,8	0,4	-11,3
02.22	-24,2	0,0	-15,3	-2,8	0,4	-6,5
03.22	34,1	20,0	14,6	-0,6	0,2	0,0
04.22	50,6	50,0	1,9	-1,8	0,6	0,0
05.22	45,5	50,0	-4,9	-0,1	2,3	-2,0
06.22	89,1	101,0	-6,4	-5,6	0,7	-0,8
07.22	9,7	25,0	-10,1	-3,5	-1,7	-0,2
08.22	1,9	33,5	-30,2	0,5	-0,2	-2,2
09.22	29,2	30,0	-1,4	0,7	0,6	-0,8
10.22	16,5	25,0	-0,8	-0,3	0,6	-7,7
11.22	19,0	30,0	-10,5	3,6	-1,2	-3,3
12.22	70,7	30,0	2,3	36,7	0,4	0,5
01.23	27,4	-2,6	20,8	2,6	0,7	5,3

*Джерело:* дані НБУ: Інфляційний звіт: січень 2023 / Національний банк України. URL: [https://bank.gov.ua/admin\\_uploads/article/IR\\_2023-Q1.pdf?v=4](https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/IR_2023-Q1.pdf?v=4)

Варто відзначити, що у другій половині 2022 р. регулятор проводив емісію гривні вже у значно менших обсягах (по 30 млрд грн), ніж у перші місяці повномасштабної війни. Наприклад, у червні НБУ «надрукував» понад 100 млрд грн, а у квітні–травні – по 50 млрд грн. Загалом у 2022 р. НБУ викупив ОВДП на 400 млрд грн<sup>305</sup>.

Розуміючи негативні наслідки – що пряме монетарне фінансування бюджету несе високі ризики гіперінфляції та девальвації, у планах уряду не було відмічено проведення емісії для покриття дефіциту бюджету в 2023 р. – уряд сподівався покрити цей дефіцит за рахунок фінансової допомоги від

<sup>305</sup> Інфляційний звіт: січень 2023 / НБУ. URL: [https://bank.gov.ua/admin\\_uploads/article/IR\\_2023-Q1.pdf?v=4](https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/IR_2023-Q1.pdf?v=4)

міжнародних партнерів – США, ЄС та МВФ, маючи «подушку безпеки» у вигляді військових облігацій, якщо будуть розриви між траншами від партнерів чи на екстрені випадки<sup>306</sup>.

**Кредитна підтримка економіки на основі збереження стійкості банківської системи.** Важливою складовою функціонування національної банківської системи (БС), що підтримує економічну динаміку та визначає рівень безпеки та стійкості країни в умовах ризиків війни, є кредитна діяльність банківських установ. У цьому контексті варто підкреслити, що вітчизняна банківська система не припиняла роботу, не пішла на банківські канікули, як це відбувалося в інших країнах під час воєнних конфліктів, а ефективно працювала з початку бойових дій.

З початку воєнної агресії у діяльності банківських установ та Національного банку України можна виділити різні аспекти кредитної активності, що сформували різні за цілями, завданнями та інструментами *етапи* функціонування/розвитку кредитної сфери:

– *реакція пристосування* на шок війни – кредитування невідкладних оборонних та гуманітарних потреб; забезпечення фінансової стійкості і недопущення паніки;

– *під час війни* – кредитування пріоритетних завдань, критичних оборонних, гуманітарних, соціальних потреб; підтримка релокації бізнесу;

– *у повоєнний період* – кредитна підтримка відновлення країни та економічного зростання.

**Виклики перших місяців війни.** Унаслідок чітких дій Національного банку України в перші дні війни показники діяльності БС в умовах воєнної агресії підтвердили збереження довіри українців до вітчизняної БС – відсутність паніки («набігів на банки»); відтоку коштів; втрат банків – 69 установ продовжували працювати в умовах воєнного стану (до війни в Україні

---

<sup>306</sup> Гордійчук Д. У бюджеті-2023 «друк» гривні Нацбанком не передбачено – Марченко. *Економічна правда*. 15 вересня 2022. URL: <https://www.epravda.com.ua/news/2022/09/15/691542/>

працював 71 банк, з ринку виведено українські «дочки» російських державних банків – Міжнародний резервний банк (колишнього Сбербанку) та Промінвестбанку); 76% відділень системно важливих банків працювали, у тому числі в регіонах, де велися активні бойові дії<sup>307</sup>.

Своєчасні кроки банків та НБУ для забезпечення безперебійної роботи фінустанов та системи електронних платежів дали змогу пройти перші місяці війни (табл. 9.7) з помірними втратами для фінансового сектора<sup>308</sup>:

- **Активи сектора** скоротилися насамперед за рахунок іноземних та приватних фінустанов (із 2 359 млрд грн на кінець 2021 р. до 2 253 млрд грн у I кв. 2022 р.). Баланси державних банків були стійкішими до шоку, тому їх частка у чистих активах та коштах фізосіб за квартал зросла на 1,1 в.п. та 0,4 в.п. – до 47,8% та 55,9%, відповідно. Темпи змін чистих активів БС у I кв. 2022 р. уповільнились до 7,3% відносно 12,7% у 2021 р.

- Обсяг гривневих **коштів фізичних** осіб за квартал збільшився із 727 до 768 млрд грн (табл. 9.7); в іноземній валюті зменшився із 270 до 263 млрд грн (у доларовому еквіваленті). **Кошти суб'єктів господарювання** в національній валюті за I кв. знизилися із 800 до 713 млрд грн, унаслідок відпливу коштів з усіх груп банків. Найсуттєвіші відпливи гривневих коштів бізнесу спостерігалися у перші два тижні війни, відтоді відбулася зміна

<sup>307</sup> Огляд банківського сектору / НБУ. Травень 2022. URL: [https://bank.gov.ua/admin\\_uploads/article/Banking\\_Sector\\_Review\\_2022-08.pdf?v=4](https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Banking_Sector_Review_2022-08.pdf?v=4);

Щомісячний макроекономічний та монетарний огляд / НБУ. Серпень 2022. URL: [https://bank.gov.ua/admin\\_uploads/article/MM\\_2022-05.pdf?v=4](https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/MM_2022-05.pdf?v=4);

Оцінка інфляції / НБУ. Квітень 2022. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/otsinka-inflyatsiyi-kviten-2022-roku>;

Шевченко К. Банківська система працює надійно і стабільно попри війну. Чому це не диво та що буде далі? *НВ.Бізнес*. 3 травня 2022. URL: [https://biz.nv.ua/ukr/experts/kirilo-shevchenko-valyutniy-kurs-cini-ta-stabilnist-bankivskoji-sistemi-v-ukrajini-50238688.html?utm\\_content=set\\_lang](https://biz.nv.ua/ukr/experts/kirilo-shevchenko-valyutniy-kurs-cini-ta-stabilnist-bankivskoji-sistemi-v-ukrajini-50238688.html?utm_content=set_lang);

Governor of the National Bank of Ukraine: Ukraine's losses in Russian war at 50% of GDP. Interview by Koji Nishimura. *The Asahi Shimbun*. May 15, 2022. URL: <https://www.asahi.com/ajw/articles/14619106>

<sup>308</sup> Огляд банківського сектору / НБУ. Травень 2022. URL: [https://bank.gov.ua/admin\\_uploads/article/Banking\\_Sector\\_Review\\_2022-08.pdf?v=4](https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Banking_Sector_Review_2022-08.pdf?v=4)

тенденції і депозити повільно зростали. Обсяг валютних коштів бізнесу за квартал зменшився із 233 до 223 млрд у доларовому еквіваленті.

- **Кількість збиткових банків** за квартал зросла з п'яти до 25 установ, їх сукупний збиток становив 6 млрд грн. **Фінансовий результат системи становив мінус 0,16 млрд грн** через збиток у березні в розмірі 10,1 млрд грн. Це відбулося в результаті збільшення відрахувань до резервів під очікувані ризики внаслідок війни в обсязі 21,6 млрд грн, три чверті з яких сформовано в березні.

*Таблиця 9.7*

**Основні показники банківського сектора України**

Показник	2021	2022				2023	
		I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	I кв.	II кв.
<b>Кількість діючих банків</b>	71	69	68	67	67	65	65
<b>Загальні балансові показники, млрд грн.</b>							
Загальні активи	<b>2 358</b>	<b>2 253</b>	<b>2 356</b>	<b>2 535</b>	<b>2 717</b>	<b>2 794</b>	<b>2 925</b>
<i>у т.ч. в іноземній валюті</i>	679	618	648	798	820	871	865
Чисті активи	2 053	1 970	2 042	2 168	2 352	2 427	2 562
<i>у т.ч. в іноземній валюті</i>	583	554	575	695	731	785	780
Валові кредити суб'єктам господарювання	796	793	794	836	801	773	754
<i>у т.ч. в іноземній валюті</i>	292	273	250	297	281	268	259
Чисті кредити суб'єктам господарювання	540	567	548	564	529	501	484
Валові кредити фізичним особам	243	250	236	231	210	206	208
<i>у т.ч. в іноземній валюті</i>	21	20	18	23	13	13	13
Чисті кредити фізичним особам	200	201	178	154	134	130	136
Кошти суб'єктів господарювання	800	713	763	838	943	1 025	1 136
<i>у т.ч. в іноземній валюті</i>	233	223	254	311	317	355	379
Кошти фізичних осіб	727	768	787	861	933	945	969
<i>у т.ч. в іноземній валюті</i>	270	263	252	313	340	355	335
<b>Фінансові результати, млрд грн.</b>							
Чистий прибуток/збиток	77,4	-0,2	-4,5	12,0	22,8	33,9	33,7
Відрахування в резерви	3,4	21,6	36,3	41,1	120,2	4,0	0,6

*Джерело:* складено за даними НБУ: Огляд банківського сектора / НБУ. Листопад 2022 р. URL: [https://bank.gov.ua/admin\\_uploads/article/Banking\\_Sector\\_Review\\_2022-11.pdf?v=4](https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Banking_Sector_Review_2022-11.pdf?v=4)  
 Огляд банківського сектора / НБУ. Серпень 2023 р. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/oglyad-bankivskogo-sektoru-serpen-2023-roku>.



Аналіз динаміки показників показав, що ситуація була контрольованою, вона значною мірою окреслена політикою НБУ, що проводилась до війни і була орієнтована на посилення фінансової стійкості системи<sup>309</sup>. З початком воєнних дій вона забезпечувалася поточними заходами, спрямованими на підтримку ліквідності та збереження макрофінансової стабільності: бланкове рефінансування<sup>310</sup>, фіксацію обмінного курсу гривні, запровадження обмежень на рух капіталу.

За підсумками роботи упродовж перших двох місяців війни банківська система залишалася високоліквідною та платоспроможною: ліквідність банків (залишок коштів на коррахунках банків та вкладення в депозитні сертифікати НБУ) з початку війни зросла на 72 млрд грн – до понад 230 млрд грн. Фактичне значення нормативу LCR, який вимірює достатність запасу високоліквідних активів для покриття можливого відпливу коштів протягом 30 днів (на 1 квітня воно суттєво перевищувало мінімальні вимоги НБУ), свідчило про стійкість банківської системи<sup>311</sup>.

Достатня ліквідність банківської системи дала банкам змогу активно підтримувати операції своїх клієнтів у межах наявних коштів і надавати

---

<sup>309</sup> Огляд банківського сектору / НБУ. Травень 2022. URL: [https://bank.gov.ua/admin\\_uploads/article/Banking\\_Sector\\_Review\\_2022-08.pdf?v=4](https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Banking_Sector_Review_2022-08.pdf?v=4);

Щомісячний макроекономічний та монетарний огляд / НБУ. Серпень 2022. URL: [https://bank.gov.ua/admin\\_uploads/article/MM\\_2022-05.pdf?v=4](https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/MM_2022-05.pdf?v=4);

Оцінка інфляції / НБУ. Квітень 2022. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/otsinka-inflyatsiyi-kviten-2022-roku>;

Шевченко К. Банківська система працює надійно і стабільно попри війну. Чому це не диво та що буде далі? *НВ.Бізнес*. 3 травня 2022. URL: [https://biz.nv.ua/ukr/experts/kirilo-shevchenko-valyutniy-kurs-cini-ta-stabilnist-bankivskoj-sistemi-v-ukrajini-50238688.html?utm\\_content=set\\_lang](https://biz.nv.ua/ukr/experts/kirilo-shevchenko-valyutniy-kurs-cini-ta-stabilnist-bankivskoj-sistemi-v-ukrajini-50238688.html?utm_content=set_lang);

Governor of the National Bank of Ukraine: Ukraine's losses in Russian war at 50% of GDP. Interview by Koji Nishimura. *The Asahi Shimbun*. May 15, 2022. URL: <https://www.asahi.com/ajw/articles/14619106>

<sup>310</sup> Після стабілізації ситуації на фінансовому ринку з 18 квітня 2022 р. тендери з надання рефінансування на строк до одного року стали проводитися не частіше, ніж один раз на тиждень (до цього відповідні тендери проводилися щодня).

<sup>311</sup> Шевченко К. Банківська система працює надійно і стабільно попри війну. Чому це не диво та що буде далі? *НВ.Бізнес*. 3 травня 2022. URL: [https://biz.nv.ua/ukr/experts/kirilo-shevchenko-valyutniy-kurs-cini-ta-stabilnist-bankivskoj-sistemi-v-ukrajini-50238688.html?utm\\_content=set\\_lang](https://biz.nv.ua/ukr/experts/kirilo-shevchenko-valyutniy-kurs-cini-ta-stabilnist-bankivskoj-sistemi-v-ukrajini-50238688.html?utm_content=set_lang)

кредитну підтримку, важливу для відновлення економіки. Так, згідно з даними НБУ щодо діяльності банківського сектора у I кв.<sup>312</sup>:

- динаміка **кредитного портфеля** клієнтів була нерівномірною: а) чисті гривневі кредити суб'єктам господарювання за квартал зросли на 4,8%, а валютні – на 2,2% у доларовому еквіваленті. У річному обчисленні чистий кредитний портфель зріс на 39,7% у гривні та на 18,4% в іноземній валюті (у доларовому еквіваленті). Найактивніше залучали позики державні корпорації; б) обсяг чистого роздрібного кредитного портфеля фізичних осіб за I кв. загалом зріс лише на 0,7% (+30,1% р/р<sup>313</sup>). Під час воєнного стану кредити надавалися лише на поточні потреби клієнтів, а в іпотечному сегменті та на купівлю авто кредитування майже не здійснювалося;

- динаміку **непрацюючих кредитів** визначали два різноспрямованих фактори: у лютому 2022 р. частка непрацюючих кредитів суттєво знизилася через ліквідацію двох банків з державним російським капіталом, а в березні фінустанови почали поступово визнавати погіршення якості кредитів, спричинене повномасштабними бойовими діями, і ця частка зросла. Загалом за I кв. питома вага непрацюючих кредитів знизилася на 3 в.п. до 27,1%. Рівень покриття всіма резервами непрацюючих кредитів зріс на 5,8 в.п. – до 108%.

Надзвичайно важливою складовою забезпечення функціонування БС і розвитку кредитної сфери, зокрема стали антикризові заходи НБУ для підтримки банків в умовах воєнного стану. З метою активізації кредитної діяльності банки отримали дозвіл<sup>314</sup> на: «кредитні канікули» та неврахування прострочки за кредитами під час оцінки кредитного ризику, а також на реструктуризацію кредитів боржникам, що постраждали через агресію РФ; до

<sup>312</sup> Огляд банківського сектору / НБУ. Травень 2022. URL: [https://bank.gov.ua/admin\\_uploads/article/Banking\\_Sector\\_Review\\_2022-08.pdf?v=4](https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Banking_Sector_Review_2022-08.pdf?v=4)

<sup>313</sup> Р/р – до аналогічної дати/періоду попереднього року.

<sup>314</sup> Системні ризики є високими, проте контрольованими – підсумки засідання Ради з фінансової стабільності / НБУ. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/sistemni-riziki-ye-visokimi-prote-kontrolovanimi--pidsumki-zasidannya-radi-z-finansovoyi-stabilnosti>

банків не застосовуються заходи впливу за порушення нормативів достатності капіталу та ліквідності тощо.

Разом із заходами кредитної підтримки стратегічно важливих галузей економіки, з метою посилення стабільної діяльності банківської системи Національний банк розширив перелік тимчасових пом'якшень<sup>315</sup> у застосуванні банками/банківськими групами вимог нормативно-правових актів НБУ. Зокрема, було встановлено особливості<sup>316</sup>:

- включення під час розрахунку нормативів достатності капіталу мінімального розміру операційного ризику;
- застосування спрощеного підходу під час визначення розміру кредитного ризику;
- оновлення та подання до Національного банку планів відновлення діяльності банку/банківської групи;
- актуалізації внутрішньобанківських/внутрішньогрупових документів;
- контролю Національним банком за виконанням банками програм капіталізації/реструктуризації за результатами оцінки стійкості, проведеної у 2021 р.

Відповідно до реалій воєнного часу та регуляторних змін, запроваджених НБУ, уже в перший місяць війни державні банки, наприклад, збільшили свої кредитні портфелі (на 1 квітня вони надали додатково кредитів на 12,8 млрд грн, це 15% приросту кредитного портфеля за попередній рік, у якому державні банки продемонстрували рекордний приріст). Оновив свою кредитну політику зокрема державний Ощадбанк<sup>317</sup>: 1) при залученні

<sup>315</sup> Відповідні положення затверджено постановою Правління Національного банку України від 22 квітня 2022 року № 80 "Про внесення змін до деяких нормативно-правових актів Національного банку України".

<sup>316</sup> Затверджено додаткові заходи для підтримки стабільної діяльності банківської системи / НБУ. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/zatverdjeno-dodatkovyi-zahodi-dlya-pidtrimki-stabilnoyi-diyalnosti-bankivskoyi-sistemi>

<sup>317</sup> Мельник С. Ощадбанк видає аграріям по 200 мільйонів гривень кредитів щодня. *Економічна правда*. 27 квітня 2022. URL: <https://www.epravda.com.ua/news/2022/04/27/686313/>; Ощадбанк запускає програму підтримки релокації бізнесу. *Економічна правда*. 11 квітня 2022. URL: <https://www.epravda.com.ua/news/2022/04/11/685585/>

фінансування в рамках державної програми «Доступні кредити 5–7–9%» ставка для клієнта – від 0%; 2) банк розпочав кредитування як діючих, так і нових клієнтів, що вимушені переміщувати свій бізнес без зміни виду діяльності з регіонів, де ведуться активні бойові дії, до іншої місцевості в Україні (за умовами програми: підприємство повинно мати досвід ведення бізнесу не менше двох років. Кредити надавалися на поповнення обігових коштів строком до 36 місяців та на інвестиційні потреби до 60 місяців); 3) серед умов<sup>318</sup> Ощадбанку щодо кредитування аграріїв залишається: офіційне ведення бізнесу та наявність сільськогосподарських угідь для проведення посівної. Портфель видачі агрокредитів на кінець квітня перевищив 2,4 млрд грн<sup>319</sup>.

З моменту старту урядової програми «Доступні кредити 5–7–9%» станом на початок 2023 р. суб'єкти підприємництва отримали 53 637 кредитів на загальну суму 167,73 млрд грн (програму реалізує Фонд розвитку підприємництва, єдиним учасником якого є Кабмін в особі Міністерства фінансів України, що координує всі аспекти діяльності Фонду). З них за час дії воєнного стану в Україні у рамках програми<sup>320</sup> було укладено 18,8 тис. кредитних угод на загальну суму 78,09 млрд грн, з яких:

- 0,83 млрд грн було залучено на інвестиційні цілі;
- 6,5 млрд грн – як антикризові кредити;
- 4,37 млрд грн – як рефінансування попередньо отриманих кредитів;
- 25,81 млрд грн – кредити для сільськогосподарських

товаровиробників;

- 40,58 млрд грн – на антивоєнні цілі.

---

<sup>318</sup> У квітні Ощадбанк суттєво змінив умови отримання кредитів. Зменшено час ухвалення кредитних рішень – з 8 до 3–4 днів (отримання коштів відбувається за 1–2 дні), лібералізовано умови щодо застави, скасовано вимогу щодо мінімального розміру земельного банку в обробітку.

<sup>319</sup> Мельник С. Ощадбанк видає аграріям по 200 мільйонів гривень кредитів щодня. *Економічна правда*. 27 квітня 2022. URL: <https://www.epravda.com.ua/news/2022/04/27/686313/>

<sup>320</sup> Жарикова А. Доступні кредити під 5-7-9%: бізнес залучив ще 730 мільйонів. *Економічна правда*. 23 січня 2023. URL: <https://www.epravda.com.ua/news/2023/01/23/696269/>

**Пріоритети під час війни.** Позицію уряду щодо важливості ролі кредитної підтримки економіки державними банками відображає прийняте Кабінетом Міністрів України (7.05.2022) розпорядження *«Про схвалення основних (стратегічних) напрямів діяльності банків державного сектора на період воєнного стану та післявоєнного відновлення економіки»*. Головними **пріоритетами діяльності банків** державного сектора визначено фінансування<sup>321</sup>:

– суб'єктів підприємницької діяльності та населення, які постраждали внаслідок збройної агресії РФ та/або для запобігання ними такої агресії, зокрема з метою задоволення потреб ЗСУ та інших військових формувань;

– аграрного сектора з метою продовольчого забезпечення країни, включаючи проведення посівної компанії, в тому числі суміжних галузей, які забезпечують функціонування сільськогосподарських підприємств (постачальники палива, добрив, насіння, засобів захисту рослин тощо);

– підприємств (об'єктів) критичної інфраструктури;

– харчової промисловості, продуктового ритейлу та суміжних галузей, спрямованих на продовольче забезпечення населення;

– інфраструктурних проєктів, спрямованих на відновлення/розвиток об'єктів соціальної, транспортної та критичної інфраструктури, у тому числі пошкоджених/зруйнованих унаслідок проведення бойових дій під час воєнного стану;

– транспортно-логістичної інфраструктури країни та проєктів, пов'язаних із розвитком нових логістичних рішень;

– підтримки релокації підприємств, що перебували у тих регіонах України, де велися активні бойові дії під час воєнного стану;

– виробничих потужностей для імпортозаміщення продукції, що імпортувалася з РФ та/або РБ.

<sup>321</sup> Уряд схвалив стратегічні напрями діяльності банків державного сектора на період воєнного стану та післявоєнного відновлення економіки. URL: <https://www.kmu.gov.ua/news/uryad-shvaliv-strategichni-napryami-diyalnosti-bankiv-derzhavnogo-sektoru-na-period-voyennogo-stanu-ta-pislyavoyennogo-vidnovlennya-ekonomiki>

**Накопичені проблеми, що можуть стримувати кредитну підтримку повоєнного відновлення.** У контексті реалізації поточних пріоритетів та завдань, що стоять перед банківською системою та визначатимуть темпи й обсяги кредитної підтримки повоєнного відновлення вітчизняної економіки, варто виокремити наявність *негативних тенденцій*, формування і нагромадження яких упродовж тривалого періоду (й у тому числі двох криз та пандемії) може і надалі стримувати кредитну діяльність банківських установ як драйвера економічної динаміки в Україні:

– *зниження кредитної активності банків: кредити* (залишки коштів на кінець періоду, у % до ВВП), надані депозитними корпораціями (крім НБУ) *резидентам*, зменшилися з 65,4% (2010 р.) до 19,12% (2021 р.), *приватному сектору* – з 63,41 до 18,45%, відповідно;

– *збереження регіональних диспропорцій кредитної активності банківських установ:* структура кредитів, наданих депозитними корпораціями (крім НБУ) нефінансовим корпораціям у розрізі регіонів, відображає суттєві диспропорції регіонального розвитку країни – у 2013 р. лідерами були Київська обл., м. Київ (55,2%) та Дніпропетровська обл. (20,6%); у структурі 2021 р. частки кредитів Київської обл. та м. Києва (67%), Харківської обл. (5,1%), Дніпропетровської обл. (4,6%), Одеської обл. (3,6%), Львівської обл. (3,4%) є значно більшими на фоні кредитування інших регіонів;

– *недостатнє кредитування стратегічно важливих для структурної перебудови та економічного зростання видів економічної діяльності:* найбільша частка у структурі наданих кредитів у 2021 р. належала таким ВЕД, як: «оптова та роздрібна торгівля, ремонт автотранспортних засобів і мотоциклів» – 38,9% (у 2013 р. 38,8%), «операції з нерухомим майном» – 6,7%; у той час як у глобальному світі драйвери економічного зростання отримували необхідні кредити, а в Україні: «будівництво» – 3%, «транспорт» – 4,3%; «інформатизація та телекомунікації» – 1,8%. Частка ВЕД «переробної промисловості» 19,5% у 2021 р. хоча й майже не змінилась відносно 2013 р.

(19,6%), але порівняно із 2018 р. (24,4%) зменшилась за період пандемії. Кредитна підтримка «металургійного виробництва» зменшилась – частка ВЕД у структурі за період 2013–2021 рр. скоротилась із 12,4 до 5,9%.

Серед *стримуючих системних факторів* відновлення вітчизняної економіки за допомогою кредитної підтримки БС (оскільки відбудова втрачених інфраструктурних об'єктів і запровадження нових інноваційних підприємств потребуватиме тривалого часу) є **по-перше**: *незначна частка «довгих» кредитів у практиці банківських установ*. Так, зокрема, упродовж п'яти довоєнних років 2017–2021 рр. частка кредитів, наданих нефінансовим корпораціям, терміном до одного року збільшилась із 41,4 до 55,2%, а понад п'ять років – зменшилась із 22,4 до 12,5%. У структурі кредитів, наданих домашнім господарствам за строками погашення: частка «коротких» до одного року після 2009 р. збільшилась із 9,3 до 46,1% у 2021 р., а «довгих», понад п'ять років, скоротилася за цей же період із 69,6 до 19,7%.

Серед багатьох причин цієї ситуації варто виділити *незадовільну структуру залучених коштів*, оскільки банківські пасиви залишались переважно «короткими», зокрема, частка довгострокових (понад два роки) депозитів населення за 2007–2021 рр. скоротилась із 7,6 до 1,3%. У депозитах юридичних осіб за цей період частка довгострокових зменшилась із 9 до 2,1%; при цьому частка валютних коштів за виділений проміжок зросла із 24,6 до 28%.

**По-друге**, *низький рівень надійності позичальників*, які в періоди економічної нестабільності демонструють низький рівень платіжної дисципліни. Серед причин формування цієї проблеми не тільки *високий рівень відсоткових ставок за кредитами, що є результатом жорсткої монетарної політики НБУ в рамках інфляційного таргетування*, а й *складність і нестабільність ведення бізнесу, збитковість та низька рентабельність багатьох ВЕД в умовах різких змін попиту, сповільнення економічної динаміки під час двох криз 2008–2009 рр. та 2015–2016 рр. та пандемії 2019–2021 рр.*

По-третє, системним чинником стримування банківського кредитування в Україні є наявність у банків *альтернативи використанню ресурсів на кредитування*, а саме: до війни вони збільшили інвестування в ОВДП та депозитні сертифікати НБУ, які мають фіксований рівень дохідності при низькій імовірності неповернення. Так, після зростання у номінальному вимірі кредитів, наданих нефінансовим корпораціям у 2005–2018 рр. із 106 078 до 859 740 млн грн (у структурі частка цих кредитів у розрізі секторів економіки зменшилась із 73,1 до 56,1%); за період 2019–2021 рр. ці обсяги кредитування зменшились і в номінальному обсязі – до 752 324 млн грн, і у відносному – до 41,3%. У структурі кредитів банків, наданих у 2005–2021 рр.: частка домашнім господарствам зменшилась із 24,6 до 14%; але вимоги банків до НБУ (депозитні сертифікати) збільшились із 0,1 до 11,7%; вимоги банків до центральних органів державного управління (ОВДП) збільшились із 2,3 до 33,1%.

Як підтверджує аналіз динаміки показників розвитку банківської системи, гнучка адаптація монетарної політики НБУ вже від початку війни дозволила пом'якшити шоки нестабільності і для економіки, і для банківських установ, захистити інтереси клієнтів. Незважаючи на системні ризики та зростання інфляційного тиску, Національний банк має значні резерви іноземної валюти, платіжна система стабільна, інфляція не набрала загрозливих темпів. Упродовж гострого етапу розгортання воєнних дій в Україні забезпечено фінансову стабільність, відбувається кредитна підтримка необхідних оборонних, гуманітарних, соціальних потреб<sup>322</sup>.

Чітке розуміння, що для ліквідації наслідків і вирішення проблем розвитку економіки після війни, коли Україна потребуватиме великих обсягів фінансових ресурсів<sup>323</sup>, потрібен тривалий час, підводить до висновку, що у

<sup>322</sup> Статистика фінансового сектору / НБУ. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial>

<sup>323</sup> Гордійчук Д. Для повоєнної відбудови Україні знадобиться щонайменше \$190 мільярдів – KSE. *Економічна правда*. 10 серпня 2022. URL: <https://www.epravda.com.ua/news/2022/08/10/690269/>



період відновлення, окрім зовнішньої фінансової допомоги партнерів, (яка була би більш доцільною у вигляді грантів, безоплатної допомоги, а не тільки кредитів МФО та окремих країн), упродовж тривалого часу на інвестиційні цілі реально доступними будуть власні кошти та кредитні ресурси банківської системи (репарації та заморожені активи потребують часу та юридичного оформлення). А це означає, що уже сьогодні Національному банку України, Кабінету Міністрів України, Верховній Раді України необхідно починати роботу з розроблення та впровадження комплексу заходів<sup>324</sup> щодо зниження ризиків кредитування бізнесу, які лежать у площині нормативно-правових рішень щодо захисту прав кредиторів, дієвих судових механізмів (завершення судової реформи), гарантування якості застави тощо.

**Фінансова підтримка інноваційних процесів.** Розуміння, що перспективи глобальної та національних економік визначають інновації, змушує Україну будувати свою стратегію інноваційного розвитку, що покликана формувати й регулювати функціонування інноваційної сфери. А оскільки інноваційний тип розвитку передбачає здатність економіки до безперервного вдосконалення і трансформації, то без розвиненого фінансового сектора очікувати позитивних результатів доведеться довго.

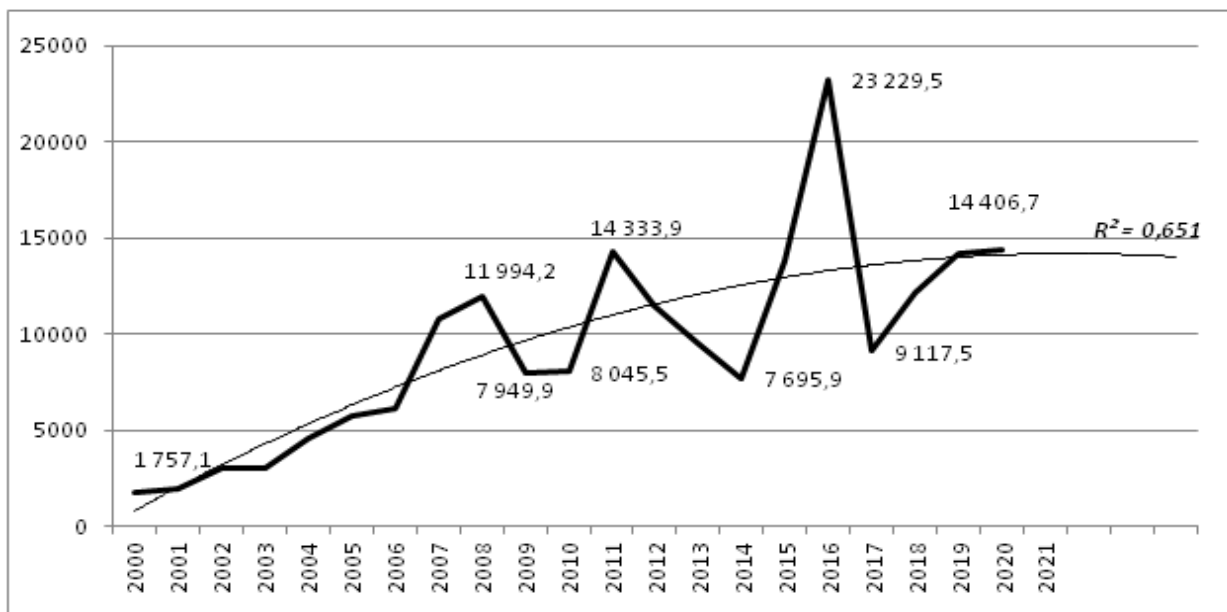
Як свідчить світовий досвід, розвиток трансформаційних процесів, які забезпечують впровадження економіки знань, розширюють перелік та традиційний зміст політики, методів та фінансового інструментарію, що використовують різні країни.

Аналіз розгортання інноваційних процесів в Україні до війни на прикладі динаміки обсягів витрат на інновації промислових підприємств (рис. 9.5), хоча й демонструє на довгостроковому часовому проміжку зростаючий з уповільненням тренд, але разом із тим свідчить про їх

---

<sup>324</sup> Гладких Д. М. Пріоритети активізації банківського кредитування в Україні / Центр економічних та соціальних досліджень Національного інституту стратегічних досліджень. URL: [https://niss.gov.ua/sites/default/files/2020-08/bankivske-kredytuvannya-1\\_0.pdf](https://niss.gov.ua/sites/default/files/2020-08/bankivske-kredytuvannya-1_0.pdf)

волатильність (нестабільність політики), що не сприяє стійкості економічного розвитку.



**Рис. 9.5.** Динаміка обсягів витрат на інновації промислових підприємств України та поліноміальний тренд показника, млн грн

Джерело: складено за даними Держстату України (<https://www.ukrstat.gov.ua>).

Серед причин – кризові явища, трансформаційний шок економіки у 2014 р., пандемія COVID-19, які негативно вплинули на плани й фінансову політику підприємств. Ці негативні чинники суттєво впливали на обсяги фінансування інновацій. Як свідчить структура джерел фінансування інноваційної діяльності промислових підприємств (табл. 9.8), ключовою є частка власних коштів, що коливалась від мінімального значення 59,4% до 97,2% і в середньому на довгостроковому проміжку 2000–2020 рр. становила 77,4%. У середньому за виділений період за рахунок коштів державного бюджету профінансовано 1,9% інновацій; коштами інвесторів-нерезидентів – 5,3%; з інших джерел – 15,3%.

Структура джерел фінансування інноваційної діяльності промислових підприємств<sup>1, 2, 3, 4</sup>

Показник	2000	2005	2010	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Витрати на інновації (млн грн.)	1 757,1	5 751,6	8 045,5	13 813,7	23 229,5	9 117,5	12 180,1	14 220,9	14 406,7
у тому числі за рахунок (%)									
коштів державного бюджету	0,4	0,5	1,1	0,4	0,8	2,5	5,2	3,9	1,9
власних коштів підприємств	79,6	87,7	59,4	97,2	94,9	84,5	88,2	87,7	85,4
коштів інвесторів нерезидентів	7,6	2,7	30,0	0,4	0,1	1,2	0,9	0,3	0,9
коштів інших джерел	12,3	9,0	9,6	2,0	4,3	11,8	5,7	8,1	11,8

<sup>1</sup> Дані за 2000–2014 рр. наведені щодо юридичних осіб та їх відокремлених підрозділів, які здійснювали промислову діяльність.

<sup>2</sup> Дані за 2014–2020 рр. наведені без урахування тимчасово окупованої території Автономної Республіки Крим, м.Севастополь та частини тимчасово окупованих територій у Донецькій та Луганській областях.

<sup>3</sup> Дані за 2015–2020 рр. наведені щодо юридичних осіб, які здійснювали промислову діяльність, із середньою кількістю працівників 50 осіб і більше.

<sup>4</sup> Дані за 2020 р. попередні.

Джерело: складено за даними Держстату (<https://www.ukrstat.gov.ua>).

Аналіз сформованих трендів динаміки фінансування інновацій вказує на необхідність активізації ролі фінансового сектора – банківської системи та фінансового ринку, адже навіть невисокі темпи розгортання інноваційного процесу в промисловості України мають важливе значення для формування ВВП. Так, наприклад, VAR-модель (9.12) впливу інновацій на ВВП України на часовому проміжку 2005–2020 р. емпірично підтверджує наявність взаємовпливу процесів фінансування інновацій промислових підприємств і формування ВВП країни. Крім того, в моделі виокремлено також і важливу роль у цьому процесі екзогенних чинників, зокрема, позитивну – зовнішньої

офіційної фінансової допомоги країні на розвиток та *негативну* – кризових процесів в економіці.

*Специфікація змінних: GDP* – ВВП України (у фактичних цінах, млн грн); *INNOV* – обсяг витрат на інновації промислових підприємств (млн. грн); *NODAR* – отримана чиста офіційна допомога на розвиток (млн грн); *KRIZA* – індикатор кризових явищ (бінарна змінна: 1 – криза, 0 – відсутність кризових явищ).

$$\begin{aligned}
 GDP &= 1.17691425704 * GDP(-1) - 0.270875427117 * GDP(-2) + 1.19413803399 * INNOV(-1) + \\
 &10.2599282199 * INNOV(-2) + 89351.6814222 + 10.1118566504 * NODAR - \\
 &206488.37735 * KRIZA \\
 INNOV &= 0.005822336289 * GDP(-1) - 0.00773873831902 * GDP(-2) - \\
 &0.0512799194197 * INNOV(-1) - 0.192694941003 * INNOV(-2) + 11492.1064884 + \\
 &0.238116086941 * NODAR - 2423.40191377 * KRIZA
 \end{aligned}
 \tag{9.12}$$

Модельна оцінка (у середньому на проміжку 2005–2020 рр.) впливу на економічну динаміку в Україні показника витрат на інновації промислових підприємств (*INNOV*), що є проксі-змінною, яка характеризує дію *фактора інновацій* у розвитку національної економіки, *є суттєвою для України*: про це свідчить декомпозиція дисперсій змінної ВВП (*GDP*) – після повільного зростання на коротко- та середньостроковому періодах внесок *INNOV* у зміни реального ВВП до 5,7%, потім його роль на довгостроковому проміжку стабілізується і становить 7,2% (табл. 9.9).

*Таблиця 9.9*

**Декомпозиція дисперсій змінної ВВП України (GDP)**

<b>Variance Decomposition of GDP:</b>			
<b>Період</b>	<b>S.E.</b>	<b>GDP</b>	<b>INNOV</b>
1	132528.0	100.0000	0.000000
2	204649.6	99.94884	0.051165
3	256306.5	96.88712	3.112875
4	295764.6	94.93987	5.060133
5	322193.8	94.32102	5.678975
10	364593.7	92.95215	7.047845
20	368662.9	92.81022	7.189777

*Джерело:* авторські розрахунки з використанням пакета Eviews 9.0.

Світова практика показує, що, залежно від вибору моделі соціально-економічного розвитку, національних особливостей, драйверами економічного зростання для різних країн на різних часових проміжках

виступають різні інновації. Рівень розвитку фінансової сфери значною мірою визначає, яку модель і стратегію розвитку обирає країна. Вибір еволюційного чи революційного шляху розвитку відображається у відповідній концепції фінансування інновацій, яка враховує основні цілі та завдання, а також специфіку національної інноваційної системи. Саме тому важливим кроком у розбудові інноваційної моделі розвитку України стало розроблення і затвердження Національним банком «*Стратегії розвитку фінтеху в Україні до 2025 року*» – план створення повноцінної фінтех-екосистеми з інноваційними фінансовими сервісами та доступними цифровими послугами, що ґрунтується на ключових напрямках, заданих «*Стратегією розвитку фінансового сектора України до 2025 року*»<sup>325</sup>.

Загалом, оцінюючи роль фінансових факторів у забезпеченні економічному розвитку України, *варто зазначити таке*:

– у сучасних умовах глобальних трансформаційних перетворень оцінка макроперспектив розвитку національної економіки залежить не тільки від дії фундаментальних факторів капіталу і праці, науково-технічного прогресу, але значною мірою є результатом впливу фінансових чинників. Емпіричний аналіз підтвердив, що фінанси є важливою домінантою економічних відносин, а фінансовий розвиток – основою забезпечення стійкого економічного розвитку України;

– для вітчизняного банківського сектора, що адаптувався до роботи в умовах воєнного стану, ключовими і у період повоєнного відновлення України залишатимуться завданнями забезпечення фінансової стабільності та кредитної підтримки економіки на основі збереження довіри до банківських установ, зниження ризиків як для кредиторів, так і для позичальників;

---

<sup>325</sup> Стратегія розвитку фінансового сектору України до 2025 року / НБУ. URL: [https://bank.gov.ua/admin\\_uploads/article/Strategy\\_FS\\_2025.pdf?v=4](https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Strategy_FS_2025.pdf?v=4);  
Стратегія розвитку фінтеху в Україні до 2025 року / НБУ. URL: <https://bank.gov.ua/ua/about/develop-strategy/fintech2025>

– за відсутності достатніх внутрішніх фінансових ресурсів для вирішення нагальних потреб під час широкомасштабної агресії РФ проти України, міжнародна фінансова допомога забезпечила фіскальну стійкість країни та надала можливість вирішувати гострі гуманітарні проблеми. У повоєнний період іноземний капітал, що у різних формах надходитиме в Україну, не тільки посилить фінансові можливості для відновлення, а й може стати тригером проведення структурних реформ, розширити потенціал розвитку вітчизняної економіки;

– зважаючи на статистичне й емпіричне підтвердження суттєвої залежності розвитку української економіки від зовнішніх чинників впливу, що мають як позитивні, так і негативні ефекти в контексті фінансової стабільності та макрореспектив розвитку, слід підкреслити факт, що роль іноземного інвестора в підтримці інноваційної діяльності залишається низькою. Змінити ситуацію може реалізація державної стратегії інноваційного розвитку, що передбачатиме стимулюючий вплив податкової системи і розширення впровадження різноманітних фінансових інструментів для фінансування високоризикових інноваційних проєктів на всіх стадіях розвитку інноваційних компаній, а також інновацій, що пропонуються споживачами;

– роль фінансових детермінант в економічному розвитку України є значно меншою, ніж у розвинених держав та країн, що вийшли на траєкторію стійкого зростання. На фоні глобальної фінансіалізації сучасна динаміка фінансового розвитку демонструє нестабільність та уповільнення, а тренди співвідношень, які характеризують структуру фінансової системи, вказують на слабкість вітчизняного фондового ринку. Для посилення впливу фінансових факторів на забезпечення ендogenous розвитку економіки це потребуватиме від України активних кроків щодо виконання програми фінансової інклюзії і розвитку фінтех, реалізації стратегії розвитку фінансового ринку.