



<https://doi.org/10.15407/economyukr.2022.12.051>

УДК 336:330.35

JEL: E51, G21, G23

Ю.І. ШАПОВАЛ, канд. екон. наук,  
науковий співробітник відділу грошово-кредитних відносин  
ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України»  
вул. Панаса Мирного, 26, 01011, Київ, Україна  
e-mail: shapoval@nas.gov.ua  
ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-9965-5522>

## ФІНАНСОВА ГЛИБИНА ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ: СЕКТОРАЛЬНИЙ РОЗРІЗ \*

*З'ясовано сутність фінансової глибини економіки і узагальнено показники її вимірювання. Оцінено рівень фінансової глибини економіки України з позиції монетизації економіки, банківських і небанківських активів й зобов'язань, обсягу операцій на ринку капіталу. Серед виявлених секторальних диспропорцій фінансової глибини української економіки відзначено банкоцентричність, відсутність «довгих» фінансових ресурсів і фінансових інструментів з високими інвестиційними властивостями попри розширення доступу до фінансових установ і реформування фінансового сектору протягом останнього десятиліття. Розкрито напрями покращення формування фінансової глибини економіки України.*

**Ключові слова:** фінансовий розвиток; банки; небанківські установи; ринок капіталу; активи; зобов'язання; кредити; депозити; цінні папери.

Повоєнне відновлення економіки України залежить не тільки від джерел фінансування, а й від якісної трансформації, спрямованої на посилення її стійкості до майбутніх потрясінь, оскільки завершення воєнного стану не означатиме зникнення ризику виникнення нових військових подій на території України. Глибина фінансових ринків і доступ до фінансових установ є одними з ключових факторів формування резильєнтної економіки, яка здатна протистояти негативним фінансовим потрясінням, швидко відновлюватись і продовжувати функціонувати в умовах значної варіативності криз, що можуть мати економічну, політичну, військову, природну та інші першооснови. Відповідно розуміння змінних, які посилюють або гальмують взаємо-

\* Статтю підготовлено в рамках наукового проекту «Взаємозв'язок фінансової глибини та економічного зростання в Україні» (№ державної реєстрації 0121U110766).

зв'язок між фінансовим і економічним розвитком, формує уявлення про можливості використання фінансової глибини в інтересах повоєнного відновлення економіки України.

Отже, **мета статті** — визначити особливості формування фінансової глибини економіки України в секторальному розрізі.

Згідно з даною метою сформульовано такі завдання: з'ясувати сутність поняття «фінансова глибина економіки» і показники її вимірювання; узагальнити тенденції індикаторів глибини банківського й небанківського секторів, ринку капіталу в Україні; визначити напрями подолання диспропорцій у формуванні фінансової глибини.

Інструментом дослідження є секторальний розріз фінансового розвитку України, що дозволяє ідентифікувати тенденції компонентів фінансової глибини економіки. Так, методологічний підхід, заснований на побудові економетричних моделей для окремих країн, значною мірою нівелює національні особливості країн, оскільки орієнтований на групові узагальнення. З огляду на це, поданий структурний аналіз фінансової глибини за активами і зобов'язаннями оцінює особливості функціонування окремих сегментів фінансового сектору протягом 2000—2022 рр. задля розкриття рівня їх розвитку з точки зору їх ефективності у фінансовому забезпеченні економіки.

## ПРОЯВИ ФІНАНСОВОЇ ГЛИБИНИ ЕКОНОМІКИ

Фінансове поглиблення є процесом, який має на меті збільшення кількості й якості фінансових інструментів та інститутів. Дж. Герлі й Е. Шоу [1] одними з перших стверджували, що фінансове поглиблення демонструє послаблення кредитних обмежень, інтенсивне використання зовнішнього фінансування, зменшення перекручень на кредитному ринку і зростання фінансової активності у фінансовій структурі, які супроводжують економічний розвиток. Згодом, Е. Шоу додав, що фінансове поглиблення означає накопичення фінансових активів швидшими темпами, ніж нефінансових активів і виробництва [2]. При емпіричній перевірці взаємозв'язку фінансової глибини і економічного розвитку науковці, зокрема Р. Левін, використовують фінансову глибину як показник розміру фінансових посередників, який дорівнює співвідношенню кредитів, наданих банками та іншими фінансовими установами приватному сектору, до ВВП [3] і співвідношенню ліквідних зобов'язань фінансової системи до ВВП [4]. Фахівці Світового банку<sup>1</sup> визначають фінансову глибину як узятий разом розмір банків, інших фінансових установ і фінансових ринків у країні, порівнянний з показником економічного виробництва. Показники фінансової глибини відображають в основному масштаби фінансової діяльності: відношення широкої грошової маси до ВВП, тобто ступінь насиченості економіки грошима; співвідношення внутрішнього кредиту, наданого фінансовими установами приватному сектору, до ВВП і депозитів до ВВП, тобто рівень мобілізації заощаджень і кредитування;

<sup>1</sup> Financial depth. *The World Bank*. URL: <https://www.worldbank.org/en/publication/gfdr/gfdr-2016/background/financial-depth> (дата звернення: 01.11.2022).

співвідношення капіталізації фондового ринку до ВВП [5]. У цілому, згідно з дослідженнями напряму «фінанси — економічне зростання», фінансова глибина вказує на запас фінансових активів і зобов'язань у економіці порівняно з річним обсягом виробництва.

Наразі поняття «фінансова глибина» вже вийшло за межі традиційної концепції кількісних показників. Фінансова глибина економіки є результативною характеристикою фінансового розвитку, яка демонструє насиченість економіки фінансовими інструментами та інститутами, що дозволяє оцінити здатність фінансової системи перерозподіляти фінансові ресурси для досягнення стійкого економічного розвитку країни [6]. Концепція фінансового поглиблення полягає в збільшенні розміру й активності банківського, небанківського секторів і ринку капіталу шляхом розширення й ускладнення їх діяльності з метою ефективною мобілізації наявних у економіці заощаджень і перетворення їх на продуктивні інвестиції.

Згідно з поширеним нині твердженням у науковому дискурсі, позитивний та лінійний взаємозв'язок між фінансовим розвитком і економічним зростанням існує (Т. Бек та інші [7]), але його характер не очевидний. Так, хоча загальноприйнятим вважалося, що краще функціонування фінансових установ і ринків збільшує рівень фінансової глибини, такі науковці, як Дж. Арканд та інші [8], С. Лоу і Н. Сінгх [9], Л. Гамбакорта та інші [10], Р. Сахай та інші [11], обґрунтували наявність порогового значення, після досягнення якого подальше фінансове поглиблення не сприяє економічному зростанню, а може навіть сповільнювати його (гіпотеза «занадто багато фінансів»). Зокрема, Чжу [12] виявив значний вплив фінансового розвитку на ринкову конкуренцію після перевищення певного рівня фінансової глибини протягом 1989—2010 рр. Дерегуляція ринку капіталу сприяє конкуренції на товарних ринках у країнах з низьким рівнем фінансового розвитку. Однак такі позитивні ефекти зникають з поглибленням кредитних і фондових ринків.

Структура фінансового сектору є вагомим чинником того, як фінансовий розвиток впливає на загальну продуктивність факторів виробництва і накопичення капіталу. На початкових етапах економічного розвитку банки відіграють провідну роль у сприянні економічному зростанню, оскільки саме вони забезпечують пропозицію стандартних фінансових продуктів з низькою собівартістю, за допомогою використання яких фінансуються інвестиційні проекти з невеликим рівнем ризику. В міру переходу економіки з категорії «економіка, що розвивається» до категорії «розвинута економіка» підприємці починають потребувати ширшого набору фінансових інструментів. І тут починає розвиватися ринок капіталу, який пропонує нестандартні фінансові механізми реалізації ризикованіших і складніших інвестиційних проектів. Крім того, фінансова глибина банків, небанківських установ і ринку капіталу відрізняється за своїм впливом на коливання ділового циклу під час фінансової кризи. Так, Л. Гамбакорта та інші [10] відзначають, що банки надають кредити під час «нормального» спаду, але ця здатність амортизувати шоки послаблюється в період фінансових криз. Негативні наслідки рецесії важче переносяться в країнах з банкоцентричною фінансовою системою, ніж з ринковою. Тим часом останнє дослідження Т. Бека [13] виявило, що форму-

вання ліквідності банками позитивно пов'язано з економічним зростанням через стимулювання матеріальних інвестицій, але не сприяє зростанню в країнах з високою часткою інноваційних галузей, які покладаються переважно на нематеріальні активи. Отже, банківське кредитування має обмежений вплив на економічний розвиток, оскільки не сприяє переходу економіки країни до категорії «економіка, що базується на знаннях».

До того ж, як зазначають Ф. Аллен та інші [14], вплив фінансової структури на економічне зростання залежить від загального розвитку реального сектору економіки та інституціонального середовища. Стрімке збільшення тіньових банківських операцій сприяє економічному зростанню, але при цьому створює додаткові ризики для фінансової системи і реального сектору економіки. Так само Е. Кавалларо та І. Віллані [15] довели, що протягом 1995—2017 рр. вплив фінансового розвитку на зростання був негативним для фінансово розвинутих країн з високим рівнем доходу. Ймовірність наближення до вищого щабля економічного зростання, коли рівень фінансового розвитку підвищується, залежить від початкового рівня доходу економіки і наявності інституцій. За словами Н. Лоайза та інших [16], «темний бік» фінансового розвитку може виникнути, якщо фінансове поглиблення сприяє розвитку послуг з нижчим потенціалом зростання (наприклад, кредитування домогосподарств, а не підприємств); призводить до неправильного розподілу трудових ресурсів (наприклад, «утеча мізків» до сфери фінансових послуг) і підвищеної вразливості до фінансових криз. Разом з тим програми кількісного пом'якшення, які активно використовують центральні банки розвинутих країн для боротьби з економічними кризами, не завжди спричиняли зростання кредитування реального сектору. Так, дослідники Банку Англії [17], оцінюючи вплив програми купівлі активів (APP), установили, що в банківському секторі Великої Британії основними реципієнтами кількісного пом'якшення (quantitative easing — QE) були банки з низькою капіталізацією. Вони перерозподіляли отриману дешеву ліквідність у рамках програм QE1 та QE2 в інструменти з високою прибутковістю і меншим ризиком, такі як державні цінні папери, але не збільшували кредитування реального сектору економіки.

Отже, вплив фінансової глибини на економічне зростання залежить від оптимальної структури фінансової системи, тобто вагомості й взаємодії її секторів. Базуючись на тому, що фінансова глибина економіки відображає співвідношення розміру й структури фінансового сектору і обсягів виробництва в країні, секторальний аналіз за активами і зобов'язаннями демонструє здатність банківського, небанківського секторів і ринку капіталу ефективно перерозподіляти фінансові ресурси на підтримку економічного розвитку.

## **ФІНАНSOVA ГЛИБИНА БАНКІВСЬКОГО СЕКТОРУ УКРАЇНИ**

**Монетизація економіки.** Це важливий фактор економічного розвитку країни, адже її зростання традиційно пов'язується з розвитком фінансового сектору. Так, сповільнення темпу приросту широких грошей (M3) (у 2009 р. становив -5,5%, 2014 р. — 5,3%, 2015 р. — 3,9%, 2018 р. — 5,7%) вказувало на

зменшення ресурсної бази банків для кредитування. Незважаючи на пандемію, у 2020 р. левову частку зростання широких грошей забезпечило збільшення депозитів (крім готівки), а саме коштів до запитання на банківських рахунках. Зростання **співвідношення широких грошей (М3) до ВВП** до 2013 р. (62%) характеризувало позитивні тенденції в економіці й наближення характеристик грошового ринку України до аналогічних показників інших країн, що розвиваються. Водночас збільшення співвідношення широких грошей до ВВП не завжди супроводжувалося відповідним нарощуванням кредитування приватного сектору. З 2014 р. рівень монетизації економіки став падати і у 2021 р. становив лише 37,9%, що свідчить про погіршення забезпечення коштами економіки України.

Періоди зростання **співвідношення грошової бази до ВВП** (у 2009 р. — 20,6%, 2010 р. — 20,9%, 2013—2014 рр. — 21%, 2020 р. — 14,1%) свідчили про те, що підвищення монетизації економіки не підкріплювалося зростанням ВВП у кризові періоди. У свою чергу, зменшення співвідношення грошової бази до ВВП (у 2006 р. — до 17,2%, 2011 р. і 2012 р. — відповідно, 18,5 і 18,2%, 2015 р. — 16,9%, 2018 р. і 2019 р. — відповідно, 12,2 і 12%, 2021 р. — 12,1%) було наслідком рестрикційної грошово-кредитної політики НБУ або поліпшення динаміки ВВП у зв'язку з виходом з економічної кризи. Пришвидшення темпу приросту грошової бази (у 2013 р. — 20,3% і 2020 р. — 24,8%) демонструвало емісію готівкової гривні в кризові періоди, оскільки основним компонентом грошової бази виступає готівка і меншою мірою кошти на резервних рахунках у НБУ. Зростання грошової бази головним чином реалізується через валютні інтервенції. В умовах монетизації дефіциту бюджету 2022 р. додатково випущена гривнева маса (за рахунок купівлі воєнних ОВДП) абсорбується з обігу через депозитні сертифікати і валютні інтервенції. Так, НБУ продає міжнародні валютні резерви (у тому числі валюту, яку уряд отримує як міжнародну фінансову допомогу) і вилучає гривневу ліквідність у банків на міжбанківському валютному ринку. Як результат, грошова маса зростає повільніше, ніж емісія НБУ.

У цілому, рівень монетизації економіки України є досі низьким і демонструє недостатню забезпеченість економіки грошовою масою. Водночас швидше зростання монетизації порівняно із зростанням ВВП, за існуючої потреби підприємств у кредитуванні, засвідчує, що більша частина коштів інвестується не в реальний сектор економіки, а у фінансовий ринок.

**Активи банківського сектору.** Протягом 2005—2008 рр. приплив зовнішнього капіталу забезпечив високі темпи приросту банківських кредитів і в цілому банківських активів (у 2005 р. — відповідно, 61,2 і 59,2%, 2006 р. — 72,3 і 59,1%, 2007 р. — 80,2 і 76,2%, 2008 р. — 63,2 і 54,5%). У некризові періоди (протягом 2000—2008 рр., 2011 і 2013 рр.) темп приросту банківських кредитів сповільнювався, незважаючи на високий темп нарощування банківських активів. З 2014 р. **співвідношення активів банків до ВВП** стрімко зменшувалося (з 83,0 до 37,6% у 2021 р.), що вказувало на істотне зниження значимості банків для економіки. Незважаючи на зростання **співвідношення активів НБУ до ВВП** у 2015 р. (50,7%) і 2016 р. (46,5%), що свідчило про збільшення рефінансування комерційних банків, у ці роки не спостерігалось аналогічного зростання кредитування реального сектору економіки. У 2021 р.

динаміка банківського кредитування відновилося (темپ приросту банківських активів — 12,6%, а темп приросту банківських кредитів — 10,9%) після спаду у 2020 р., обумовленого наслідками пандемії COVID-19, коли темп приросту банківських активів був 22,1%, а темп приросту банківських кредитів становив –7%. Відтак, зниження рівня фінансової глибини економіки України розпочалося з сповільнення банківського кредитування після світової фінансової кризи і вітчизняної банківської кризи 2014 р.

До світової фінансової кризи 2008—2009 рр. **співвідношення банківських кредитів до ВВП** зростало, сягнувши 80% у 2008 р. При цьому темп приросту банківських кредитів у декілька разів перевищував зростання ВВП, що було позитивним явищем. Після світової фінансової кризи співвідношення банківських кредитів до ВВП помітно скорочувалося протягом 2009—2012 рр. і починаючи з 2014 р., хоча мало місце зростання обсягу банківських кредитів у абсолютному вираженні. Так, у 2021 р. співвідношення банківських кредитів до ВВП зберігалося на низькому рівні — 19,5%. У 2022 р. банківське кредитування зростає лише за рахунок державної програми «Доступні кредити 5-7-9%», тоді як у групі приватних вітчизняних та іноземних фінансових установ відбувається зменшення кредитного портфеля. В умовах війни 2022 р. загальний рівень проблемних кредитів (NPL) став зростати — з 27,1% з початку поточного року до 35,5% станом на 1 листопада 2022 р.

Однією з причин відставання темпів зростання банківських кредитів від темпів зростання банківських активів є вищі (починаючи з 2010 р.) темпи зростання банківських вкладень у цінні папери. Якщо у 2009 р. **співвідношення вкладень банків у цінні папери до ВВП** становило 4,2% (темپ приросту зменшився до –3,1%), то у 2020 р. — 18,7% (темп приросту сягнув 46,7%). Водночас суттєве зростання обсягів купівлі банками ОВДП з 2016 р. свідчить не стільки про поглиблення ринку державного боргу, скільки про рекапіталізацію банків. Однак у 2022 р. відбулося падіння таких інвестицій з огляду на більшу привабливість депозитних сертифікатів НБУ. Незначні темпи зростання банківських вкладень у ОВДП є наслідком як низького рівня їх доходності, так і грошово-кредитної політики НБУ, націленої на створення емісійних доходів банкам шляхом розміщення вільної банківської ліквідності в овернайт депозитні сертифікати НБУ з вищим рівнем доходності.

Пікові значення **співвідношення кредитів фізичних осіб до ВВП** спостерігалися у 2013 і 2014 рр. — відповідно, 29,6 і 26,2%, а **співвідношення обсягу корпоративних кредитів до ВВП** — відповідно, 16 і 16,5%. Протягом наступних років відбулося зменшення банківської кредитної глибини (у 2021 р. — до 13,3% за першим показником і до 13,9% — за другим).

Основна частина залучених банками ресурсів направляється на кредитування юридичних осіб (станом на серпень 2022 р. частка корпоративних кредитів становила 76,4%). Утім протягом 2006—2009 рр., з розвитком сегментів споживчого та іпотечного кредитування, відбулися певні зрушення в структурі кредитування на користь фізичних осіб (у 2008 р. частка кредитів фізичних осіб склала 33,9%). Значна частина цих коштів була направлена в сегмент споживчого кредитування (станом на серпень 2022 р. частка банківських споживчих кредитів, наданих фізичним особам, дорівнювала 83,2%, тоді як іпотечних кредитів — 12%). Такий перерозподіл кредитних ресурсів обмежує

фінансування інвестиційно-інноваційного розвитку української економіки. До 2009 р. банки нарощували довгострокове кредитування, однак після 2010 р. спостерігається зростання короткострокових кредитів: частка банківських корпоративних кредитів строком до 1 року зросла з 41,4% у 2007 р. до 56,5% станом на серпень 2022 р.; частка банківських кредитів фізичних осіб строком до 1 року зросла з 9,3% у 2009 р. до 46,6% станом на серпень 2022 р.

Таким чином, протягом останніх років банківська система України демонструвала зменшення обсягів корпоративного кредитування і незначне збільшення кредитування населення на тлі скорочення частки іпотечних кредитів і зростання частки споживчих кредитів. У 2022 р. корпоративне кредитування зростає виключно за підтримки держави, роздрібне кредитування скоротилось, іпотечне — припинилось.

**Капітал і зобов'язання банків.** Поступова зміна банківського законодавства і його адаптація до міжнародних стандартів сприяли зростанню з 2000 р. *співвідношення капіталу банків до ВВП*. Протягом 2006—2008 рр. темп приросту капіталу банків (у 2006 р. — 67,2% і 2008 р. — 71,4%) значно пришвидшився в основному завдяки припливу іноземного капіталу, що було пов'язано не стільки з позитивними змінами у вітчизняній економіці, скільки з можливістю отримання швидких прибутків. Так, протягом 2006—2008 рр. частка банківських кредитів фізичним особам зросла, відповідно, з 28,9 до 33,9%. У період 2014—2015 рр. в умовах банківської системної кризи відбувалося скорочення кількості діючих банків, отже, і обсягів їх капіталів. Зокрема, протягом 2014—2016 рр. 84 банки (зі 180 станом на 1 січня 2014 р.) були визнані неплатоспроможними, при цьому їх активи становили майже третину активів усієї банківської системи. Однак у 2017—2021 рр. українським банкам нарешті вдалося досягнути позитивної динаміки темпу приросту банківського капіталу.

Збільшення ресурсної бази для довгострокового кредитування за рахунок зростання зобов'язань банків спостерігалось лише до 2009 р. Такі високі темпи приросту зобов'язань (власне депозитів) були обумовлені стабілізацією курсу гривні після кризи 1998 р. Так, якщо у 2008 р. *співвідношення зобов'язань банків до ВВП* становило 81,4%, то у 2021 р. — 32,9%.

**Депозити банків.** До вітчизняної системної банківської кризи 2014 р. *співвідношення зобов'язань банків за коштами суб'єктів господарювання і фізичних осіб, залученими на депозитні рахунки, до ВВП* стрімко зростало. З позиції формування довгострокових джерел кредитних ресурсів депозити на вимогу на поточних рахунках як у національній, так і в іноземній валюті переважають у структурі депозитів. Якщо до 2014 р. депозити фізичних осіб формували основну частку в залучених банківською системою коштах, то з 2014 р., після скорочення кількості банків, спостерігається усталена тенденція до зростання частки коштів суб'єктів господарювання.

Банківські зобов'язання залишаються переважно на вимогу, що є негативним явищем, адже довгострокові депозити виступають джерелом ресурсів для довгострокового кредитування. Так, частка строкових коштів суб'єктів господарювання становила у 2013 р. 44,6%, а станом на серпень 2022 р. — лише 15,1%, тоді як частка строкових коштів фізичних осіб дорівнювала, відповідно, 80,9 і 34,1%. Таким чином, більшість депозитів на вимогу серед

як підприємств, так і населення свідчить про незадовільну структуру залучених коштів і, як результат, про ризики в банківському фондуванні.

Воєнні ризики 2022 р. не надто сприяють зростанню довгострокових депозитів, тим паче на умовах без права дострокового зняття в ситуації воєнного стану. Відсоткові ставки на внутрішньому ринку запозичень (заощаджень) залишаються доволі низькими (у середньому 11% річних за строковими депозитами банків). Незважаючи на зростання ставок за депозитами фізичних осіб у гривні (зростання середніх тримісячних гривневих ставок на 5 відсоткових пунктів за час дії 25-відсоткової облікової ставки), їх дохідність залишається набагато нижчою за рівень інфляції. Середні ставки за депозитами фізичних осіб у валюті перебувають на історичному мінімальному рівні — нижче 1%. У 2022 р. приплив коштів до банків відбувається лише на поточні рахунки. Депозити на вимогу забезпечили зростання загального обсягу депозитів у 2022 р.: станом на серпень частка депозитів суб'єктів господарювання на вимогу перевищила 84,9%, а частка депозитів фізичних осіб на вимогу — 65,9%. Підвищення облікової ставки не сприяло переміщенню коштів населення і бізнесу з депозитів на вимогу на строкові депозити. Відтак, поточна структура банківського фондування не сприяє довгостроковому фінансовому забезпеченню реального сектору економіки.

Отже, зростання монетизації економіки, співвідношення активів, капіталу і зобов'язань банків щодо ВВП демонструвало нарощування фінансової глибини банківського сектору України до світової фінансової кризи. Так, значне зростання обсягу депозитів забезпечило зростання кредитних можливостей банків до 2008 р. Відтоді глибина банківського сектору України характеризується стагнацією кредитування суб'єктів господарювання і домогосподарств, при цьому скорочується частка довгострокових кредитів. Водночас серед депозитів суб'єктів господарювання і домогосподарств переважають депозити на вимогу, а серед кредитів суб'єктів господарювання і домогосподарств — корпоративні. Основним драйвером зростання обсягів кредитування домогосподарств виступає споживче кредитування, тобто невеликі незабезпечені кредити. Іпотечні кредити складають невелику частку банківських кредитів фізичних осіб. Незважаючи на поступове зростання ставок за гривневими депозитами, їх рівень залишається значно нижчим за облікову ставку і не створює достатніх стимулів для збільшення довгострокових заощаджень. Протягом останніх років банки зменшували корпоративне кредитування, збільшуючи частку інвестицій у цінні папери. Водночас в умовах війни банки втратили інтерес до ОВДП через нижчі ставки порівняно з вищими ставками за депозитними сертифікатами НБУ. Відтак, вільні банківські ресурси не направляються в кредитування реального сектору, а лише перерозподіляються на користь короткострокових цінних паперів.

## **ФІНАНСОВА ГЛИБИНА НЕБАНКІВСЬКОГО СЕКТОРУ УКРАЇНИ**

Від початку 2000-х років, із створенням органу з нагляду та контролю за небанківськими фінансовими установами і відповідної законодавчої бази, почали зростати й обсяги надання небанківських послуг. Водночас частка ак-



тивів небанківських установ у активах фінансового сектору не змінюється з 2017 р. і станом на 1 жовтня 2022 р. перебувала на рівні 11,9%, що підтверджує банкоцентричну модель фінансового сектору України.

До 2008 р. найбільшу вагу в небанківському секторі мали страхові компанії, активи яких у 2005 р. становили 83% усіх небанківських активів. Однак після світової фінансової кризи їх частка скоротилася (до 23,6%, або 65,56 млрд грн станом на II квартал 2022 р.). Активи кредитних спілок так само зростали до світової фінансової кризи, а відтоді відбувається їх зменшення: якщо у 2007 р. частка активів становила 5,26 млрд грн, або 12,7%, то у II кварталі 2022 р. — вже 1,63 млрд грн, або 0,6%. Водночас падіння обсягів активів страхових компаній і кредитних установ компенсувалося зростанням ринку ломбардних послуг, фінансових компаній і недержавного пенсійного забезпечення. З 2008 р. частка активів фінансових компаній стрімко зростала (до 73,2%, або до 203,66 млрд грн станом на II квартал 2022 р.) за рахунок активної діяльності лізингових компаній. Проте цей сегмент є найменш регульованим. Так само динамічний розвиток ломбардів мав місце саме в посткризовий період: якщо у 2009 р. їх активи становили 0,62 млрд грн, то у II кварталі 2022 р. — вже 3,48 млрд грн, при цьому їх частка активів залишилася на рівні 1,3% (найбільше зростання відбулося протягом 2016—2017 рр.). Активізація ломбардів і фінансових компаній на ринку споживчого кредитування на тлі згортання активності банків і кредитних спілок обумовлена нижчими, ніж у банків, стандартами контролю за надійністю клієнтів. Хоча обсяг активів недержавних пенсійних фондів з 2008 р. почав зростати (у 2007 р. — 0,28 млрд грн, або 0,7%, а у II кварталі 2022 р. — вже 3,79 млрд грн, або 1,4%), їх рівень залишається незначним.

У 2014—2015 рр. збільшення обсягів активів усіх небанківських установ зупинилося через анексію Криму і початок війни на сході України. Кількість страхових компаній, кредитних спілок, ломбардів зменшувалась, оскільки ці учасники небанківського фінансового ринку не вели професійної діяльності понад шість місяців (адже місця їх реєстрації опинилися на тимчасово окупованих територіях, а законодавство не дозволяло виключити їх з реєстру) або прийняли рішення анулювати ліцензії. Протягом 2017—2018 рр. динаміка обсягу активів усіх типів фінансових посередників демонструвала зростання попри суттєві відмінності між темпами зростання різних сегментів небанківського сектору, що свідчило про значний потенціал для нарощування небанківської фінансової активності. Однак протягом 2019—2021 рр., у результаті регуляторних дій НКЦПФР з очищення ринку, було виведено ненадійні компанії, при цьому спостерігався активний паралельний процес створення нових фінансових посередників. У межах реформи «СПЛІТ»<sup>2</sup> з 1 липня 2020 р. НБУ перебрав на себе функції регулятора ринку небанківських фінансових послуг: страхових, лізингових, факторингових компаній, кредитних спілок, ломбардів та інших фінансових установ. У 2020—2021 рр. НБУ удосконалив правила роботи, порядок і умови допуску на ринок небанківських фінансових установ (ліцензування, розкриття

<sup>2</sup> НБУ прийняв повноваження з регулювання ринків небанківських фінпослуг. *Укрінформ*. 2020. 01 лип. URL: <https://www.ukrinform.ua/rubric-economy/3054672-nbu-prijnav-povnovazenna-z-reguluvanna-rinkiv-nebankivskih-finposlug.html> (дата звернення: 01.11.2022).

структур власності, звітності, безвиїзного нагляду, інспекційних перевірок, оцінки ризиків, застосування заходів впливу тощо), і трансформація ринку небанківських фінансових послуг продовжилася переважно шляхом добровільного виходу з ринку низки неактивних фінансових компаній. У 2022 р. повномасштабне вторгнення РФ на територію України зупинило ринок небанківського кредитування: обсяги основних небанківських фінансових послуг стали скорочуватися в усіх сегментах. У II кварталі 2022 р. НБУ відновив заходи впливу для небанківського сектору за неподання звітності, порушення окремих фінансових нормативів і здійснення ризикової діяльності. У цілому, попри коронакризу і реформування (зменшення кількості небанківських установ), небанківські фінансові установи продовжили нарощувати обсяги операцій, при цьому здебільшого йдеться про фінансові компанії: якщо у 2019 р. їх активи становили 236 млрд грн, то станом на II квартал 2022 р. — 278,13 млрд грн.

До початку світової фінансової кризи **страхові компанії** характеризувалися в Україні динамічним розвитком. Проте після 2008 р. деякі з них згорнули свою діяльність. У посткризовому періоді лише у 2013 р. сума зібраних страхових премій перевищила рівень 2008 р. (28,7 млрд грн проти 24 млрд грн). Після світової фінансової кризи і вітчизняної банківської кризи 2014—2015 рр. кількість страхових компаній і обсяг їх активів невпинно скорочувалася. У 2020 р. через невиконання багатьма компаніями вимог із забезпечення платоспроможності відбувся вихід низки гравців з ринку за власним бажанням. Однак ці масові банкрутства не мали ефекту, що вказує на значну кількість кептивних страховиків і низький рівень страхових послуг. Так, рівень проникнення страхових послуг (співвідношення валових страхових премій до ВВП) є досить низьким — близько 0,94% у 2021 р. (а має бути щонайменше 2%). Так само невисокою залишається щільність страхування (співвідношення валових страхових премій до кількості населення): у 2021 р. одна особа витрачала на страховий захист у середньому 45,66 дол. Разом з тим кризи, які призвели до скорочення кількості й обсягів активів страхових компаній, не вплинули на збільшення валових страхових премій (залучених ресурсів) і виплат завдяки зменшенню ненадійних установ і посиленню регуляторного тиску стосовно більш коректної оцінки активів. У результаті рівень страхових виплат (співвідношення валових страхових виплат до валових страхових премій) підвищився до 34% (станом на II квартал 2022 р.). У цілому, хоча ринок страхових послуг за обсягом активів є значним у небанківському секторі, але він не здатний чинити вплив на економіку з огляду на низький рівень споживання населенням страхових послуг.

Незначний за обсягом активів сегмент **кредитних спілок** виявився найуразливішим до кризових явищ 2008, 2014 і 2020 рр., коли обсяги активів і кількість кредитних спілок продовжували скорочуватися. Коронакриза найбільше позначилася саме на секторі кредитних спілок, погіршення якості активів яких через неповернення кредитів позичальниками призвело до збитків. Зокрема, протягом 2020—2021 рр. зниження платоспроможності позичальників і заборона нарахування штрафів за несвоєчасне обслуговування позик спричинили погіршення якості кредитного портфеля. Активи кредит-

них спілок скорочувалися через постійне зменшення як загальної кількості, так і чисельності «активних» членів кредитних спілок (тих, хто користуються їх послугами). Водночас розгалуженість кредитних спілок є незначною, незважаючи на розташування у віддалених населених пунктах, де не функціонують інші фінансові установи. Крім того, кредитні спілки не надають онлайн-послуг з дистанційного кредитування через обмеженість ресурсів для технологічного розвитку. Свою діяльність вони здійснюють лише частково за рахунок депозитних джерел. Так, їх кредитний портфель майже в два рази перевищує депозитний: станом на II квартал 2022 р. співвідношення обсягів кредитів і депозитів становило 1,7%. Отже, динаміка кредитування кредитними спілками прямо залежить від внесків їх членів.

На відміну від кредитних спілок, **фінансові компанії** надають послуги з дистанційного кредитування. З 2017 р. спостерігається бум зростання як їх кількості, так і обсягу їх активів. Невеликі за розміром короткострокові споживчі кредити формують значну частку кредитного портфеля фінансових компаній, що свідчить про зростання популярності мікрокредитів серед українців. З 2017 р. обсяг наданих фінансовими компаніями кредитів зростає, незважаючи на пожорсткішання умов кредитування. Крім того, обсяги факторингових операцій стрімко збільшуються, в основному за рахунок викупування непрацюючих кредитів з метою їх подальшого врегулювання (колекторська діяльність). Попри зростання кількості фінансових компаній-лізингодавців, які є фінансовими установами, вони не надають значних обсягів послуг. Це пояснюється тим, що більшість активних юридичних осіб-лізингодавців перебувають у власності банків або входять до бізнес-груп. Незважаючи на скорочення кількості фінансових компаній через реформування «спліт» у III кварталі 2020 р., обсяги активів фінансових компаній так само залишалися в три рази більшими, ніж активи страхових компаній (станом на II квартал 2022 р.). Наприкінці I півріччя 2022 р. через повномасштабне вторгнення РФ сума виданих фінансовими компаніями кредитів порівняно з IV кварталом 2021 р. скоротилася вп'ятеро, обсяг лізингу — у шість разів, факторинг — утричі.

Від початку 2020 р. продовжували згортати діяльність **ломбарди**, що також сповільнювало кредитування. Так, обсяги виданих ними кредитів скоротилися на третину: у 2019 р. — до 18,18 млрд грн, у 2021 р. — до 11,9 млрд грн.

Аналогічні тенденції низького рівня користування фінансовими послугами спостерігаються у **недержавних пенсійних фондах**. Хоча пенсійні фонди є одними з швидкозростаючих (з позиції збільшення активів інвесторів) на світових ринках капіталу, незважаючи на повільне глобальне економічне зростання після світової фінансової кризи, але в Україні частка активів недержавних пенсійних фондів залишається незначною — близько 1,4% (у 2021 р.). Головним бар'єром розвитку недержавних пенсійних фондів є відсутність можливостей для внутрішнього інвестування в Україні, адже пенсійні фонди традиційно інвестують у облігації і акції.

Отже, загалом активи небанківського сектору зменшувались у періоди макроекономічної нестабільності, при цьому з 2005 р. частка страхових компаній істотно скоротилась у активах небанківських фінансових установ. У кризові й посткризові роки кредитування банками і кредитними спілками скорочува-

лось, і цю нішу заповнювали фінансові компанії. Після криз трохи повільніше розвивався ринок ломбардів і недержавних пенсійних фондів, утім загальна місткість цих секторів і досі лишається низькою — на рівні 1%, що свідчить про їх незначну роль у формуванні фінансової глибини економіки України.

## ФІНАНСОВА ГЛИБИНА РИНКУ КАПІТАЛУ В УКРАЇНІ

Протягом 1997—2001 рр. відбувалося започаткування операцій на фондовому ринку України. **Співвідношення обсягів торгів на ринку цінних паперів до ВВП** (вартість емісійних цінних паперів, що переходить від продавців до покупців, тобто торговельний оборот протягом дня) не перевищувало 12%. Протягом 2002—2007 рр. спостерігалось стійке збільшення торгів на фондовому ринку, що позитивно характеризувало розвиток ринку цінних паперів. Однак з 2017 р. мала місце стагнація: співвідношення обсягу торгів на біржовому фондовому ринку до ВВП скорочувалося занадто швидкими темпами. Разом з тим таке падіння було зумовлено в основному вилученням у 2017 р. депозитних сертифікатів НБУ з розрахунку обсягів торгів на фондовому ринку України. До цього року торгівля депозитними сертифікатами відбувалася переважно на позабіржовому ринку, а їх частка становила половину торгів на фондовому ринку. Певним поживленням торгівлі на фондовому ринку України відзначився 2019 р.; у 2021 р. співвідношення обсягів торгів на ринку цінних паперів до ВВП становило 19,77%.

У вітчизняних суб'єктів господарювання немає наміру збільшувати свою капіталізацію, вони не зацікавлені в залученні інвестицій у економіку через придбання акцій і облігацій. Так, з 2015 р. спостерігається тенденція до зменшення кількості випусків цінних паперів, допущених до торгівлі на фондових біржах. Протягом 2014—2018 рр. серед фінансових інструментів провідну позицію за обсягами зареєстрованих випусків цінних паперів займали акції, на динаміку яких визначальний вплив справляв банківський сектор. У 2020 р. найбільші обсяги чистого прибутку мали емітенти цінних паперів таких секторів економіки: переробна промисловість — 28,27%, добувна промисловість і розроблення кар'єрів — 24,20%, інформація і телекомунікації — 20,26%. У 2021 р. загальний обсяг випусків емісійних цінних паперів становив 112,39 млрд грн (у 2020 р. — 113,40 млрд грн): 86 випусків акцій на суму 42,88 млрд грн, 113 випусків облігацій підприємств на суму 9,98 млрд грн.

Зменшення кількості випусків акцій, що відповідають умовам лістингу, призвело до падіння **співвідношення капіталізації (ринкової вартості) лістингових компаній до ВВП**, що засвідчило погіршення розвинутості акціонерного капіталу в економіці країни. У кризовий 2008 р. капіталізація українського ринку цінних паперів становила 9,02% і сягнула свого максимального значення у 2014 р. — 29,21%. З 2015 р. очищення фондового ринку і підвищення прозорості біржового сегмента ознаменувалися зниженням співвідношення капіталізації лістингових компаній до ВВП до 0,03% у 2020 р.

Провідну позицію за обсягами торгів серед фінансових інструментів з 2010 р. займають державні облігації України. Так, у 2021 р. найбільший обсяг торгів за фінансовими інструментами на операторах організованих ринків

капіталу (451,96 млрд грн) зафіксовано з ОВДП — 443,76 млрд грн (98,18%). При цьому НБУ є найбільшим держателем ОВДП з-поміж усіх інвесторів (51% станом на листопад 2022 р.).

Спотовий ринок був найпривабливішим у структурі біржових торгів за видами ринків: обсяг біржових торгів на ньому перевищував 50% протягом 2014—2021 рр. Ринок похідних цінних паперів майже повністю відсутній. З 2016 р. ринок деривативів звужується. У 2021 р. обсяг торгів поза організованим ринком капіталу склав 627,25 млрд грн, при цьому торги деривативними контрактами становили 61,4 млрд грн, або 0,98%.

Підсумовуючи, по-перше, до 2000-х років приватизація і поява акціонерних товариств стали визначальними факторами активізації діяльності фондових бірж і налагодження позабіржового обігу цінних паперів. По-друге, ринок капіталу не сприяє фінансовому забезпеченню потреб реального сектору економіки. Реформування фондового ринку призвело до скорочення торговельних майданчиків і спаду обсягу торгівлі цінними паперами. Так само, на рівні історичних мінімумів перебувають показники залучених через фондовий ринок інвестицій (обсяги випусків емісійних цінних паперів і капіталізації лістингових компаній українського фондового ринку). По-третє, тільки ринок державних облігацій впливає на формування фінансової глибини ринку капіталу.

## **ФІНАНСОВЕ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ЕКОНОМІЧНОГО ВІДНОВЛЕННЯ УКРАЇНИ**

Хоча наразі економічної відбудови як такої немає, оскільки першочерговим залишається фінансування екстрених потреб воєнної економіки, питання механізму фінансового забезпечення вже сьогодні впливає на темп економічного відновлення. У міжнародній практиці ключовими джерелами фінансування після війн і природних катаклізмів є: перерозподіл коштів бюджету з інших програм, залучення коштів шляхом емісії облігацій, посилення податкової дисципліни (підвищення податків), міжнародна фінансова допомога (кредити, гранти, гарантії). Серед цього інструментарію важливим джерелом формування ліквідності є довгострокові державні цінні папери, які випускаються національними міністерствами фінансів і купуються центральними банками під час їх первинного розміщення.

В Україні у 2022 р. НБУ, подібно до цих варіантів, розпочав монетизацію дефіциту державного бюджету, забезпечивши фінансування критичних видатків в умовах воєнного стану, оскільки міжнародна фінансова допомога стала надходити лише через кілька місяців після початку війни. Хоча зовнішнє фінансування покриває значну частку бюджетних видатків, але його обсяг усе ще відстає від потреб фінансового забезпечення воєнного бюджету. Крім того, за воєнного стану реалізуються такі інструменти державної кредитної підтримки бізнесу, як: кредитування за програмою «Доступні кредити 5-7-9%», гранти для створення і розвитку бізнесу за програмою «єРобота», кредитування через інструменти Експортно-кредитного агентства, страхування інвестицій у проекти розвитку через механізм Багатостороннього агентства з гарантування інвестицій (Multilateral Investment Guarantee Agency — MIGA).

Водночас швидке нарощування кредитного навантаження створює дилему: як не поставити під загрозу відновлення економіки в умовах надмірного зростання боргового навантаження? Відповідно, механізм фінансування повоєнного відновлення України потребує не лише інституціонального забезпечення (оцінювання збитків, створення фондів відновлення і контролю за їх функціонуванням), а й пріоритетності фінансування.

Разом з тим існує ризик, що фінансове поглиблення економіки України не сприятиме економічному зростанню. Як свідчить секторальний аналіз, неоптимальна структура фінансової глибини української економіки не стимулює економічне зростання. Такі диспропорції, як обмеженість довгострокової ресурсної бази, домінування ринку державних облігацій і незацікавленість суб'єктів господарювання в залученні інвестицій через ринок капіталу, віддаляють фінансове забезпечення економіки від потреб реального сектору. З огляду на це, повоєнне економічне відновлення залежатиме не тільки від джерел фінансування, а й від покращення формування фінансової глибини економіки України. Для активізації банківського кредитування необхідно створити такі економічні умови, щоб банкам було не вигідно інвестувати в значних обсягах у депозитні сертифікати і короткострокові державні цінні папери. Для ринку капіталу досі актуальним залишається перегляд практики його регулювання у відповідності з європейськими нормами. Приватизація державних підприємств у повоєнний період і розвиток ринку зелених облігацій (призначених для фінансування виключно екологічних проєктів) мотивуватимуть до збільшення біржової торгівлі.

## ВИСНОВКИ

Фінансова глибина визначає розмір фінансового сектору (банків та інших фінансових установ, ринку капіталу) відносно економіки (показника економічного виробництва). Аналіз фінансової глибини економіки України в секторальному розрізі дозволяє констатувати, що вона (глибина) характеризується диспропорціями, які є результатом внутрішніх проблем, що накопилися протягом періоду трансформаційних перетворень. Значне фінансове поглиблення економіки України (зростання кількості всіх видів фінансових установ, обсягів їх активів і фінансових послуг) спостерігалось протягом 2000—2008 рр., у тому числі за рахунок припливу іноземного капіталу. Той факт, що в некризові періоди (2000—2008 рр., 2011, 2013 і 2020 рр.) темпи зростання кредитування сповільнювалися попри високі темпи нарощування активів банківського сектору, свідчить про те, що банки почали інвестувати вільну ліквідність у цінні папери. Зменшення кредитування після криз 2008—2009 і 2014 рр. демонструє погіршення фінансового поглиблення через неефективний розподіл кредитних ресурсів у сприятливий некризовий період. Видача дешевих кредитів неефективним компаніям, які б без цих позик не залишилися на плаву, просто відтермінувала їх банкрутство і призвела до погіршення якості кредитного портфеля банків.

До системної банківської кризи співвідношення банківських депозитів до ВВП стрімко зростало. Якщо до 2014 р. основну частку в залучених банківською системою коштах становили депозити фізичних осіб, то після скоро-

чення кількості банків спостерігається стале зростання частки коштів суб'єктів господарювання. Домінування депозитів на вимогу і коштів на поточних рахунках як клієнтів, так і домогосподарств свідчить про незадовільну структуру залучених фінансових засобів і, відповідно, про ризики в банківському фондуванні. У 2022 р., в умовах воєнного стану, стимулювати довгострокові вклади як джерела ресурсів для довгострокового кредитування неможливо. Крім того, ще до 24 лютого поточного року актуалізувалася потреба в збільшенні гарантованої суми відшкодування за вкладками фізичних осіб.

Кредитування корпоративних клієнтів і домогосподарств досягло піку у 2013—2014 рр. Хоча корпоративне кредитування переважало в структурі кредитного портфеля, протягом 2006—2009 рр. відбулися певні зрушення на користь споживчого кредитування домогосподарств. З 2009 р. спостерігається скорочення «довгих» кредитних ресурсів в економіці.

Попри те, що після фінансових криз небанківський сектор демонстрував прискорені темпи зростання (що було обумовлено вигіднішими умовами кредитування порівняно з більш жорсткими вимогами банківських установ), він і досі залишається за обсягом активів у 7,3 разу меншим від банківського сектору. З огляду на такі низькі рівні споживання небанківських фінансових продуктів і послуг, глибина небанківського сектору не може впливати на реальний сектор економіки. З позиції зростання активів і обсягу операцій маємо такий розподіл: найбільш зростаючими сегментами небанківського ринку є фінансові компанії і ломбарди; ринок кредитних спілок з 2009 р. продовжує поступово скорочуватися; ринки страхових компаній і недержавних пенсійних фондів розвиваються дуже повільно. У цілому, хоча поява нових учасників у небанківському секторі сприяла динамічному розвитку окремих сегментів ринку, загальна місткість останніх досі є низькою, що свідчить про їх відносно незначну роль у фінансовому поглибленні. Вагоме зниження з 2015 р. активності на ринку капіталу, спричинене його «очищенням», різко скоротило обсяги торгів і змінило його структуру, що, у свою чергу, майже припинило будь-яку діяльність на фондовому ринку. Наразі вищі відсоткові ставки за депозитними сертифікатами забезпечують банкам вищий рівень прибутковості й не стимулюють інвестувати їх у воєнні ОВДП або кредитування бізнесу.

Виявлені тенденції є доказом регресивного характеру змін у секторальній структурі фінансової глибини економіки України, у формуванні якої головною ланкою і надалі залишаються банки. Небанківський сегмент фінансового сектору в цілому помітно відстає від банківського як за активами, так і за масштабами операцій. Ринок капіталу так само не відіграє визначальної ролі у фінансовому поглибленні, оскільки не забезпечує фінансовими інструментами з високими інвестиційними властивостями.

Управління розвитком секторальної структури фінансової глибини — один з пріоритетів трансформації національної економіки в рамках повоєнної відбудови. Подоланню диспропорцій формування фінансової глибини економіки України сприятиме активізація банківського кредитування (шляхом коригування відсоткових ставок короткострокових цінних паперів) і діяльності бірж (за рахунок розвитку ринку зелених облігацій).

СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ

1. Gurley J.G., Shaw E.S. Financial aspects of economic development. *The American Economic Review*. 1955. Vol. 45. No. 4. P. 515—538. URL: <http://www.jstor.org/stable/1811632>
2. Shaw E. Financial Deepening in Economic Development. New York, Oxford University Press, 1973.
3. Levine R. Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature*. 1997. Vol. 35. No. 2. P. 688—726. URL: <http://www.jstor.org/stable/2729790>
4. Levine R. Finance and growth: theory and evidence. In: Handbook of economic growth. P. Aghion, S. Durlauf (Eds.), 2005. P. 865—934.
5. Barajas A., Beck T., Belhaj M., Naceur S.M. Financial Inclusion: What Have We Learned So Far? What Do We Have to Learn? *IMF Working Paper*. 2020. No. 20. Iss. 157. 51 p. <https://doi.org/10.5089/9781513553009.001>
6. Шаповал Ю.І. Фінансова глибина в контексті взаємозв'язку з економічним зростанням. *Фінанси України*. 2021. № 6. С. 72—88. <https://doi.org/10.33763/finukr2021.06.072>
7. Beck T., Levine R., Loayza N. Finance and the sources of growth. *World Bank Working Paper*. 1999. No. 2057. <https://doi.org/10.1596/1813-9450-2057>
8. Arcand J.L., Berkes E., Panizza U. “Too much finance?” *Journal of Economic Growth*. 2015. Vol. 20. Iss. 2. P. 105—148. URL: <https://link.springer.com/article/10.1007/s10887-015-9115-2>
9. Law S.H., Singh N. Does too much finance harm economic growth? *Journal of Banking and Finance*. 2014. Vol. 41. P. 36—44. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.12.020>
10. Gambacorta L., Yang J., Tsatsaronis K. Financial structure and growth. *BIS Quarterly Review*. 2014. P. 21—35. URL: [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1403e.pdf](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1403e.pdf)
11. Sahay R., Cihak M., N'Diaye P. et al. Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets. *IMF Staff Discussion Note*. 2015. May. 41 p. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2015/sdn1508.pdf>
12. Zhu X. Financial development and declining market dynamics: Another dark side of “too much finance”? *Empirical Economics*. 2022. 35 p. <https://doi.org/10.1007/s00181-022-02327-0>
13. Beck T., Döttling R., Lambert T. et al. Liquidity creation, investment, and growth. *Journal of Economic Growth*. 2022. 40 p. <https://doi.org/10.1007/s10887-022-09217-1>
14. Allen F., Gu X., Kowalewski O. Financial structure, economic growth and development. In: Handbook of Finance and Development. T. Beck, R. Levine (Eds.), 2018. P. 31—62. <https://doi.org/10.4337/9781785360510.00008>
15. Cavallaro E., Villani I. Beyond financial deepening: Rethinking the finance-growth relationship in an uneven world. *Economic Modelling*. 2022. No. 116, 106009. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2022.106009>
16. Loayza N., Ouazad A., Rancièrè R. Financial development, growth, and crisis: is there a trade-off? In: Handbook of Finance and Development. T. Beck, R. Levine (Eds.), 2018. P. 289—311. <https://doi.org/10.4337/9781785360510.00018>
17. Giansante S., Fatouh M., Ongena S. Does quantitative easing boost bank lending to the real economy or cause other bank asset reallocation? The case of the UK. *Bank of England Working Paper*. 2019. No. 883. 54 p. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3676508>

Надійшла 11.11.2022

Прорецензована 17.11.2022

Доопрацьована 29.11.2022

Підписана до друку 02.12.2022



## REFERENCES

1. Gurley J.G., Shaw E.S. Financial aspects of economic development. *The American Economic Review*, 1955, Vol. 45, No. 4, pp. 515-538, available at: <http://www.jstor.org/stable/1811632>
2. Shaw E. Financial Deepening in Economic Development. New York, Oxford University Press, 1973.
3. Levine R. Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature*, 1997, Vol. 35, No. 2, pp. 688-726, available at: <http://www.jstor.org/stable/2729790>
4. Levine R. Finance and growth: theory and evidence. In: Handbook of economic growth. P. Aghion, S. Durlauf (Eds.), 2005, pp. 865-934.
5. Barajas A., Beck T., Belhaj M., Naceur S.M. Financial Inclusion: What Have We Learned So Far? What Do We Have to Learn? *IMF Working Paper*, 2020, No. 20, Iss. 157. <https://doi.org/10.5089/9781513553009.001>
6. Shapoval Yu. Financial depth in the context of the relationship with economic growth. *Finance of Ukraine*, 2021, No. 6, pp. 72-88. <https://doi.org/10.33763/finukr2021.06.072> [in Ukrainian].
7. Beck T., Levine R., Loayza N. Finance and the sources of growth. *World Bank Working Paper*, 1999, No. 2057. <https://doi.org/10.1596/1813-9450-2057>
8. Arcand J.L., Berkes E., Panizza U. "Too much finance?" *Journal of Economic Growth*, 2015, Vol. 20, Iss. 2, pp. 105-148, available at: <https://link.springer.com/article/10.1007/s10887-015-9115-2>
9. Law S.H., Singh N. Does too much finance harm economic growth? *Journal of Banking and Finance*, 2014, Vol. 41, pp. 36-44. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.12.020>
10. Gambacorta L., Yang J., Tsatsaronis K. Financial structure and growth. *BIS Quarterly Review*, 2014, pp. 21-35, available at: [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1403e.pdf](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1403e.pdf)
11. Sahay R., Cihak M., N'Diaye P. et al. Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets. *IMF Staff Discussion Note*, 2015, May, available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2015/sdn1508.pdf>
12. Zhu X. Financial development and declining market dynamics: Another dark side of "too much finance"? *Empirical Economics*, 2022. <https://doi.org/10.1007/s00181-022-02327-0>
13. Beck T., Döttling R., Lambert T. et al. Liquidity creation, investment, and growth. *Journal of Economic Growth*, 2022. <https://doi.org/10.1007/s10887-022-09217-1>
14. Allen F., Gu X., Kowalewski O. Financial structure, economic growth and development. In: Handbook of Finance and Development. T. Beck, R. Levine (Eds.), 2018, pp. 31-62. <https://doi.org/10.4337/9781785360510.00008>
15. Cavallaro E., Villani I. Beyond financial deepening: Rethinking the finance-growth relationship in an uneven world. *Economic Modelling*, 2022, No. 116, 106009. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2022.106009>
16. Loayza N., Ouazad A., Ranci ere R. Financial development, growth, and crisis: is there a trade-off? In: Handbook of Finance and Development. T. Beck, R. Levine (Eds.), 2018, pp. 289-311. <https://doi.org/10.4337/9781785360510.00018>
17. Giansante S., Fatouh M., Ongena S. Does quantitative easing boost bank lending to the real economy or cause other bank asset reallocation? The case of the UK. *Bank of England Working Paper*, 2019, No. 883. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3676508>

Received on November 11, 2022

Reviewed on November 17, 2022

Revised on November 29, 2022

Signed for printing on December 2, 2022

*Yuliia Shapoval*, PhD (Econ.),  
Research Fellow of the Department of Monetary Relations  
Institute for Economics and Forecasting of the NAS of Ukraine  
26, Panasna Myrnoho St., Kyiv, 01011, Ukraine

FINANCIAL DEPTH OF UKRAINE'S  
ECONOMY: SECTORAL CROSS SECTION

Determining disparities in the formation of the financial depth of economy enabled to trace inconsistencies in the development of banking, non-banking sectors and capital market and, therefore, to reveal the imbalance in the entire process of financial deepening. Quantitative assessment of Ukraine's banking sector in 2000 — August 2022 using the indicators of monetization of the economy (ratios of monetary base to GDP, M3 to GDP), banking system assets (ratios of NBU's and banks' assets to GDP, banks' loans to GDP, banks' investments in securities to GDP, the shares of bank loans to business entities and individuals, the shares of bank loans with a term of up to one year, the shares of consumer and mortgage loans to individuals), the ratio of banks' capital and liabilities to GDP (the shares of business entities' and individuals' deposits, the shares of term deposits) indicates a gap between banking depth and the needs of real sector, namely the lack of long-term financing and banks' orientation to quick profits. Quantitative assessment of non-banking sector depth in 2005 — Q2 2022 (using the ratio of non-banking sector assets to financial sector assets; volumes of services provided by insurance companies, credit unions, financial companies and lessors, pawnshops, non-state pension funds) shows an increase in the share of financial companies' assets and squeezing out of insurance industry since 2015. Quantitative assessment of capital market depth since the 2000s indicates its low role in the formation of financial depth due to the lack of financial instruments with high investment properties and insignificant volumes of liquidity of securities in circulation. Activation of bank lending and securities trading on stock exchanges are singled out as directions for improving the formation of Ukrainian economy's financial depth.

**Keywords:** *financial development; banks; non-banking institutions; capital market; assets; liabilities; loans; deposits; securities.*