

Міністерство освіти і науки України

Національний університет «Києво-Могилянська академія»

Факультет економічних наук

Кафедра економічної теорії

## **Кваліфікаційна робота**

освітній ступінь – бакалавр

на тему: **«ГЛОБАЛЬНІ ФІНАНСОВІ ЦИКЛИ ТА РИНКИ КРАЇН, ЯКІ РОЗВИВАЮТЬСЯ (НА ПРИКЛАДІ ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ)»**

Виконала: студентка 4-го року навчання,

Спеціальність: 051 «Економіка»

Стовбчата Надія Олександрівна

Керівник Григор'єв Г.С., \_\_\_\_\_

доктор економічних наук, доцент

Рецензент Арич М.І. \_\_\_\_\_

(прізвище та ініціали)

Кваліфікаційна робота захищена

з оцінкою \_\_\_\_\_

Секретар ЕК \_\_\_\_\_

«\_\_\_» \_\_\_\_\_ 20\_\_\_ р.

Київ – 2026

## ЗМІСТ

ВСТУП.....	2
РОЗДІЛ 1 . ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ДОСЛІДЖЕННЯ ГЛОБАЛЬНИХ ФІНАНСОВИХ ЦИКЛІВ .....	7
1.1. Сутність, структура та еволюція глобальних фінансових циклів .....	7
1.2. Фактори формування та механізми трансмісії глобальних фінансових циклів .....	9
1.3. Вплив глобальних фінансових циклів на країни, що розвиваються .....	14
РОЗДІЛ 2. АНАЛІЗ ВПЛИВУ ГЛОБАЛЬНИХ ФІНАНСОВИХ ЦИКЛІВ НА ФІНАНСОВИЙ РИНОК УКРАЇНИ .....	19
2.1. Особливості інтеграції фінансового ринку України у глобальні фінансові процеси .....	19
2.2. Ідентифікація проблем функціонування фінансового ринку України в умовах глобальної нестабільності .....	34
2.3. Порівняльний аналіз впливу глобальних фінансових циклів на ринки інших країн, що розвиваються .....	41
РОЗДІЛ 3. ЕКОНОМЕТРИЧНЕ МОДЕЛЮВАННЯ ТА НАПРЯМИ ПІДВИЩЕННЯ СТІЙКОСТІ ФІНАНСОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ .....	51
3.1. Економетричне моделювання впливу глобальних фінансових факторів на фінансові умови як передумову економічного зростання України.....	51
3.2. Напрями державної політики для підвищення стійкості фінансового ринку України .....	64
3.3. Розробка сценаріїв адаптації фінансового ринку України до глобальних фінансових шоків .....	71
ВИСНОВОК .....	76
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	81
ДОДАТКИ .....	88

## ВСТУП

У сучасних умовах фінансова глобалізація суттєво посилила взаємозалежність національних фінансових ринків і зумовила зростання ролі зовнішніх чинників у формуванні внутрішніх фінансових умов. Одним із ключових проявів цієї взаємозалежності є глобальний фінансовий цикл, який відображає синхронізовані коливання цін ризикових активів, потоків капіталу, глобальної ліквідності, процентних ставок і схильності інвесторів до ризику. Для країн, що розвиваються, вплив глобального фінансового циклу є особливо відчутним, оскільки їхні фінансові ринки характеризуються вищою залежністю від зовнішнього фінансування, меншою глибиною внутрішніх ринків капіталу, більшою чутливістю валютного курсу до зовнішніх шоків та обмеженим простором для проведення автономної макрофінансової політики.

**Актуальність теми дослідження** зумовлена тим, що в умовах посилення глобальної фінансової нестабільності країни, що розвиваються, дедалі частіше стикаються з проблемою передачі зовнішніх фінансових шоків на внутрішні ринки через канали валютного курсу, потоків капіталу, вартості зовнішнього фінансування, стану міжнародних резервів та боргової стійкості.

Для України ця проблема має особливе значення, оскільки її фінансовий ринок функціонує в умовах повномасштабної війни, високої залежності від офіційного зовнішнього фінансування, структурної слабкості внутрішнього ринку капіталу та підвищеної вразливості валютного ринку. За таких умов глобальний фінансовий цикл впливає на Україну не лише через класичні ринкові канали, а й через зміну умов зовнішньої підтримки, динаміку міжнародних резервів, валютні інтервенції Національного банку України та здатність держави підтримувати макрофінансову стабільність. Попри значну кількість наукових праць, присвячених глобальному фінансовому циклу та його впливу на країни з ринками, що розвиваються, залишається недостатньо розкритим питання про те, як саме ці механізми працюють у специфічних умовах української економіки після 2022 року. Більшість теоретичних підходів виходить

із припущення про дію ринкових каналів фінансової інтеграції – транскордонних потоків капіталу, банківського кредитування, приватних інвестицій та реакції валютного курсу на зміну глобального ризик-апетиту. Водночас український випадок суттєво відрізняється тим, що в умовах війни приватні канали фінансової інтеграції послабилися, тоді як офіційне зовнішнє фінансування, міжнародні резерви та валютні інтервенції НБУ стали ключовими механізмами підтримання фінансової стійкості. Це формує дослідницьку проблему роботи: необхідність з'ясувати, як глобальний фінансовий цикл впливає на фінансовий ринок України в умовах поєднання зовнішньої нестабільності, воєнних ризиків і високої ролі офіційних стабілізаційних механізмів.

Ступінь наукової розробки проблематики глобальних фінансових циклів є достатньо високим у зарубіжній економічній літературі. Теоретичні засади дослідження теми спираються на широку традицію аналізу циклічності економічного розвитку, кредитної динаміки та фінансової нестабільності. Фундаментальні підходи до пояснення ролі кредиту, інновацій і фінансових механізмів в економічній динаміці були закладені у працях Й. Шумпетера та І. Фішера. Подальший розвиток теорії фінансових циклів і криз пов'язаний із роботами Г. Мінські та Ч. Кіндлбергера. У сучасній макрофінансовій теорії концепцію фінансового циклу систематизовано у працях К. Боріо та М. Дремання, а проблематику глобального фінансового циклу розвинуто у дослідженнях Е. Рей, В. Міранди-Агріппіно, І. Алдасоро, Г. Потягайло, М. Волтерса, О. Жанн і Д. Сандрі. Водночас недостатньо розкритим залишається питання трансформації впливу глобального фінансового циклу на фінансовий ринок України в умовах повномасштабної війни, послаблення приватних каналів фінансової інтеграції та зростання ролі офіційного зовнішнього фінансування.

**Об'єктом дослідження** є глобальні фінансові цикли як форма синхронізації міжнародних фінансових умов, потоків капіталу, вартості фінансування та глобального апетиту до ризику, а **предметом дослідження** – механізми впливу глобального

фінансового циклу на фінансовий ринок України через валютний канал та офіційні стабілізаційні інструменти.

**Метою** кваліфікаційної роботи є дослідити теоретичні засади глобальних фінансових циклів, проаналізувати їхній вплив на фінансовий ринок України як країни, що розвивається, та обґрунтувати напрями підвищення його стійкості до зовнішніх фінансових шоків.

Для досягнення поставленої мети у роботі визначено такі **завдання**:

- 1) Розкрити сутність, структуру та еволюцію глобальних фінансових циклів;
- 2) Проаналізувати фактори формування та механізми трансмісії глобальних фінансових циклів;
- 3) Окреслити особливості впливу глобальних фінансових циклів на країни, що розвиваються;
- 4) Охарактеризувати інтеграцію фінансового ринку України у глобальні фінансові процеси;
- 5) Виявити ключові проблеми функціонування фінансового ринку України в умовах глобальної нестабільності;
- 6) Здійснити порівняльний аналіз впливу глобальних фінансових циклів на фінансові ринки окремих країн, що розвиваються;
- 7) Побудувати економетричну модель впливу глобальних фінансових факторів на фінансові умови як передумову економічного зростання України;
- 8) Обґрунтувати напрями державної політики для підвищення стійкості фінансового ринку України;
- 9) Розробити сценарії адаптації фінансового ринку України до глобальних фінансових шоків.

**Теоретичною основою дослідження** є наукові підходи до аналізу глобального фінансового циклу, фінансової глобалізації, міжнародної трансмісії монетарної

політики, валютної вразливості країн, що розвиваються, та обмеження макрофінансової автономії малих відкритих економік. У роботі використано праці зарубіжних дослідників, аналітичні матеріали Міжнародного валютного фонду, Банку міжнародних розрахунків, ОЕСР, Національного банку України, Міністерства фінансів України, а також статистичні бази НБУ, МВФ, BIS та FRED Economic Data.

У роботі використано такі **методи дослідження**:

- 1) метод теоретичного узагальнення для розкриття сутності глобального фінансового циклу та систематизації підходів до його трактування;
- 2) метод аналізу і синтезу для визначення факторів формування та каналів трансмісії глобальних фінансових циклів;
- 3) порівняльний метод для зіставлення впливу глобальних фінансових циклів на Україну, Індію, Індонезію та Туреччину;
- 4) статистичний аналіз для дослідження динаміки валютного курсу, міжнародних резервів, зовнішнього боргу, інвестиційних потоків та інших макрофінансових показників;
- 5) кореляційний аналіз для попередньої оцінки взаємозв'язків між змінними;
- 6) економетричне моделювання для оцінки впливу глобальних фінансових факторів на валютний канал фінансового ринку України;
- 7) сценарний аналіз для визначення можливих варіантів адаптації фінансового ринку України до зовнішніх шоків.

**Наукова новизна** одержаних результатів полягає в уточненні механізму впливу глобального фінансового циклу на фінансовий ринок України в умовах повномасштабної війни. На відміну від стандартного підходу, який розглядає країни, що розвиваються, переважно через призму приватних потоків капіталу, у роботі показано, що для України після 2022 року визначальним стає поєднання глобальних фінансових факторів із офіційним зовнішнім фінансуванням, міжнародними резервами та валютними інтервенціями НБУ. Дістало подальшого розвитку трактування валютного

каналу як ключового каналу передачі глобального фінансового циклу на фінансовий ринок України, а також обґрунтовано необхідність розмежування довоєнного і воєнного періодів при оцінюванні впливу глобальних фінансових факторів.

**Практичне значення** одержаних результатів полягає в тому, що висновки роботи можуть бути використані для формування напрямів державної політики, спрямованої на підвищення стійкості фінансового ринку України до зовнішніх шоків. Зокрема, результати дослідження можуть бути корисними для обґрунтування політики підтримання достатнього рівня міжнародних резервів, поступового розширення курсової гнучкості, підвищення привабливості гривневих активів, розвитку внутрішнього ринку державних боргових інструментів, поглиблення ринку капіталу та посилення макропруденційного моніторингу зовнішніх ризиків.

**Апробація результатів дослідження** здійснена шляхом підготовки тез доповіді на тему «Глобальний фінансовий цикл як фактор обмеження макрофінансової автономії малих відкритих економік» для участі у конференції «Актуальні соціально-економічні проблеми в умовах невизначеності».

## РОЗДІЛ 1 . ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ДОСЛІДЖЕННЯ ГЛОБАЛЬНИХ ФІНАНСОВИХ ЦИКЛІВ

### 1.1. Сутність, структура та еволюція глобальних фінансових циклів

Фінансова глобалізація зумовила суттєве посилення взаємозалежності національних фінансових ринків, внаслідок чого динаміка внутрішніх фінансових умов дедалі більше визначається не лише внутрішніми макроекономічними чинниками, а й зовнішніми глобальними імпульсами [1, с. 1]. У сучасній економічній літературі така синхронізація фінансових процесів описується через поняття глобального фінансового циклу, під яким розуміють високий ступінь спільного руху цін ризикових активів, міжнародних потоків капіталу, фінансового левериджу та інших фінансових агрегатів у світовому масштабі [1, с. 2]. Однією з ключових характеристик глобального фінансового циклу є існування спільного глобального фактора, що пояснює значну частину коливань фінансових змінних у різних країнах, незалежно від їхніх індивідуальних макроекономічних особливостей [1, с. 4-5]. Разом із тим глобальний фінансовий цикл охоплює не лише рух капіталу чи зміну інвестиційних настроїв, а й більш широку сукупність фінансових змінних, зокрема кредит, ціни на активи, процентні ставки та ліквідність, що дозволяє розглядати його як одну з базових характеристик сучасної світової фінансової архітектури [4, с. 1].

Теоретичні передумови аналізу фінансових циклів сформувалися в межах досліджень кредитної природи економічної динаміки. Й. Шумпетер пов'язував циклічність розвитку з інноваціями, підприємництвом і кредитним фінансуванням [46], тоді як І. Фішер пояснював фінансову нестабільність через механізм боргової дефляції [47]. У подальшому Г. Мінські та Ч. Кіндлбергер поглибили аналіз фінансової крихкості, боргових криз і механізмів поширення фінансових шоків [48; 49]. У сучасній макрофінансовій літературі цей підхід було розвинуто в роботах К. Боріо та М. Дреманна, де фінансовий цикл розглядається у зв'язку з кредитною динамікою, цінами

активів і ризиками фінансової стабільності [50]. Безпосередньо концепція глобального фінансового циклу набула розвитку у праці Е. Рей, яка обґрунтувала обмеження монетарної автономії малих відкритих економік в умовах глобальної фінансової інтеграції [51], а також у подальших емпіричних дослідженнях В. Міранди-Агріппіно та Е. Рей, І. Алдасоро та співавторів, Г. Потягайло і М. Волтерса, де глобальний фінансовий цикл аналізується через синхронізацію цін активів, потоків капіталу, фінансових умов і глобальних ризикових факторів [1; 2; 4].

Глобальна фінансова криза 2008 року наочно продемонструвала, що фінансові шоки швидко поширюються між країнами через взаємопов'язаність банківських систем, потоків капіталу та ринків активів, внаслідок чого концепція глобального фінансового циклу, концептуалізована Рей (2015) як ГФЦ, стала центральною для пояснення міжнародної передачі фінансових шоків та оцінки макрофінансової вразливості окремих країн [51, с. 1-2; 4, с. 2-3].

Структура глобального фінансового циклу є неоднорідною і складається з кількох компонентів. Емпіричні дослідження виділяють специфічні фактори, які пояснюють динаміку цін на різні класи активів та рух капіталу. Зокрема, виявлено, що ціни на ризикові активи мають спільний глобальний компонент, тісно пов'язаний зі змінами глобальної схильності до ризику [1, с. 3].

Крім цінового компонента, структура циклу включає і кількісний вимір – потоки капіталу. Дослідження показують, що й валові потоки капіталу підпорядковуються спільним глобальним факторам, пов'язаним із глобальною оцінкою ризику [1, с. 3]. Таким чином, глобальний фінансовий цикл має одночасно ціновий і кількісний вимір – він охоплює як синхронні коливання цін ризикових активів, так і узгоджену динаміку валових потоків капіталу, а отже не може бути зведений лише до феномену фінансових ринків і є комплексною характеристикою міжнародного фінансового середовища.

Для розуміння природи глобального фінансового циклу важливо відрізнити його від внутрішніх фінансових циклів (ВФЦ): якщо останні зосереджуються на національних умовах – передусім на динаміці кредитів та цін на нерухомість, – то ГФЦ фокусується на зовнішньому впливі, а саме на міжнародних потоках капіталу та цінах на ризикові фінансові активи [2, с. 5, 7]. Витоки такого розмежування сягають 1990-х років, коли аналіз факторів виштовхування (push) та притягання (pull) у транскордонних потоках капіталу вперше визнав самостійну роль зовнішніх фінансових умов [2, с. 5].

Еволюція глобальних фінансових циклів відбувалася на тлі поглиблення інтеграції світових ринків: фінансова глобалізація набирала обертів протягом останніх п'ятдесяти років, а дерегуляція сприяла розвитку глобальних банківських та капітальних ринків [1, с. 3]. Аналіз даних за останні 130 років демонструє, що роль глобальних факторів у поясненні фінансових коливань суттєво зростає з часом: якщо раніше їхній вплив був обмеженим, то на сучасному етапі глобальні цикли пояснюють більше половини коливань цін на акції, а цикли у кредитуванні та житловому секторі стали значно більш вираженими і тривалими [4, с.17, 27].

Таким чином, глобальний фінансовий цикл є багатокomпонентним феноменом, що охоплює ціновий і кількісний виміри та відображає високий ступінь синхронізації фінансових процесів у світовому масштабі. В умовах поглиблення фінансової глобалізації його роль як системоутворюючої характеристики міжнародного фінансового середовища суттєво посилилася. Це дає підстави перейти до розгляду факторів формування глобального фінансового циклу та механізмів його трансмісії на національні економіки, чому присвячено підпункт 1.2.

## **1.2. Фактори формування та механізми трансмісії глобальних фінансових циклів**

Формування глобальних фінансових циклів є результатом складної взаємодії кількох груп факторів, серед яких – монетарна політика провідних країн світу, умови

глобальної ліквідності, коливання схильності інвесторів до ризику та пов'язана з ними динаміка потоків капіталу. Серед цих чинників особливе значення має монетарна політика провідних держав, яка фактично визначає глобальну вартість фінансування та рівень схильності до ризику. Саме через цей механізм зміни в політиці провідних центральних банків впливають на фінансові умови не лише всередині відповідних економік, а й поза їх межами [2, с. 7]. Серед монетарних центрів ключову, хоча й не єдину, роль відіграє Федеральна резервна система США, вплив якої відчутний через глобальний фактор цін на активи, динаміку потоків капіталу, показники неприйняття ризику, фінансові умови, спреди та кредити [1, с. 28].

У той же час архітектура глобальної монетарної системи є багатопольярною, і інші великі центральні банки також формують зовнішнє фінансове середовище, однак їхній вплив має дещо іншу природу. Якщо ФРС є ключовим драйвером глобального фінансового циклу у вузькому сенсі, то Європейський центральний банк та Народний банк Китаю справляють більш відчутний вплив на суміжні глобальні процеси – зокрема на міжнародну торгівлю, виробництво та ціни на сировинні товари, – виступаючи рушійними силами глобального торговельного та сировинного циклу [1, с. 28].

Після кризи 2008 року роль Європейського центрального банку у формуванні глобальних фінансових умов посилилася, особливо в умовах застосування нетрадиційних монетарних інструментів, однак його вплив і надалі залишається слабшим за вплив ФРС [1, с. 36].

Окрім монетарної політики, важливими чинниками формування глобального фінансового циклу є глобальна ліквідність, зміни у схильності інвесторів до ризику та пов'язана з ними динаміка потоків капіталу. У літературі наголошується, що саме поєднання м'яких зовнішніх фінансових умов, надлишкової ліквідності та коливань глобального ризик-апетиту визначає інтенсивність руху капіталу між розвиненими країнами та ринками, що формуються [5, с. h682-h683].

Сила дії цих чинників значною мірою залежить від структури глобального фінансового посередництва. Після кризи 2008 року чутливість міжнародних потоків капіталу до ризиків суттєво змінилася. Завдяки регуляторним реформам і посиленню капіталізації банківських систем залежність глобальної ліквідності від коливань ризику послабилася, натомість її чутливість до монетарної політики США зросла [1, с. 28; 3, с. 1].

Поєднання зазначених чинників формує глобальні фінансові імпульси, які далі передаються на національні економіки через систему взаємопов'язаних каналів трансмісії. Отже, глобальний фінансовий цикл формується не одним джерелом, а взаємодією монетарних, ліквіднісних і поведінкових чинників, що й зумовлює багатоканальний характер його подальшої трансмісії.

У цій роботі підтримується саме широкий підхід до трактування глобального фінансового циклу: його визначальним ядром є не окремий монетарний імпульс, а взаємодія політики провідних центральних банків із глобальною ліквідністю та ризик-апетитом.

Водночас у межах роботи глобальний фінансовий цикл не ототожнюється з окремими суміжними поняттями. Глобальна ліквідність розглядається як один із чинників формування ГФЦ, що відображає доступність міжнародного фінансування та обсяг ліквідних ресурсів у світовій фінансовій системі. Монетарні шоки трактуються як імпульси, що виникають унаслідок змін політики провідних центральних банків, насамперед ФРС. Зовнішні фінансові умови є результативним середовищем, у якому для країн, що розвиваються, змінюються вартість фінансування, доступ до капіталу, ризикові премії та тиск на валютний курс. Натомість глобальний фінансовий цикл у цій роботі розглядається як ширше системне явище, що поєднує ці елементи та проявляється у синхронізованих коливаннях ризик-апетиту, цін активів, потоків капіталу й умов фінансування.

Механізм трансмісії імпульсів глобального фінансового циклу на національні економіки відбувається через кілька каналів, центральним серед яких є канал сприйняття ризику. Зміни в монетарній політиці центру системи змінюють оцінку ризиків глобальними інвесторами, що безпосередньо впливає на вартість запозичень для інших країн – причому ці ефекти є більш значними для ринків, що розвиваються, ніж для розвинених економік [1, с. 18]. Монетарний вимір цього каналу конкретизується через механізм прийняття ризику: зміни короткострокових ставок впливають на глобальну ціну ризику, що, у свою чергу, визначає умови фінансування по всьому світу. Бекаерт, Хоєрова та Ло Дук (2013) емпірично підтверджують існування цієї взаємодії як окремого каналу трансмісії монетарної політики [1, с. 20].

Цей трансмісійний механізм тісно пов'язаний зі станом фінансових посередників. Важливим фактором, що визначає силу тиску на валютні ринки під час глобальних шоків, є рівень капіталізації банків та закредитованість небанківських фінансових установ (НБФУ) у країнах-експортерах капіталу: вища капіталізація банків знижує чутливість валютного ринку до ризиків, тоді як підвищений леверидж НБФУ її посилює [3, с. 4]. Таким чином, стан фінансових посередників виступає активним чинником трансмісії, здатним або пом'якшувати, або підсилювати міжнародне поширення фінансових шоків.

Особливістю механізму трансмісії є його асиметричність. Реакція економік на глобальні шоки є асиметричною та залежить від рівня фінансового розвитку економіки. Для країн, що розвиваються, вплив посилення монетарної політики в США є значно відчутнішим через різке зростання диференціалів процентних ставок. У розвинених економіках підвищення процентної ставки на 100 базисних пунктів призводить до зниження різниці в процентних ставках на 50 базисних пунктів, але для ринків, що розвиваються, це призводить до збільшення різниці в процентних ставках на 230 базисних пунктів [1, с. 19]. Саме тому однакові зовнішні монетарні імпульси мають

принципово неоднакові наслідки для розвинених економік і країн з ринками, що розвиваються.

Важливо зазначити, що механізм трансмісії також включає реакцію валютних курсів. Країни часто намагаються стабілізувати свої валюти відносно долара, що призводить до імпорту монетарної політики США. Це явище, відоме в літературі як «страх плавання» (fear of floating), полягає в тому, що країни з ринками, що розвиваються, прагнучи втримати стабільний курс відносно долара як опорної валюти, вимушено слідує за монетарними рішеннями ФРС, фактично обмежуючи власну монетарну автономію [1, с. 19].

Таким чином, глобальний фінансовий цикл формується під впливом комплексу взаємопов'язаних чинників – монетарної політики провідних центральних банків, глобальної ліквідності та динаміки схильності інвесторів до ризику, – а його передача на національні економіки здійснюється через кілька взаємопов'язаних каналів: зміну оцінки ризику, поведінку фінансових посередників, валютний курс і міжнародні потоки капіталу.

Для цієї роботи важливо, що глобальний фінансовий цикл розглядається не лише як загальний зовнішній фон, а як сукупність вимірюваних факторів — глобального ризику, вартості доларового фінансування та зовнішньої ліквідності. Саме тому в емпіричній частині ці канали будуть операціоналізовані через індекс VIX, ставку ФРС, обмінний курс гривні та міжнародні резерви України.

Багатоканальний характер цієї трансмісії зумовлює неоднакову силу впливу глобального циклу на різні типи економік, що створює підстави перейти до аналізу його наслідків для країн, що розвиваються, у підпункті 1.3.

### 1.3. Вплив глобальних фінансових циклів на країни, що розвиваються

Країни, що розвиваються (Emerging Market Economies – EMEs), є найбільш вразливими до коливань глобального фінансового циклу. Специфіка їхнього положення полягає у вищій волатильності потоків капіталу порівняно як з розвиненими економіками, так і з власними бізнес-циклами; при цьому цикли руху капіталу демонструють значну узгодженість з фінансовими та діловими циклами, що ускладнює проведення стабілізаційної політики [6]. Саме висока волатильність зовнішнього фінансування робить EMEs особливо чутливими до глобальних шоків і суттєво звужує їхні можливості пом'якшувати зовнішні імпульси лише за рахунок внутрішніх інструментів макроекономічної політики. Тому вплив глобального фінансового циклу на країни, що розвиваються, доцільно розглядати через чотири основні канали: обмеження монетарної автономії, валютний тиск, волатильність потоків капіталу та потребу у формуванні резервних буферів.

Основний виклик для країн, що розвиваються, полягає у втраті монетарної автономії. Навіть за умов плаваючого курсу глобальний цикл диктує умови внутрішньої монетарної політики, перетворюючи класичну трилему на дилему. Згідно з класичною трилемою Манделла-Флемінга, за умов вільного руху капіталу гнучкий валютний курс забезпечує малій відкритій економіці повну монетарну автономію. Однак Рей (2013) переглядає цю логіку: в умовах глобального фінансового циклу незалежна монетарна політика стає можливою лише за суттєвого обмеження мобільності капіталу – незалежно від обраного курсового режиму, – що фактично перетворює трилему на дилему [51, с. 7]. Для країн, що розвиваються, це є особливо критичним: відплив капіталу спричиняє девальваційний тиск і погіршення фінансових умов, змушуючи регуляторів посилювати монетарну політику всупереч внутрішнім потребам і стримувати знецінення валюти [9, с. 51].

Другий канал вразливості пов'язаний уже не з втратою монетарної автономії як такою, а з тим, що девальвація швидко трансформується у погіршення боргової стійкості

та фінансових умов у країні [9, с. 51]. Особливо гостро ця проблема проявляється в економіках із значним валютним дисбалансом у структурі боргу: залежність від дорогого зовнішнього боргу, номінованого в іноземній валюті, робить девальвацію не лише інфляційним, а й борговим ризиком, підвищуючи загрозу втрати боргової стійкості [10, с. 78-79]. Саме тому центральні банки країн, що розвиваються, нерідко уникають повного курсового пристосування і стримують знецінення валюти навіть ціною жорсткішої монетарної політики [9, с. 51].

Вплив на потоки капіталу в країнах, що розвиваються, є особливо деструктивним через синхронність зупинки припливу та відтоку капіталу («sudden stop» та «capital flight»). Це створює ефект подвійного удару під час глобальних криз. Агріппіно та Рей емпірично фіксують, що приплив і відтік капіталу в США в основному рухаються паралельно, тоді як для EMEs характерна протилежна динаміка – одночасне скорочення припливу і зростання відтоку капіталу [1, с. 21]. Таким чином, для країн, що розвиваються, глобальні фінансові шоки мають не лише циклічний, а й глибоко дестабілізуючий характер, оскільки поєднання раптової зупинки зовнішнього фінансування з посиленням відтоку капіталу різко звужує простір для монетарного та фіскального маневру.

Також важливим аспектом впливу є те, що внутрішні фактори у країнах, що розвиваються, відіграють більшу роль у динаміці потоків капіталу, ніж у розвинених країнах, де домінує глобальний фактор. Це означає, що внутрішня політика все ж має значення для пом'якшення зовнішнього тиску [2, с. 15]. Одним із дієвих інструментів такого пом'якшення є активне управління ліквідністю та формування резервних буферів. Теоретичні моделі показують, що накопичення іноземних активів (резервів) у періоди сприятливої кон'юнктури є оптимальною стратегією для пом'якшення наслідків майбутніх криз. Jeanne і Sandri використовують гнучку модель, щоб показати, що країни з ринками, що розвиваються, можуть захистити себе від глобального фінансового циклу шляхом розширення (а не обмеження) потоків капіталу – передусім через накопичення

іноземних ліквідних активів у періоди високої глобальної ліквідності з метою їх подальшого використання для підтримки внутрішнього ринку в умовах жорсткіших зовнішніх фінансових умов [7]. Отже, йдеться не про безумовне заохочення фінансової відкритості, а про цілеспрямоване формування буферів ліквідності у сприятливі фази циклу як інструмент превентивного захисту від дестабілізуючих зовнішніх шоків.

Таким чином, глобальний фінансовий цикл найбільш відчутно проявляється саме в країнах із ринками, що розвиваються. Через одночасну дію кількох взаємопов'язаних каналів – втрати монетарної автономії, високої волатильності потоків капіталу та валютного тиску – зовнішні фінансові шоки трансформуються для ЕМЕс у системні дестабілізуючі імпульси, що охоплюють одночасно грошово-кредитну, боргову та курсову сфери. Одночасно аналіз засвідчує, що внутрішня політика зберігає певний простір для маневру. Накопичення резервів, зміцнення банківської капіталізації та розвиток внутрішніх боргових ринків здатні суттєво знизити амплітуду передачі зовнішніх шоків. Для України, як малої відкритої економіки з підвищеною залежністю від зовнішнього фінансування та значною вразливістю до змін глобального апетиту до ризику, розуміння цих механізмів має безпосереднє прикладне значення, оскільки дозволяє ідентифікувати зовнішні джерела фінансової нестабільності та окреслити інструменти монетарної й макропруденційної політики для пом'якшення дестабілізуючих шоків.

У підсумку, глобальний фінансовий цикл є системним явищем сучасної міжнародної фінансової архітектури, що відображає високий ступінь синхронізації цін ризикових активів, потоків капіталу та умов фінансування у світовому масштабі. Його формування визначається взаємодією монетарної політики провідних центральних банків – передусім ФРС, – умов глобальної ліквідності та динаміки схильності інвесторів до ризику, а передача на національні економіки здійснюється через канали сприйняття ризику, валютного курсу та стану фінансових посередників. Країни з ринками, що

розвиваються, зазнають найбільш відчутного впливу цих імпульсів через сукупну зовнішню, валютну та боргову вразливість їхніх фінансових систем.

Попри значний масив досліджень, присвячених механізмам глобального фінансового циклу та його впливу на країни з ринками, що розвиваються, у літературі залишається суттєва прогалина – загальні теоретичні закономірності не дають вичерпного пояснення того, як саме ці механізми працюють в умовах, що принципово відрізняються від типових для країн з ринками, що розвиваються. Зокрема, більшість досліджень фактично спираються на припущення, що країна інтегрована у глобальні фінансові ринки через приватні канали (транскордонне банківське кредитування, портфельні інвестиції та прямі іноземні інвестиції), тоді як у випадку України в умовах повномасштабного вторгнення ці канали виявилися суттєво ослабленими, а зовнішнє фінансування набуло переважно офіційного характеру у вигляді підтримки з боку міжнародних інституцій та країн-партнерів. За таких структурних умов потребує уточнення, чи зберігають стандартні канали трансмісії глобального фінансового циклу свою дієвість для України та яким чином трансформується механізм її зовнішньої фінансової залежності. Саме ця невизначеність і формує дослідницьку прогалину, на заповнення якої спрямована ця робота. Отже, специфіка українського випадку полягає не лише у вищій вразливості, а й у тому, що війна частково витіснила приватні канали фінансової інтеграції офіційним фінансуванням, через що стандартні пояснення для країн, що розвиваються, потребують для України окремої інтерпретації.

З огляду на окреслену дослідницьку прогалину, дослідницьке питання цієї роботи формулюється таким чином: якою мірою та через які канали глобальний фінансовий цикл впливає на валютний ринок України, зокрема на динаміку обмінного курсу гривні, валютні інтервенції Національного банку та обсяг міжнародних резервів, і як цей механізм трансформується в умовах повномасштабного вторгнення та домінування офіційного зовнішнього фінансування? Для відповіді на це питання висувуються три концептуальні гіпотези. По-перше, глобальний фінансовий цикл суттєво обмежує

макрофінансову автономію України через канали глобального апетиту до ризику, міжнародних процентних ставок та змін зовнішніх фінансових умов, створюючи зовнішній тиск на валютний курс і зумовлюючи потребу в інтервенціях та використанні міжнародних резервів. По-друге, вплив глобального фінансового циклу на валютний ринок України має асиметричний характер і посилюється в умовах війни. По-третє, домінування офіційного зовнішнього фінансування не усуває залежність від глобального фінансового циклу, а змінює форму його передавання: замість прямого тиску через ринкові потоки капіталу вплив реалізується опосередковано через зовнішні фінансові умови, що позначаються на параметрах зовнішньої підтримки, та через валютний канал, який зберігає свою дію навіть за домінування офіційного фінансування.

Для систематизації окресленого дослідницького питання та висунутих гіпотез у роботі використовується концептуальна рамка, що описує механізм впливу глобального фінансового циклу на фінансовий ринок України через три послідовні рівні: глобальні фактори, канали трансмісії та результативні прояви для України (Додаток А).

Узагальнення, подане в Додатку А, показує, що вплив глобального фінансового циклу на країни, що розвиваються, не обмежується одним каналом, а реалізується через взаємодію монетарних, валютних, боргових і ліквіднісних механізмів. Для України ця логіка набуває специфічного змісту, оскільки в умовах повномасштабної війни класичні ринкові канали фінансової інтеграції послабилися, тоді як роль офіційного зовнішнього фінансування, міжнародних резервів і валютних інтервенцій НБУ суттєво зростає. Саме тому розділ 2 присвячено аналізу конкретних проявів впливу глобального фінансового циклу на фінансовий ринок України, а розділ 3 – економетричній перевірці окреслених зв'язків і формуванню напрямів політики для підвищення його стійкості.

## **РОЗДІЛ 2. АНАЛІЗ ВПЛИВУ ГЛОБАЛЬНИХ ФІНАНСОВИХ ЦИКЛІВ НА ФІНАНСОВИЙ РИНОК УКРАЇНИ**

### **2.1. Особливості інтеграції фінансового ринку України у глобальні фінансові процеси**

У сучасних умовах фінансовий ринок України функціонує у тісному зв'язку з глобальним фінансовим середовищем, тому його динаміка визначається не лише внутрішніми чинниками, а й зовнішніми макрофінансовими умовами. Міжнародні оцінки свідчать, що макрофінансова стійкість України в умовах повномасштабної війни значною мірою підтримується зовнішнім фінансуванням. Зокрема, МВФ прямо вказує, що своєчасне надходження зовнішньої підтримки є необхідною умовою збереження макроекономічної стабільності, а підтримання адекватного рівня міжнародних резервів стало можливим саме завдяки масштабній зовнішній допомозі [11, с. 2; 12, с. 2]. Це дає підстави розглядати зовнішню підтримку не лише як антикризовий інструмент, а як один із системоутворюючих чинників поточного функціонування фінансового ринку України [11, с. 2-3; 12, с. 2-3]. З іншого боку важливим виміром адаптації до зовнішніх шоків стала трансформація валютно-курсової моделі, коли у жовтні 2023 року НБУ здійснив перехід від режиму фіксованого курсу до керованої гнучкості, покликаної посилити здатність економіки реагувати на зовнішні шоки [13, с. 7-8]. Сукупність цих тенденцій засвідчує, що інтеграція України у глобальні фінансові процеси проявляється не лише через рух капіталу, а й через перебудову ключових інструментів макрофінансової політики як відповіді на виклики зовнішнього середовища.

Інтеграція фінансового ринку України у глобальні фінансові процеси здійснюється через кілька взаємопов'язаних каналів: зовнішнє офіційне фінансування, внутрішній ринок державних цінних паперів, валютний ринок та міжнародні резерви. При цьому сучасна модель цієї інтеграції має асиметричний характер, де зовнішня підтримка залишається домінуючим джерелом бюджетного фінансування, а масштаби

внутрішнього боргового фінансування є значно скромнішими. Зокрема, станом на кінець жовтня 2023 року чисте бюджетне фінансування склало 22,9 млрд дол. США із зовнішніх джерел і 3,3 млрд дол. США через внутрішній ринок облігацій [13, с. 8]. Водночас розвиток внутрішнього ринку ОВДП розглядається як необхідний елемент фінансової стійкості. Мобілізація внутрішніх заощаджень через розміщення державних облігацій у поєднанні із зовнішньою підтримкою визначається як умова виконання бюджету в запланованих параметрах [13, с. 133; 12, с. 92]. Отже, для України характерна не автономна внутрішня фінансова модель, а комбінована конструкція, у якій зовнішня підтримка і внутрішній борговий ринок виступають взаємодоповнюваними механізмами стабілізації. Валютна гнучкість і міжнародні резерви в цій конструкції виконують функцію буфера проти зовнішніх шоків. МВФ прямо наголошує, що більша курсова гнучкість сприяє посиленню економічної стійкості та захисту резервів [11, с. 3; 12, с. 3].

Одним із базових каналів інтеграції фінансового ринку України у глобальні фінансові процеси є зовнішній сектор, через який відображається взаємодія країни зі світовим фінансовим простором на рівні зовнішніх активів, зобов'язань і боргових інструментів. Оцінка МВФ засвідчує, що зовнішня позиція України у 2022 році була слабшою за рівень, який відповідав би фундаментальним макроекономічним параметрам, а донорське фінансування залишалося критично важливим для підтримання резервів і стабілізації валютного ринку [13, с. 73]. У цьому контексті міжнародна інвестиційна позиція та валовий зовнішній борг дають змогу простежити як масштаби зовнішньої фінансової залученості України, так і накопичення її зовнішньої вразливості.

Динаміку ключових показників зовнішньої фінансової інтеграції України у 2014-2025 рр. подано в табл. 2.1.

Таблиця 2.1

**Міжнародна інвестиційна позиція України та валовий зовнішній борг у 2014-2025  
рр., у млн дол. США**

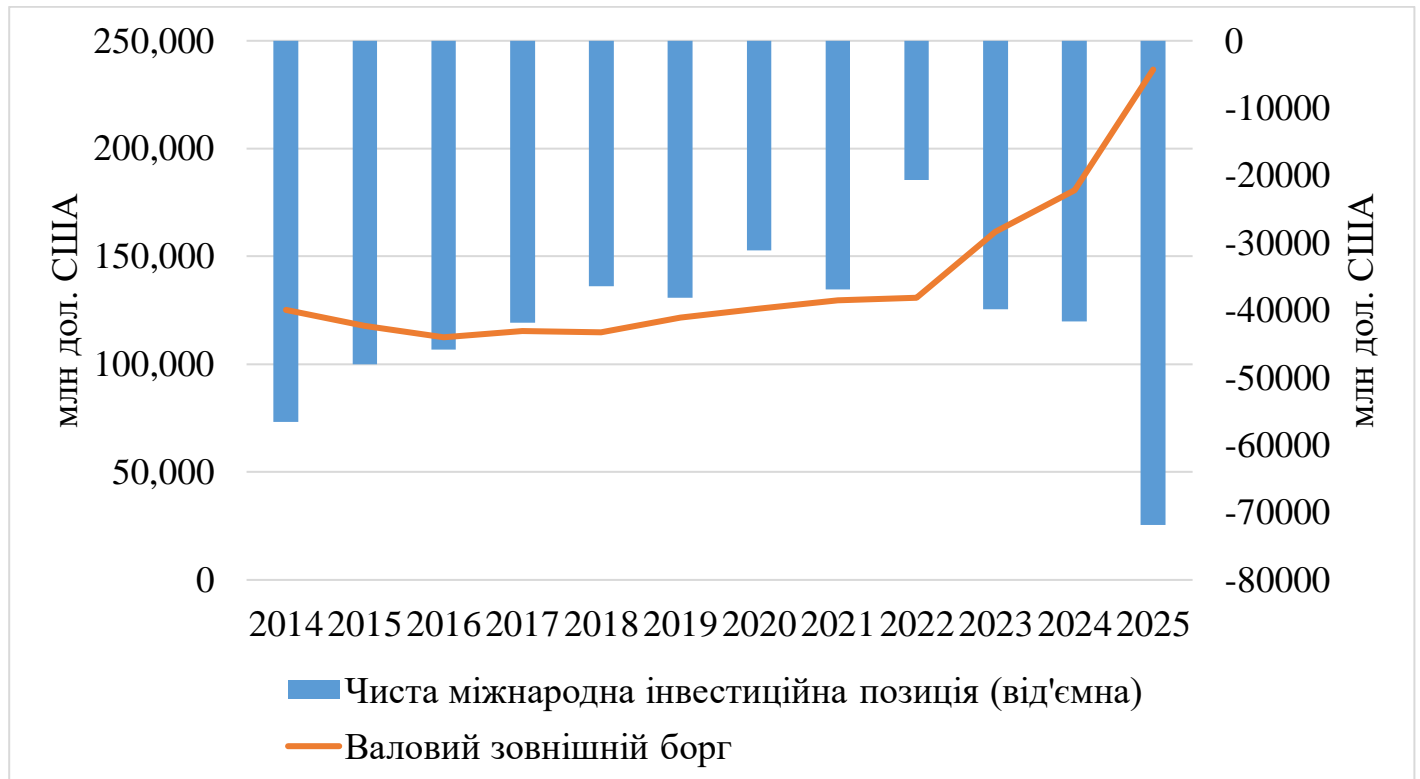
	Чиста міжнародна інвестиційна позиція	Зовнішні активи	Зовнішні зобов'язання	Валовий зовнішній борг
<i>у млн дол. США</i>				
2014	-56580	114 340	170920	125 297
2015	-48005	110 096	158101	117 668
2016	-45865	108 637	154502	112 524
2017	-41810	115 095	156905	115451
2018	-36461	118 765	155226	114710
2019	-38131	130 449	168580	121739
2020	-31107	140 558	171665	125682
2021	-36929	148 364	185293	129713
2022	-20674	151 434	172108	130958
2023	-39806	166 317	206123	161 533
2024	-41607	185 638	227245	180 639
2025	-71835	212 027	283862	236 663

Джерело: складено автором на основі даних НБУ щодо міжнародної інвестиційної позиції України та валового зовнішнього боргу [14-15]

Дані табл. 2.1 показують, що міжнародна інвестиційна позиція України протягом усього досліджуваного періоду залишалася від'ємною, що свідчить про стале перевищення зовнішніх зобов'язань над зовнішніми активами. Якщо у 2021 році чиста міжнародна інвестиційна позиція становила -36929 млн дол. США, то у 2025 році її від'ємне значення поглибилося до -71835 млн дол. США. Зовнішні активи України в цей період зростали – з 148364 млн дол. США у 2021 році до 212027 млн дол. США у 2025 році, – однак зовнішні зобов'язання нарощувалися швидше, досягнувши 283862 млн дол. США. Тобто зростання зовнішніх активів саме по собі не посилює зовнішню позицію України, оскільки зобов'язання збільшувалися швидше. Для фінансового ринку це означає вищу чутливість до умов зовнішнього фінансування та валютного курсу.

Паралельно, валовий зовнішній борг зріс із 129713 млн дол. США у 2021 році до 236663 млн дол. США у 2025 році, що підтверджує вагомість боргового каналу у взаємодії України зі світовим фінансовим середовищем.

Дані рис. 2.1 свідчать про динаміку чистої міжнародної інвестиційної позиції та валового зовнішнього боргу України у 2014-2025 роках.



**Рис. 2.1.** Динаміка чистої міжнародної інвестиційної позиції та валового зовнішнього боргу України у 2014-2025 рр., у млн дол. США [14-15]

З рис. 2.1 бачимо, що погіршення чистої міжнародної інвестиційної позиції України супроводжувалося одночасним зростанням валового зовнішнього боргу, особливо вираженим у 2023-2025 рр. Така динаміка свідчить, що інтеграція України у глобальні фінансові процеси здійснюється не лише через участь у міжнародному русі капіталу, а й через накопичення зовнішніх боргових зобов'язань. Отже, зовнішній сектор виступає важливим каналом інтеграції України у глобальні фінансові процеси, який має виразний борговий характер і тісно пов'язаний із динамікою зовнішнього фінансування

та валютного курсу. Цей висновок узгоджується з оцінкою МВФ, згідно з якою у структурі валових зовнішніх зобов'язань України простежується тенденція до зміщення від прямих іноземних інвестицій до позикових інструментів, а валютна структура зовнішнього боргу формує додаткову вразливість до курсового ризику [13, с. 73]. З огляду на це, зовнішній сектор України доцільно трактувати не стільки як канал ринкової інтеграції, скільки як канал боргово-інституційної інтеграції, у межах якого стійкість фінансового ринку залежить від безперервності офіційного фінансування більше, ніж від приватної інвестиційної активності.

Важливим каналом інтеграції фінансового ринку України у глобальні фінансові процеси є прямі іноземні інвестиції, оскільки вони відображають довгострокову участь нерезидентів у фінансуванні економіки країни.

У табл. 2.2 відображена структура міжнародної інвестиційної позиції України.

Таблиця 2.2

**Прямі інвестиції у структурі міжнародної інвестиційної позиції України у 2020-2025 рр., у млн дол. США**

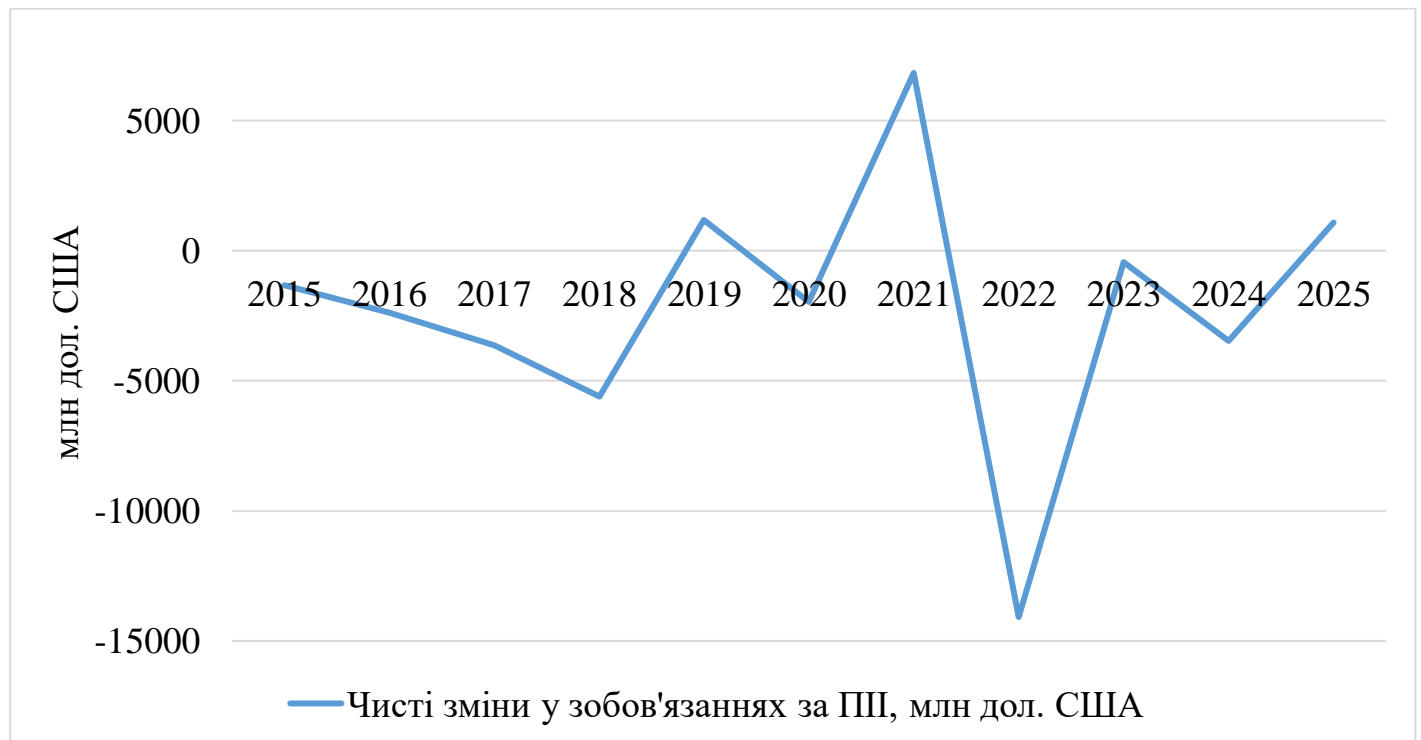
	Чиста позиція за ПІІ	Активи за ПІІ	Пасиви за ПІІ
	<i>у млн дол. США</i>		
2020	-51184	3958	55142
2021	-66041	3885	69926
2022	-52953	2972	55925
2023	-56772	3181	59953
2024	-57277	3192	60469
2025	-60865	3081	63946

Джерело: складено автором на основі даних НБУ щодо компоненту прямих інвестицій у структурі міжнародної інвестиційної позиції України [14]

Дані табл. 2.2 свідчать, що пасиви за прямими інвестиціями станом на 31.12.2025 становили 63946 млн дол. США, тоді як активи – 3081 млн дол. США, що підкреслює переважно односторонній характер цього каналу. Йдеться насамперед про залучення

іноземного капіталу в Україну, а не про зовнішню інвестиційну експансію українських резидентів. Разом з тим чиста позиція за прямими інвестиціями залишалася стійко від'ємною протягом усього досліджуваного періоду: від -51184 млн дол. США у 2020 році до -60865 млн дол. США у 2025 році. При цьому після суттєвого скорочення пасивів у 2022 році до 55 925 млн дол. США, що свідчило про послаблення інвестиційного каналу в умовах повномасштабної війни, у подальші роки спостерігалось поступове відновлення: пасиви зросли до 63946 млн дол. США у 2025 році, що підтверджує збереження присутності іноземного капіталу в українській економіці. Попри воєнні ризики, інтерес іноземних інвесторів повністю не зник. У перші три квартали 2023 року в Україну надійшло понад 4 млрд дол. США прямих іноземних інвестицій [16, с. 3].

Динаміку чистих змін у зобов'язаннях за прямими інвестиціями в Україні у 2015-2025 рр. подано на рис. 2.2.

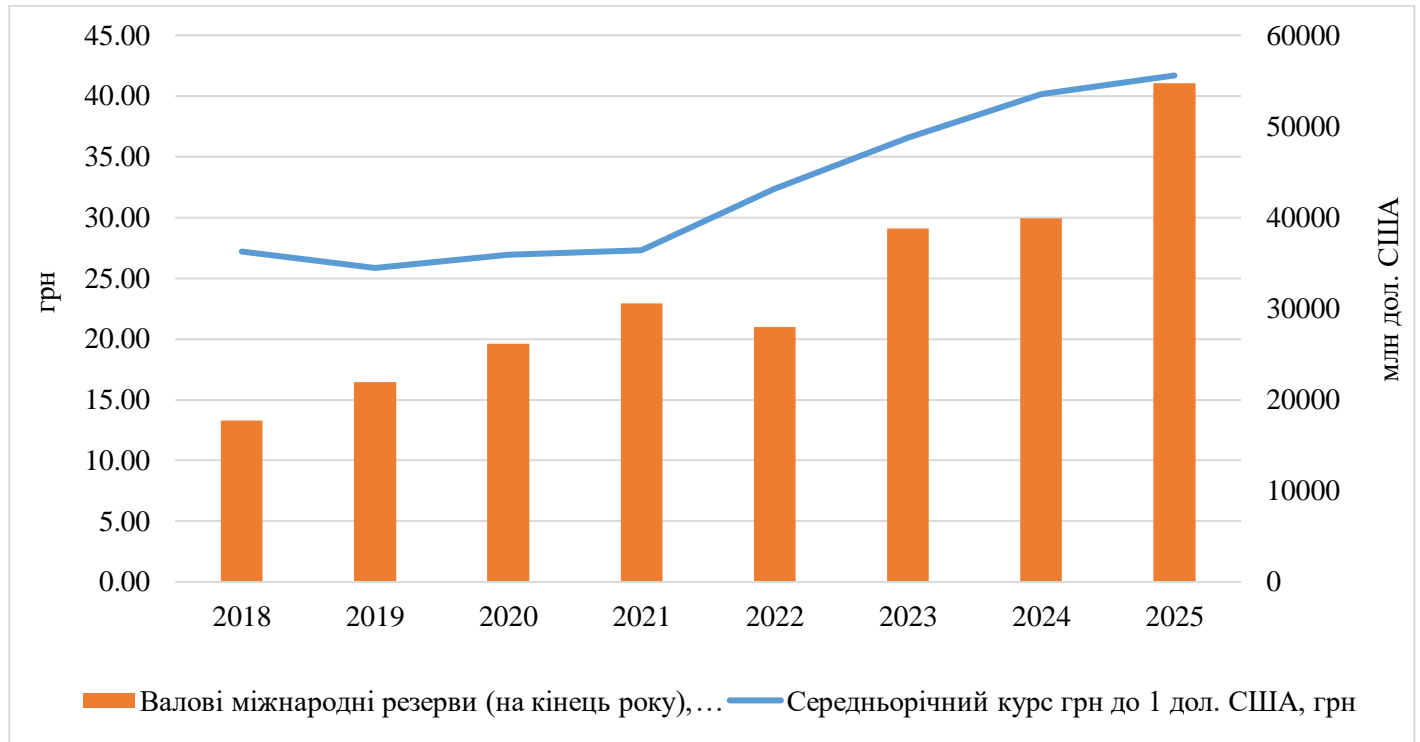


**Рис. 2.2.** Динаміка чистих змін у зобов'язаннях за прямими інвестиціями в Україні у 2015-2025 рр., у млн дол. США [14]

Рис. 2.2 засвідчує, що динаміка прямих іноземних інвестицій в Україну у досліджуваний період була нестійкою та чутливою до зовнішніх і внутрішніх шоків. Найбільш різке погіршення відбулося у 2022 році, коли чисті зміни у зобов'язаннях за прямими інвестиціями набули різко від'ємного значення (-14083 млн дол. США), що відображало різке погіршення інвестиційного середовища в умовах повномасштабної війни [14]. У 2023-2024 роках відновлення цього каналу залишалося слабким. Показник становив -446 млн дол. США та -3461 млн дол. США відповідно. А у 2025 році було зафіксовано лише помірне повернення до додатного значення. Така динаміка свідчить, що інтеграція України у глобальні інвестиційні потоки не припинилася, проте її інтенсивність істотно знизилася, а сам інвестиційний канал у воєнний період функціонує значно слабше, ніж у довоєнних умовах.

Валютний ринок є одним із найчутливіших каналів передавання зовнішніх фінансових шоків на внутрішній фінансовий ринок, оскільки саме через курсову динаміку та стан міжнародних резервів відображаються зміни у зовнішніх фінансових умовах і потоках капіталу. В умовах повномасштабної війни стійкість валютного ринку України значною мірою визначалася масштабами офіційного зовнішнього фінансування. Станом на кінець жовтня 2023 року сукупне зовнішнє грантове та позикове фінансування бюджету досягло 35,4 млрд дол. США, що дозволило наростити валові міжнародні резерви до 39 млрд дол. США, або 5,1 місяця імпорту [13, с. 7]. Паралельно НБУ здійснив перехід від режиму фіксованого валютного курсу до керованої гнучкості, що стало можливим завдяки досягненню необхідних передумов - зниженню інфляції та інфляційних очікувань, накопиченню достатнього рівня резервів і стабілізації валютного ринку [13, с. 138]. Таким чином, міжнародні резерви виконували функцію зовнішнього буфера, що забезпечував простір для курсової трансформації, а сама зміна валютного режиму відображала адаптацію монетарної політики до умов глобального фінансового середовища.

Динаміка обмінного курсу гривні та валових міжнародних резервів, подана на рис. 2.3, дозволяє простежити, як змінювалася модель валютної інтеграції України та якою була роль зовнішньої підтримки у стабілізації цього каналу.



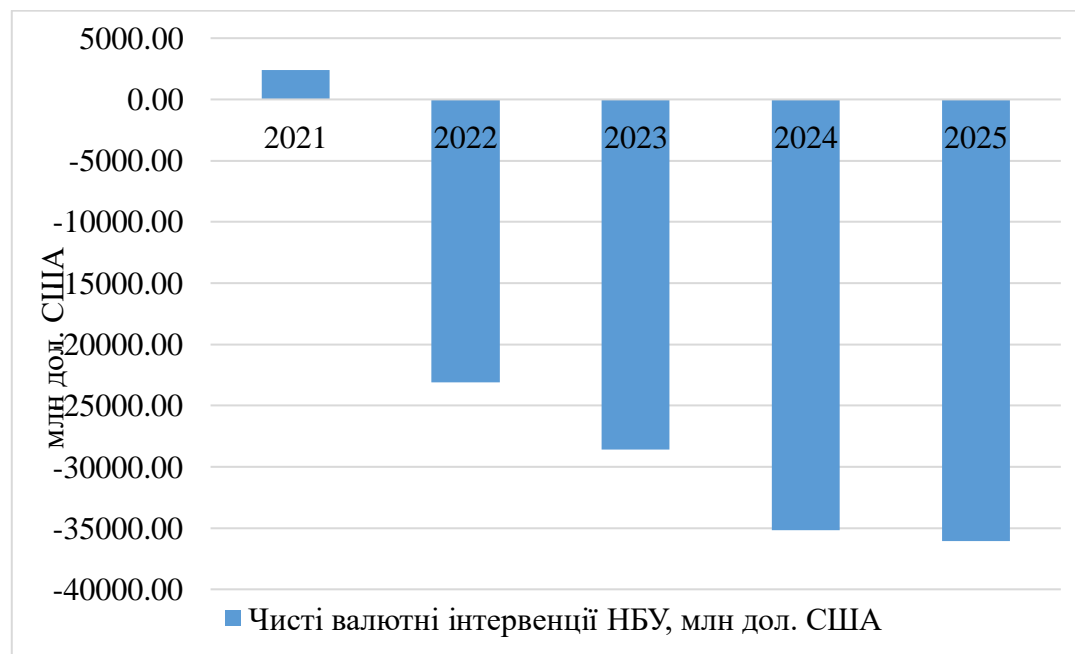
**Рис. 2.3.** Динаміка середньорічного офіційного курсу гривні до долара США та валових міжнародних резервів України у 2018-2025 рр., у грн та млн дол. США [17-18]

Дані рис. 2.3 свідчать, що після початку повномасштабної війни валютний ринок України зазнав суттєвої трансформації. Середньорічний курс гривні знецінився з 27,29 грн за дол. США у 2021 році до 41,69 грн у 2025 році, відображаючи поступову курсову адаптацію в умовах переходу до режиму керованої гнучкості. У той же час валові міжнародні резерви демонстрували висхідну динаміку. Після тимчасового скорочення у 2022 році до 27954,58 млн дол. США вони зросли до 54756,29 млн дол. США у 2025 році. Така динаміка пояснюється насамперед масштабною зовнішньою підтримкою. МВФ прямо вказує, що підтримання адекватного рівня резервів забезпечувалося саме за рахунок значного офіційного зовнішнього фінансування [11, с. 2]. Паралельно, курсова гнучкість набула функції амортизатора зовнішніх шоків, коли запровадження режиму

керованої гнучкості підвищило здатність валютного ринку до самозбалансування та посилило роль обмінного курсу як інструменту пристосування до зовнішніх умов [11, с. 102; 12, с. 166]. Отже, після 2022 року курсова гнучкість поєднувалася з резервною підтримкою, що в сукупності забезпечувало стійкість валютного каналу інтеграції України у глобальні фінансові процеси.

Важливим інструментом підтримання валютної стабільності в цей період стали інтервенції НБУ на валютному ринку. Їх основна функція полягала у покритті структурного дефіциту іноземної валюти у приватному секторі та стримуванні надмірної курсової волатильності [12, с. 105; 11, с. 103]. Показово, що у воєнний період НБУ виступав стабільним нетто-продавцем іноземної валюти - загальний обсяг продажів за період з 24 лютого 2022 року по кінець вересня 2023 року склав 46,5 млрд дол. США [13, с. 138].

Масштаби та динаміку валютних інтервенцій НБУ у досліджуваний період відображено на рис. 2.4.



**Рис. 2.4.** Динаміка чистих валютних інтервенцій НБУ у 2021-2025 рр., у млн дол. США [19]

З рис. 2.4 бачимо, що після 2022 року інтервенції НБУ перестали бути епізодичним інструментом згладжування коливань і фактично стали регулярним механізмом покриття структурного дефіциту валюти на ринку. Якщо у 2021 році чисті валютні інтервенції були додатними (2 415 млн дол. США), що відображало переважання купівлі валюти, то починаючи з 2022 року НБУ перетворився на стабільного нетто-продавця і чисті інтервенції становили -23112,64 млн дол. США у 2022 році, -28609,88 млн дол. США у 2023 році, -35186,35 млн дол. США у 2024 році та -36061,32 млн дол. США у 2025 році. Така динаміка свідчить, що у воєнний період стабілізація валютного ринку значною мірою забезпечувалася активною участю НБУ через інтервенції, спрямовані на покриття структурного дефіциту іноземної валюти та стримування надмірної курсової волатильності [11, с. 103]. Показово, що навіть у міру поступового зростання глибини валютного ринку рівень інтервенцій залишався високим через значні обсяги фіскальних видатків, а НБУ зберігав домінуючу роль у функціонуванні валютного ринку [12, с. 106; 13, с. 25]. Отже, валютні інтервенції у воєнний період набули характеру не тимчасового антикризового заходу, а постійного механізму підтримання функціонування валютного ринку, що дає підстави стверджувати, що валютний канал інтеграції України у глобальні фінансові процеси характеризується поєднанням ринкових сигналів, зовнішнього фінансування та активної стабілізаційної ролі НБУ.

Проведений аналіз валютного ринку, міжнародних резервів, інтервенцій НБУ та боргового фінансування дає підстави узагальнити, що після 2022 року в Україні відбулася не лише кількісна зміна окремих фінансових показників, а й якісна трансформація каналів трансмісії глобального фінансового циклу. Якщо для більшості країн, що розвиваються, стандартна логіка передавання зовнішніх фінансових шоків пов'язана насамперед із приватними потоками капіталу, зміною ризик-апетиту інвесторів, ринковою вартістю запозичень і реакцією валютного курсу, то в Україні в умовах повномасштабної війни ці канали були суттєво модифіковані. Для систематизації

цієї специфіки доцільно зіставити стандартну дію основних каналів трансмісії з їх проявом в українських умовах після 2022 року (табл. 2.3).

Таблиця 2.3

### Трансформація каналів трансмісії глобального фінансового циклу в Україні після 2022 року

Канал трансмісії	Стандартний вплив на країни, що розвиваються	Особливість України після 2022 року
Потоки капіталу	Відплив або приплив приватного капіталу залежно від глобального ризик-апетиту та умов зовнішнього фінансування	Приватні канали фінансової інтеграції послабилися, натомість домінуючим джерелом зовнішнього ресурсу стало офіційне фінансування міжнародних партнерів
Валютний курс	Реагує на зміну глобального ризику, потоків капіталу та вартості зовнішнього фінансування	Реакція курсу згладжується валютними обмеженнями, інтервенціями НБУ та переходом до режиму керованої гнучкості
Міжнародні резерви	Використовуються як буфер для пом'якшення зовнішніх шоків і підтримання довіри до валютного ринку	Резерви одночасно виконують функцію стабілізаційного буфера і відображають надходження офіційного зовнішнього фінансування
Борговий канал	Вартість і доступність запозичень залежать від глобальних процентних ставок, ризикових премій та настроїв інвесторів	Ринкове зовнішнє фінансування значною мірою заміщене пільговими кредитами та грантами офіційних партнерів
Роль центрального банку	Центральний банк згладжує надмірну волатильність, але ринок зберігає більшу частку саморегулювання	НБУ став ключовим стабілізатором валютного ринку через регулярні інтервенції, валютні обмеження та підтримання керованої курсової динаміки

Джерело: складено автором на основі узагальнення теоретичних положень розділу 1 та результатів аналізу фінансового ринку України у підрозділі 2.1.

Дані табл. 2.3 показують, що українська специфіка полягає не лише у вищій вразливості до зовнішніх фінансових шоків, а й у зміні самого механізму їх передавання. У стандартній моделі глобальний фінансовий цикл впливає на країни, що розвиваються, переважно через зміну поведінки приватних інвесторів, рух капіталу, ризикові премії та

валютний курс. В Україні після 2022 року ці ринкові канали не зникли повністю, однак були істотно деформовані війною: приватні інвестиційні потоки послабилися, участь нерезидентів у внутрішньому ринку стала обмеженою, а валютний ринок функціонував за умов активної присутності НБУ.

Отже, вплив глобального фінансового циклу на фінансовий ринок України у воєнний період реалізується через змішаний механізм: зовнішні фінансові умови зберігають значення, але їх дія значною мірою опосередковується офіційним зовнішнім фінансуванням, міжнародними резервами, валютними інтервенціями та борговою політикою. Саме ця трансформація пояснює, чому український випадок не можна повністю інтерпретувати за стандартною моделлю країн, що розвиваються: у ньому глобальний фінансовий цикл передається не лише через ринок, а й через інституційні канали міжнародної підтримки та стабілізаційні рішення НБУ.

Державний борг після 2022 року набув значення одного з ключових каналів інтеграції фінансового ринку України у глобальні фінансові процеси. В умовах повномасштабної війни потреби у фінансуванні значною мірою покриваються міжнародними партнерами у вигляді грантів та пільгових позик, що визначає переважно офіційно-інституційний характер цієї інтеграції [20, с. 1]. Відповідно, пріоритетами боргової політики України у середньостроковій перспективі визначено: залучення зовнішнього довгострокового пільгового фінансування та максимізацію частки грантів офіційного сектору; мінімізацію ризику рефінансування; а також розвиток внутрішнього ринку капіталу як додаткового джерела фінансування [20, с. 2]. Таким чином, борговий канал інтеграції України у глобальні фінансові процеси має подвійний характер: він поєднує залежність від зовнішнього офіційного фінансування з необхідністю поступового розвитку внутрішнього ринку капіталу як елемента довгострокової фінансової стійкості.

Для характеристики сучасної моделі боргової інтеграції України доцільно розглянути структурні параметри державного боргу станом на червень 2023 року (табл. 2.4).

Таблиця 2.4

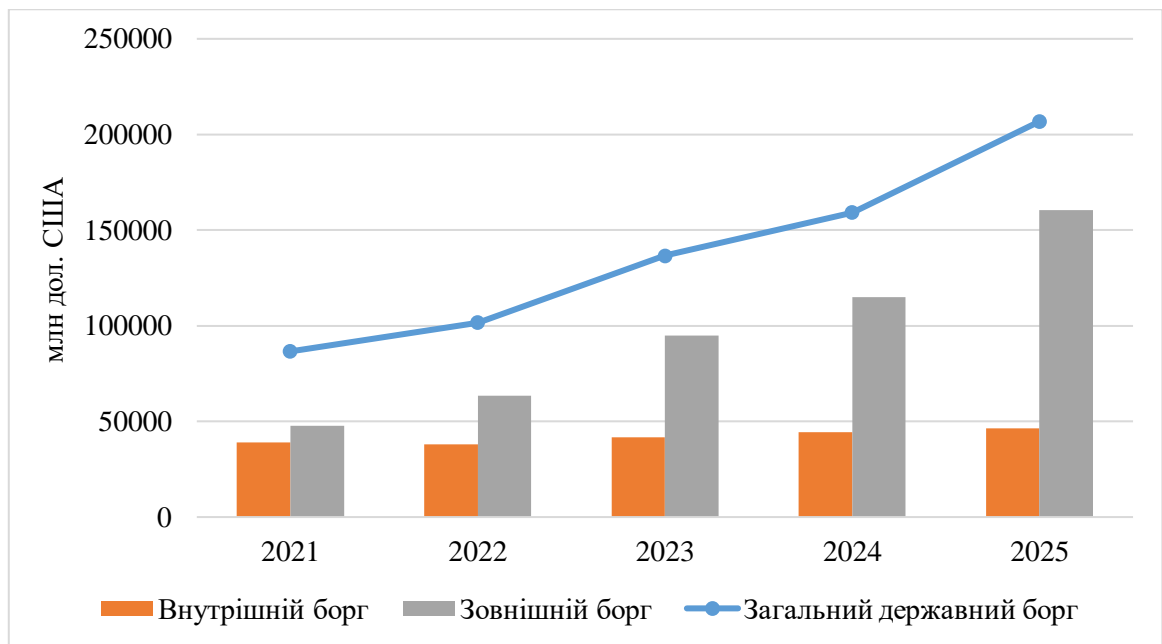
**Структурні характеристики державного боргу України станом на червень 2023 року, у %**

Внутрішній та зовнішній борг		Структура боргу за інструментами				Структура боргу за валютами	
Внутрішній борг	Зовнішній борг	МФО	Кредити	Ринкові цінні папери	Інше	Іноземні валюти	Гривня
33%	67%	46%	1%	40%	12%	70%	30%

Джерело: складено автором на основі даних Мінфін України щодо структури державного боргу України [20]

Дані табл. 2.4 свідчать, що боргова модель України має переважно зовнішньо орієнтований характер. Протягом 2022-2023 років внаслідок повномасштабної війни Україна значною мірою покладалася на зовнішнє пільгове фінансування, що призвело до скорочення частки внутрішнього боргу до 33% та відповідного зростання частки зовнішнього до 67% загального державного боргу [20, с. 6]. Структура боргу за інструментами підтверджує цю тенденцію. Заборгованість перед міжнародними фінансовими організаціями та іноземними урядами становить 46% від загальної суми державного боргу, що відображає посилення ролі офіційних кредиторів у структурі державного боргу в умовах війни. Поряд з цим валютна структура боргу формує додаткову вразливість. 70% державного боргу номіновано в іноземній валюті, що показує пряму залежність боргового навантаження від динаміки обмінного курсу гривні [20, с. 7]. Тобто сучасний борговий канал інтеграції України у глобальні фінансові процеси є зовнішньо орієнтованим, інституційно залежним і валютно чутливим, що визначає його високу чутливість до змін зовнішнього фінансового середовища та курсових коливань.

На рис. 2.5 показано динаміку внутрішнього та зовнішнього державного боргу України за останні 5 років.

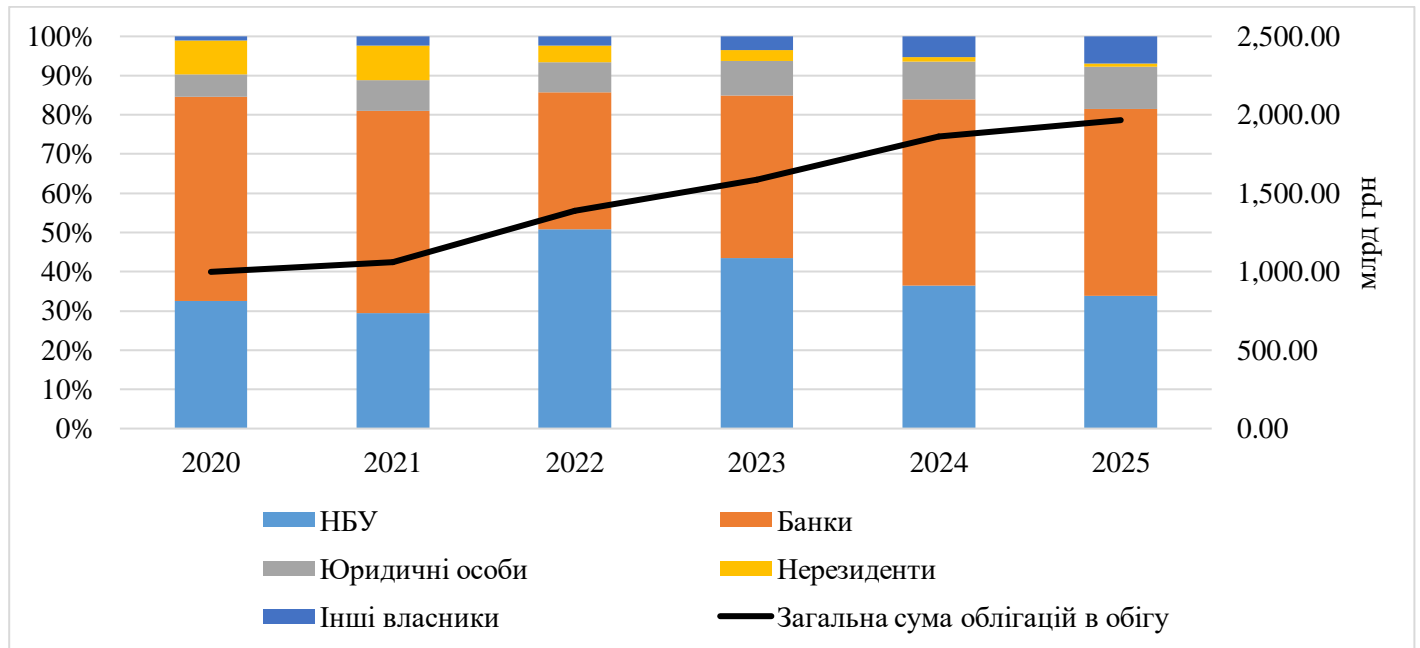


**Рис. 2.5.** Динаміка внутрішнього та зовнішнього державного боргу України у 2021-2025 рр., у млн дол. США [21]

Рис. 2.5 наочно демонструє виразну висхідну динаміку загального державного боргу України у 2021-2025 роках, причому це зростання визначалося переважно зовнішньою складовою. Внутрішній борг також зростає, однак значно повільніше, тоді як зовнішній борг збільшився з приблизно 47000 млн дол. США у 2021 році до понад 150000 млн дол. США у 2025 році. Така динаміка узгоджується з даними «Програми управління державним боргом на 2025 рік», згідно з якою загальний обсяг державних запозичень становить 2147,7 млрд грн, з яких зовнішні запозичення (1568,4 млрд грн) майже втричі перевищують внутрішні (579,2 млрд грн) [22, с. 3]. Це підтверджується і оцінкою МВФ, згідно з якою офіційна підтримка донорів залишатиметься основним джерелом фінансування дефіциту, а загальний обсяг бюджетної підтримки від міжнародних партнерів та Фонду прогнозується на рівні 37,3 млрд дол. США [13, с. 17]. Отже, динаміка рис. 2.5 підтверджує, що зростання державного боргу України після

2022 року відбувалося переважно за рахунок зовнішньої складової, що свідчить про подальше посилення залежності боргового каналу інтеграції України від офіційного зовнішнього фінансування.

Рис. 2.6 відображає структуру власників та динаміку обсягів ОВДП в Україні за останні 5 років.



**Рис. 2.6.** Структура власників ОВДП в Україні та динаміка загального обсягу облігацій в обігу у 2020-2025 рр., у % та млрд грн [23]

Загальний обсяг облігацій в обігу демонстрував висхідну динаміку – з близько 1000 млрд грн у 2020 році до майже 2000 млрд грн у 2025 році, – що свідчить про зростання ролі внутрішнього боргового ринку як джерела фінансування державного бюджету. МВФ розглядає мобілізацію внутрішніх заощаджень через ринок ОВДП як важливий елемент бюджетного фінансування, зазначаючи, що успішне розміщення облігацій на внутрішньому ринку у поєднанні із зовнішньою підтримкою на пільгових умовах дозволяє виконувати бюджет без монетарного фінансування та накопичення заборгованості [13, с. 134]. Одночасно структура власників ОВДП свідчить про виразну інституційну концентрацію: протягом усього досліджуваного періоду домінуючими

власниками залишалися банки та НБУ, тоді як частка нерезидентів залишалася незначною, що підтверджується оцінкою МВФ, згідно з якою банки є основними учасниками внутрішнього боргового ринку [13, с. 17]. Отже, ринок ОВДП є інституційно концентрованим і в сучасних умовах функціонує переважно як доповнення до зовнішнього офіційного фінансування.

Таким чином, проведений аналіз засвідчив, що фінансовий ринок України інтегрований у глобальні фінансові процеси через низку взаємопов'язаних каналів, ключовими серед яких виступають зовнішній сектор, прямі іноземні інвестиції, валютний ринок, міжнародні резерви, валютні інтервенції НБУ, державний борг і ринок ОВДП. При цьому характер цієї інтеграції є асиметричним. Україна включена у глобальні фінансові процеси не як автономний центр формування фінансових умов, а як економіка, чутлива до зовнішнього фінансування, коливань валютного курсу і рішень міжнародних інституцій. Після 2022 року модель інтеграції суттєво трансформувалася – роль зовнішнього офіційного фінансування, міжнародних резервів і боргових інструментів різко зросла, тоді як приватні ринкові канали, зокрема прямі іноземні інвестиції, стали менш стійкими та вразливими до воєнних ризиків. Така конфігурація забезпечила відносну макрофінансову стабілізацію в умовах війни, однак водночас із цим зумовила посилення ролі зовнішніх фінансових умов у функціонуванні фінансового ринку України. Саме тому виявлення проблем функціонування фінансового ринку України в умовах глобальної нестабільності становить предмет аналізу підрозділу 2.2.

## **2.2. Ідентифікація проблем функціонування фінансового ринку України в умовах глобальної нестабільності**

Інтеграція фінансового ринку України у глобальні фінансові процеси, розглянута в підрозділі 2.1, не лише відкриває канали зовнішніх ресурсів, а й загострює внутрішні структурні дисбаланси, посилюючи залежність фінансової системи від зовнішніх стабілізаційних механізмів. Попри збереження відносної функціональності фінансової

системи, міжнародні оцінки вказують на наявність структурних проблем, які стримують мобілізацію приватного фінансування для відновлення економіки. За умов тривалої війни ці проблеми набувають особливої ваги. Потреби у відновленні та реконструкції протягом наступного десятиліття становлять близько 486 млрд дол. США, або приблизно 2,8 рази номінального ВВП України у 2023 році, тоді як фінансові ринки та інституції ще не мають достатньої глибини й ефективності для мобілізації необхідних ресурсів [24, с. 11]. Показово, що МВФ визначає забезпечення стабільності фінансового сектору одним із макроекономічних пріоритетів чинної програми, що вказує на збереження системних ризиків і вразливостей, які потребують адресного реагування [25, с. 1]. Отже, за таких умов необхідною є ідентифікація ключових проблем функціонування фінансового ринку України в умовах глобальної нестабільності – зокрема в банківському секторі, на ринку капіталу, в небанківському фінансовому сегменті та у сфері ринкової інфраструктури.

Для систематизації основних проблем функціонування фінансового ринку України в умовах глобальної нестабільності доцільно узагальнити їх у табл. 2.5.

*Таблиця 2.5*

**Ключові проблеми функціонування фінансового ринку України в умовах  
глобальної нестабільності**

Проблема	Основні прояви	Наслідки для фінансового ринку
Макрофінансова та зовнішня вразливість	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Висока залежність від офіційного зовнішнього фінансування;</li> <li>2. Слабка зовнішня позиція;</li> <li>3. Чутливість до зовнішніх шоків.</li> </ol>	Обмеження автономної стабілізації та зростання вразливості до змін зовнішнього середовища
Банкоцентричність фінансової системи	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Домінування банків у структурі активів;</li> <li>2. Висока частка державних банків;</li> <li>3. Sovereign-bank nexus;</li> <li>4. Значний рівень NPL.</li> </ol>	Недостатня диверсифікація фінансового посередництва та обмежене кредитування реального сектору

Слабкість ринку капіталу та його інфраструктури	1. Низька капіталізація і ліквідність; 2. Домінування державних облігацій; 3. Кадрові й інфраструктурні проблеми НКЦПФР.	Слабка мобілізація приватного капіталу та обмежений доступ інвесторів до ринкових інструментів
Слабка розвиненість небанківського фінансового сектору	1. Низька частка NBFI в активах; 2. Слабка капіталізація окремих сегментів; 3. Проблеми резервування й прибутковості.	Звуження альтернативних каналів фінансування економіки поза банківською системою

Джерело: складено автором на основі даних МВФ щодо макрофінансової, банківської та інституційної вразливості фінансового сектору України, OECD щодо структури фінансової системи та стану ринку капіталу, а також оглядів НБУ щодо небанківського фінансового сектору [12; 24-30]

Як видно з табл. 2.5, проблеми фінансового ринку України мають комплексний характер і охоплюють як зовнішні макрофінансові дисбаланси, так і внутрішні структурні обмеження окремих сегментів фінансової системи.

Першою з проблем, узагальнених у табл. 2.5, є макрофінансова та зовнішня вразливість фінансового ринку України. Фінансовий ринок України демонструє відносну стійкість в умовах повномасштабної війни, проте міжнародні оцінки засвідчують, що ця стійкість значною мірою спирається на зовнішню підтримку, а не на автономні ринкові механізми. OECD прямо вказує, що попри збереження функціональності фінансової системи, структурні проблеми продовжують стримувати мобілізацію приватного фінансування для відновлення економіки [24, с. 11]. МВФ, у свою чергу, визначає забезпечення стабільності фінансового сектору одним із пріоритетів чинної програми МВФ для України, а ризики для її виконання характеризує як «винятково високі», зокрема через те, що програма значною мірою залежить від масштабної зовнішньої підтримки, а будь-які затримки або скорочення її обсягів можуть загострити фінансові розриви [25, с. 3].

Отже, першою системною проблемою функціонування фінансового ринку України є його висока залежність від зовнішніх джерел стабілізації, що обмежує

самостійність внутрішніх ринкових механізмів і підвищує чутливість системи до змін у зовнішньому фінансовому середовищі. Це означає, що операційна стабільність фінансового сектору України не тотожна його самодостатності: система може залишатися функціональною, але разом із тим структурно залежною від зовнішнього ресурсу.

Поглиблений аналіз зовнішнього сектору підтверджує, що вищезгадана залежність поєднується зі структурною слабкістю зовнішньої позиції України. Оцінка МВФ засвідчує, що зовнішня позиція України у 2024 році залишалася суттєво слабшою за рівень, що відповідав би фундаментальним макроекономічним чинникам і бажаній політиці, а донорське фінансування продовжувало відігравати критичну роль у підтриманні резервів. Додаткову вразливість формує боргова позиція: державний борг, 72% якого є зовнішнім, оцінюється як нестійкий за відсутності боргового врегулювання та достатньо пільгових умов фінансування. Прогнози на 2025 рік вказують на подальше погіршення зовнішнього сектору, зокрема зростання дефіциту поточного рахунку та зниження чистої міжнародної інвестиційної позиції, тоді як виняткова невизначеність щодо тривалості та наслідків війни продовжує формувати значний ризик для зовнішньої позиції [25, с. 70]. Таким чином, макрофінансова та зовнішня вразливість фінансового ринку України проявляється у поєднанні слабкої зовнішньої позиції, високої залежності від офіційного фінансування та підвищеної чутливості до зовнішніх шоків.

Наступною проблемою, відображеною у табл. 2.5, є банкоцентричність фінансової системи України. Фінансова система України є банкоцентричною: банки становлять 76% фінансових активів станом на другий квартал 2024 року, тоді як небанківські фінансові посередники відіграють значно меншу роль. При цьому банківський сектор України залишається відносно невеликим порівняно з країнами-аналогами, а кредитування приватного сектору у 2022 році становило лише 17,74% ВВП, що свідчить про недостатню глибину банківського посередництва у фінансуванні реального сектору. Додаткову структурну особливість формує висока державна присутність: державні

банки контролюють 52% активів сектору та понад 60% роздрібних депозитів, що обмежує конкурентну диверсифікацію та послаблює ринкову збалансованість фінансового посередництва [24, с. 27]. Отже, однією з ключових проблем функціонування фінансового ринку України є його банкоцентричність у поєднанні з недостатньою диверсифікацією фінансових посередників і високою часткою державної присутності у банківському секторі.

В той же час структура балансів банківського сектору формує специфічні обмеження для повноцінного фінансування реальної економіки. Концентрована експозиція банків до держави, що перевищує 20% сукупних банківських активів, підтримує прибутковість сектору, однак разом посилює sovereign-bank nexus і потенційно маскує слабкості у якості активів та бізнес-моделях [25, с. 10]. Рівень непрацюючих кредитів, попри певне зниження, залишається структурною проблемою: середній показник NPL досяг 34,6% у червні 2024 року, хоча за даними НБУ у четвертому кварталі 2025 року він скоротився до найнижчого рівня за понад 15 років – значною мірою внаслідок списання legacy-NPL у державних банках [24, с. 44; 26, с. 1]. Таким чином, функціонування банківського сектору України ускладнюється поєднанням високої експозиції до держави, збереженням legacy-проблем у якості активів і обмеженим спрямуванням наявної ліквідності на довгострокове кредитування реального сектора.

Наступним проблемним блоком, узагальненим у табл. 2.5, є слабкість ринку капіталу та його інфраструктури. Ринок капіталу України продовжує функціонувати, однак його масштаб і структура залишаються недостатніми для виконання завдань мобілізації приватного фінансування. Загальна ринкова капіталізація оцінюється приблизно у 1,6 млрд дол. США, що дає підстави характеризувати внутрішній ринок капіталу як малий і нерозвинений, а торгова активність на ньому визначається переважно операціями з державними облігаціями [24, с. 11]. Попри те, що загальний обсяг торгів на фондовому ринку у 2023 році наблизився до 37 млрд дол. США, частка

операцій з акціями скоротилася з близько 5% у 2019 році до 0,5% у 2023 році, тоді як державні облігації становили близько 90% сукупного торгового обороту [24, с. 68-69]. Така структура свідчить, що ринок капіталу України фактично виконує функцію майданчика для обігу суверенного боргу, а не повноцінного механізму мобілізації корпоративного фінансування. Отже, низька глибина та ліквідність ринку капіталу, домінування державних інструментів і маргінальна роль інструментів власного капіталу є структурною проблемою, що обмежує залучення приватних інвестицій для відновлення економіки.

З іншого боку ефективне функціонування ринку капіталу стримується не лише низькою ліквідністю, а й системними інституційними та інфраструктурними обмеженнями. Ключовим регулятором виступає Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР), яка функціонує в умовах суттєвих кадрових і фінансових обмежень. Як зазначає ОЕСР, утримання кваліфікованих фахівців залишається критичною проблемою, оскільки низький рівень заробітних плат унеможливорює конкуренцію за досвідчених працівників на ринку праці [24, с. 70]. МВФ також наголошує на необхідності невідкладного вирішення інституційних викликів, пов'язаних з діяльністю НКЦПФР, та закриття суттєвих прогалин в інфраструктурі ринку капіталу [12, с. 35]. Паралельно триває робота над формуванням цілісної ринкової інфраструктури: зокрема, встановлення прямого зв'язку між Національним депозитарієм України та іноземними центральними депозитаріями цінних паперів розглядається як необхідна умова для розширення доступу міжнародних інвесторів до українських інструментів [27, с. 3-4]. Сам факт того, що подібні завдання досі перебувають на стадії реалізації, свідчить про те, що навіть за наявності потенційного інвесторського інтересу ринок ще не має достатньої інфраструктурної бази для ефективного залучення як внутрішнього, так і зовнішнього капіталу.

Окремою проблемою, узагальненою в табл. 2.5, є слабка розвиненість небанківського фінансового сектору. Небанківський фінансовий сектор України

залишається слабо розвиненим і не утворює повноцінної альтернативи банківському посередництву. За даними ОЕСР, банки акумулюють 76% активів фінансового сектору станом на другий квартал 2024 року, що суттєво перевищує показники країн-аналогів [24, с. 11]. Частка небанківських фінансових установ (NBFIs), що перебувають під наглядом НБУ, при цьому скорочується: у другому кварталі 2025 року вона знизилася до історичного мінімуму – 8,9% активів фінансового сектору [28, с. 1], і залишалася на цьому рівні у третьому кварталі [29, с. 1]. Така динаміка свідчить не лише про обмежені масштаби небанківського сегменту як такого, а й про обмежену здатність фінансового ринку забезпечувати різноманітні канали акумулювання заощаджень і фінансування економіки. Отже, нерозвиненість небанківського фінансового сектору є одним із структурних обмежень фінансового ринку України, що знижує диверсифікацію фінансового посередництва та звужує можливості для розподілу фінансових ресурсів поза межами банківської системи.

Проблеми небанківського сектору не зводяться лише до його малих масштабів – вони також проявляються у якісних дисфункціях окремих сегментів. Зокрема, сегмент кредитних спілок демонструє системні труднощі з капіталізацією, резервуванням і прибутковістю. У першому кварталі 2025 року кредитні спілки зафіксували операційні збитки і завершили квартал із чистим збитком. Станом на початок квітня, шість спілок порушували норматив достатності регулятивного капіталу, три депозитні кредитні спілки не дотримувалися нормативу N2, а ще чотири – не мали достатнього запасу ліквідності [30, с. 2]. Показово, що навіть там, де сегмент формально демонструє прибутковість, стійкість такої прибутковості викликає сумніви. За даними серпневого огляду, єдиним джерелом прибутку залишалось вивільнення резервів, що може свідчити про недооцінку фінансових ризиків і завищення реальних результатів діяльності [28, с. 2]. Листопадовий огляд підтверджує цю тенденцію: майже у половини кредитних спілок обсяг оціненого кредитного ризику і сформованих резервів є меншим за обсяг непрацюючих кредитів, що вказує на надмірний оптимізм при оцінці портфелів і

потенційне завищення показників прибутковості та достатності капіталу [29, с. 2]. Таким чином, слабкість небанківського фінансового сектору проявляється як у його малих масштабах, так і в наявності внутрішніх дисбалансів, що обмежують його здатність відігравати вагому роль у фінансуванні економіки.

Проведений аналіз засвідчує, що проблеми функціонування фінансового ринку України мають системний і взаємопов'язаний характер, охоплюючи одночасно макрофінансовий вимір, банківський сектор, ринок капіталу та небанківське фінансове посередництво. У сукупності виявлені дисбаланси формують модель фінансового ринку, що є структурно залежною від зовнішнього фінансування, банкоцентричною і недостатньо диверсифікованою за інструментами та каналами акумулювання капіталу. Це суттєво звужує здатність ринку мобілізувати приватний капітал та забезпечувати ефективний перерозподіл фінансових ресурсів, що обмежує його роль у підтримці економічного відновлення. Водночас із цим важливо зауважити, що фінансовий ринок України не є нефункціональним: він зберігає операційну стійкість, однак ця стійкість значною мірою підтримується зовнішньою донорською підтримкою та регуляторними і стабілізаційними механізмами, а не достатньою внутрішньою глибиною і самодостатністю ринку. Отже, подолання виявлених структурних дисбалансів є необхідною передумовою для того, щоб фінансовий ринок України міг повноцінно виконувати свою інвестиційну функцію в умовах воєнної та повоєнної трансформації економіки.

### **2.3. Порівняльний аналіз впливу глобальних фінансових циклів на ринки інших країн, що розвиваються**

Вплив глобального фінансового циклу на країни, що розвиваються, є неоднорідним. Цикли капітальних потоків у цих економіках є більш волатильними порівняно з фінансовими та діловими циклами, а самі потоки демонструють значну міжкраїнову узгодженість і випереджають ділову активність [6, с. 1-2]. У той же час

чутливість окремих країн до глобальних ризик-шоків суттєво різниться залежно від ступеня відкритості фінансового рахунку, ступеня гнучкості валютного курсу, обсягу міжнародних резервів, рівня зовнішнього боргу та якості макроекономічної політики в цілому [31, с. 23-25]. Країни з більш розвиненими політичними рамками демонструють вищу здатність витримувати шоки погіршення глобального ризик-апетиту та меншу ймовірність і глибину розворотів капітальних потоків [9, р. 1]. При цьому більша гнучкість валютного курсу, розвиток макропруденційної політики та сильніші фіскальні рамки суттєво підвищують здатність економік поглинати зовнішні шоки [9, с. 2]. З огляду на це, для порівняльного аналізу доцільно зіставити чотири країни з різними типами макрофінансової позиції: Україну – як економіку з воєнно зумовленою вразливістю, Індію – як приклад відносно сильнішої макрофінансової позиції, Індонезію – як приклад помірно стійкої та більш збалансованої макрофінансової моделі, і Туреччину – як країну з підвищеною зовнішньою вразливістю. Початковим етапом такого зіставлення є аналіз базових макрофінансових характеристик цих економік, поданий у табл. 2.6.

Таблиця 2.6

**Порівняльні макрофінансові характеристики України, Індії, Індонезії та Туреччини станом на 2025 рік, у % від ВВП та млрд дол. США**

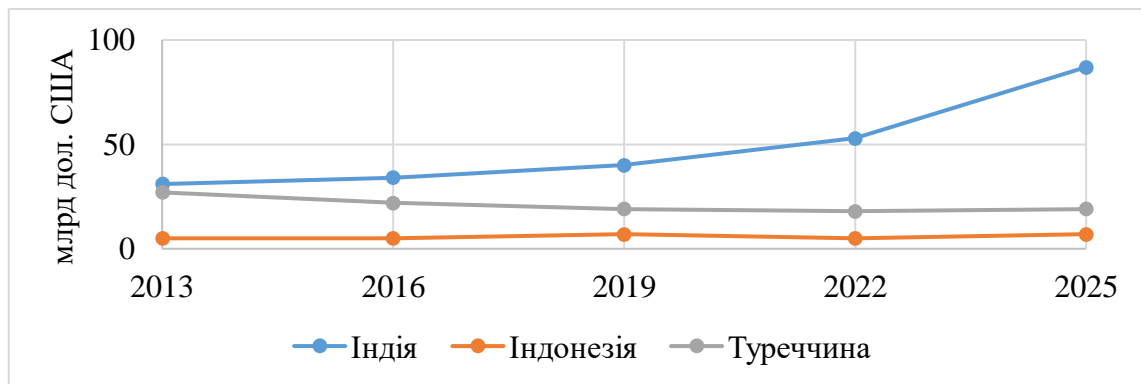
	Реальне зростання ВВП, %	Поточний рахунок, % від ВВП	Валові міжнародні резерви, млрд дол. США	Зовнішній борг, % від ВВП	Характеристика позиції
Україна	1.8	-16.0	54.8	74.9	воєнно зумовлена вразливість
Індія	6.6	-1.0	709.6	19.2	відносно сильна позиція
Індонезія	5.0	-0.5	150.4	29.9	помірно стійка позиція
Туреччина	4.1	-1.4	184.1	34.5	підвищена зовнішня вразливість

Джерело: складено автором на основі даних НБУ, МВФ Article IV Consultation для Індії, Індонезії та Туреччини, а також інших міжнародних статистичних джерел щодо міжнародних резервів, зовнішнього боргу, поточного рахунку та реального зростання ВВП [17-18; 32-36]

Дані таблиці 2.6 засвідчують, що чотири аналізовані країни входять у фазу глобальної нестабільності з суттєво різними стартовими макрофінансовими умовами, що визначає їхню неоднакову здатність поглинати зовнішні фінансові шоки. Україна вирізняється найслабшою позицією серед розглянутих економік: глибокий дефіцит поточного рахунку (-16,0% ВВП), значний зовнішній борг (74,9% ВВП) і воєнно зумовлена залежність від зовнішнього фінансування свідчать, що макрофінансова стійкість країни значною мірою спирається не на внутрішні ринкові механізми, а на безперервність зовнішньої підтримки. Індія, натомість, демонструє найстійкішу макрофінансову позицію серед розглянутих країн: поєднання високих темпів зростання ВВП (6,6%), найбільших валових резервів (709,6 млрд дол. США) і відносно низького зовнішнього боргу (19,2% ВВП) формує значно ширший простір для адаптації до зовнішніх шоків. МВФ при цьому оцінює фінансовий і корпоративний сектори країни як стійкі, а дефіцит поточного рахунку – як помірний [32, с. 2]. Індонезія займає проміжну позицію. Попри менші резерви порівняно з Індією, вона демонструє помірне зростання, невеликий дефіцит поточного рахунку і загалом збалансовану макрофінансову конфігурацію. МВФ характеризує її економіку як стійку попри несприятливі шоки, а валютний курс розглядається як основний механізм поглинання зовнішніх шоків, хоча відносно менша глибина валютного ринку зумовлює необхідність обережного використання валютних інтервенцій [33, с. 2, 18]. Туреччина, попри відносно прийнятні темпи зростання ВВП (4,1%) і номінально значний обсяг резервів (184,1 млрд дол. США), зберігає підвищену зовнішню вразливість: її резерви залишаються нижчими за рекомендований діапазон адекватності, зовнішні ризики є підвищеними, а економіка залишається чутливою до змін у глобальних настроях

інвесторів [34, с. 54]. Відмінності в резервних буферах, зовнішньому боргу, стані поточного рахунку та якості макроекономічної політики означають, що глобальний фінансовий цикл передається на ці економіки з різною силою і через різні канали, що зумовлює доцільність подальшого порівняння глибини та інтеграції їхніх валютних ринків.

Для оцінки ступеня розвитку валютних ринків аналізованих країн доцільно розглянути динаміку середньоденного обороту їхніх ОТС валютних ринків у 2013-2025 рр. (рис. 2.7).



**Рис. 2.7.** Динаміка середньоденного обороту ОТС валютного ринку в Індії, Індонезії та Туреччині у 2013-2025 рр., у млрд дол. США [37]

Рисунок 2.7 демонструє, що масштаби та динаміка валютних ринків Індії, Індонезії та Туреччини суттєво різняться, що відображає і різний ступінь їхньої інтеграції у глобальний валютний простір, і різну глибину самих ринків. Найвиразнішу висхідну динаміку демонструє Індія: середньоденний оборот її ОТС валютного ринку зріс з 31 млрд дол. США у 2013 році до 87 млрд дол. США у 2025 році, що свідчить про послідовне поглиблення ринку і посилення ролі країни в глобальному ОТС FX-сегменті. Валютний ринок Індонезії, натомість, залишається значно меншим за масштабом і практично не демонструє зростання: оборот коливався в діапазоні 5-7 млрд дол. США упродовж усього аналізованого періоду, що вказує на обмежену глибину і ліквідність ринку попри загальну інтегрованість країни у глобальні фінансові процеси [37, с. 1].

Туреччина, попри вищий стартовий рівень порівняно з Індонезією, демонструє протилежну тенденцію: після 27 млрд дол. США у 2013 році оборот поступово скоротився до 19 млрд дол. США у 2025 році, тобто ринок залишається активнішим за індонезійський, проте не лише не поглиблюється, а й звужується [37, с. 2]. Таким чином, глобальний фінансовий цикл проходить через економіки з якісно різною валютною інфраструктурою, і його наслідки для кожної з країн визначаються не лише резервними буферами чи рівнем боргу, а й масштабом, ліквідністю та ступенем розвитку самого валютного ринку.

Для глибшого розуміння міжнародної ролі національних валют аналізованих країн доцільно розглянути динаміку їхнього середньоденного обороту у глобальному ОТС валютному ринку, наведену в табл. 2.7.

*Таблиця 2.7*

**Динаміка середньоденного обороту індійської рупії (INR), індонезійської рупії (IDR) та турецької ліри (TRY) у глобальному ОТС валютному ринку у 2013-2025 рр., у млрд дол. США**

Валюта	2013	2016	2019	2022	2025
Індійська рупія (INR)	53	58	114	119	185
Індонезійська рупія (IDR)	9	10	27	27	64
Турецька ліра (TRY)	71	73	71	27	55

Джерело: складено автором на основі даних BIS щодо середньоденного обороту індійської рупії (INR), індонезійської рупії (IDR) та турецької ліри (TRY) у глобальному ОТС валютному ринку [38]

Дані таблиці 2.7 засвідчують нерівномірну динаміку міжнародної присутності національних валют трьох країн у глобальному ОТС валютному ринку, що відображає суттєві відмінності у ступені їхньої інтеграції у глобальний валютний простір. Індійська

рупія (INR) демонструє найстійкіше і найдинамічніше зростання. Її оборот збільшився з 53 млрд дол. США у 2013 році до 185 млрд дол. США у 2025 році, що свідчить про послідовне посилення міжнародної ролі валюти та поглиблення її присутності у глобальному FX-середовищі. Індонезійська рупія (IDR) також нарощує присутність, однак з відчутно нижчої бази. Її оборот зріс з 9 млрд дол. США у 2013 році до 64 млрд дол. США у 2025 році, що, попри позитивну динаміку, все ще відображає обмежену міжнародну функціональність валюти. Турецька ліра (TRY) вирізняється менш стійкою траєкторією. Після відносно високого обороту у 71-73 млрд дол. США у 2013-2016 роках відбулося різке скорочення до 27 млрд дол. США у 2022 році, а у 2025 році оборот лише частково відновився до 55 млрд дол. США, так і не повернувшись до попередніх рівнів [38, с. 1]. Така нестійкість міжнародної присутності TRY узгоджується з оцінкою МВФ, згідно з якою зовнішні ризики для Туреччини залишаються підвищеними, економіка є вразливою до шоків, а зміни у глобальних настроях інвесторів продовжують становити суттєвий ризик для її зовнішньої стабільності [34, с. 2, 55]. Таким чином, глобальний фінансовий цикл проходить через економіки з валютами, що по-різному інтегровані у глобальний OTC FX-простір, і саме ці відмінності визначають, через які канали та з якою силою зовнішні шоки передаються на внутрішній фінансовий ринок кожної з країн.

Відмінності у реакції аналізованих країн на глобальний фінансовий цикл визначаються передусім якістю їхніх макроекономічних рамок, достатністю резервних буферів і здатністю валютного курсу виконувати функцію амортизатора зовнішніх шоків. МВФ фіксує, що країни з більш розвиненими макроекономічними рамками регулювання краще позиціоновані для проходження шоків погіршення глобального ризик-апетиту. Вони мають ширший простір для монетарної політики, не змушені вдаватися до надмірного посилення жорсткості монетарної політики і можуть підтримувати економічну активність через зростання чистого експорту, тоді як країни зі слабшими рамками стикаються з жорсткішими макроекономічними компромісами [9, с. 14, 18]. З огляду на це, Індія та Індонезія перебувають у відносно сприятливішій позиції,

хоча механізми адаптації в них дещо різняться. Для Індії МВФ наголошує, що більша гнучкість валютного курсу допомогла б краще поглинати зовнішні шоки [32, с. 17], тоді як для Індонезії валютний курс прямо розглядається як основний механізм поглинання зовнішніх шоків [33, с. 18], що дозволяє обом країнам зменшувати чутливість внутрішніх фінансових умов до коливань глобального циклу. Туреччина, попри номінально значний обсяг резервів, зберігає підвищену зовнішню вразливість, а використання валютних інтервенцій у її випадку потребує обережності з огляду на чутливість до змін у глобальних настроях інвесторів [34, с. 55]. Україна ж перебуває в якісно іншій ситуації. В умовах повномасштабної війни простір для ринкового поглинання зовнішніх шоків є суттєво обмеженим, а макрофінансова стійкість значною мірою спирається не на внутрішні буфери, а на безперервність зовнішнього офіційного фінансування. Отже, режим макроекономічної політики, резервна позиція і гнучкість валютного курсу є ключовими факторами, що визначають різну чутливість цих економік до імпульсів глобального фінансового циклу.

Реакція аналізованих країн на глобальний фінансовий цикл визначається також глибиною їхніх фінансових ринків і ступенем міжнародної ліквідності національних валют, оскільки саме вони значною мірою формують канали передавання глобального циклу на внутрішні фінансові умови. МВФ фіксує, що країни з глибшими ринками хеджування здатні краще витримувати шоки ліквідності, а розвиток електронних міждилерських платформ, забезпечення прозорості торгівлі і публікація надійної кривої дохідності сприяють поглибленню торговельної активності на ринках країн, що розвиваються [9, с. 21]. В Індії глибший і більш ліквідний валютний ринок у поєднанні з найпотужнішою динамікою зростання обороту INR у глобальному OTC FX-просторі створює передумови для ширших каналів передавання зовнішніх імпульсів, а кредитний цикл країни демонструє високу синхронізацію з глобальним фінансовим циклом. В Індонезії, натомість, ця синхронізація є більш опосередкованою і приглушеною, що свідчить про менш прямий зв'язок між глобальними фінансовими імпульсами і

внутрішніми кредитними умовами [6, с. 21]. У Туреччині нестійка динаміка обороту TRY у поєднанні з вразливістю до несприятливих змін у глобальних настроях інвесторів підсилює нестабільність каналів передавання зовнішніх шоків на внутрішній фінансовий ринок [34, с. 55]. Україна ж перебуває в окремій категорії, бо обмежена глибина фінансового ринку, відсутність повноцінної міжнародної ролі гривні та воєнно зумовлена деформація ринкових механізмів означають, що канали передавання глобального циклу в її випадку значною мірою модифіковані та частково заміщені прямим зовнішнім офіційним фінансуванням. Отже, для України глобальний фінансовий цикл діє не як стандартний ринковий механізм перерозподілу капіталу, а як змішаний зовнішній імпульс, у якому ринкові канали частково заміщені офіційним фінансуванням і валютною стабілізацією. Таким чином, глобальний фінансовий цикл не є однорідним імпульсом, а його ефект для кожної економіки визначається специфічним поєднанням якості політичних рамок регулювання, резервної та боргової позиції, глибини валютного й фінансового ринку та міжнародної ролі національної валюти.

Проведений порівняльний аналіз засвідчує, що вплив глобального фінансового циклу на країни, що розвиваються, є неоднорідним: однакові зовнішні імпульси передаються на національні фінансові системи по-різному і з різними наслідками. Серед аналізованих країн Індія вирізняється відносно стійкішою макрофінансовою позицією та найглибшим валютним ринком серед розглянутих країн, Індонезія демонструє більш збалансовану і помірно стійку модель адаптації, Туреччина – підвищену зовнішню вразливість попри номінально значні резерви, тоді як Україна є окремим випадком, у якому воєнний чинник і залежність від зовнішнього офіційного фінансування суттєво модифікують саму природу ринкової реакції на зовнішні шоки. Ця різниця визначається не лише силою глобального шоку, а й внутрішніми умовами кожної економіки – якістю макроекономічних рамок, достатністю резервних буферів, рівнем зовнішнього боргу, гнучкістю валютного курсу, глибиною валютного і фінансового ринку та міжнародною ліквідністю національної валюти. Отже, глобальний фінансовий цикл не є однорідним

імпульсом із передбачуваними наслідками для всіх країн. Його ефект формується на перетині зовнішніх і внутрішніх чинників, що не дає підстав для універсальних висновків і потребує диференційованого підходу до оцінки вразливості окремих економік. Порівняльний аналіз кейсів Індії, Індонезії та Туреччини дає змогу точніше окреслити специфіку українського випадку і створює підґрунтя для розроблення практичних рекомендацій у наступному розділі.

Проведений у розділі 2 аналіз засвідчує, що вплив глобальних фінансових циклів на фінансовий ринок України є комплексним, багатоканальним і структурно асиметричним. Інтеграція України у глобальні фінансові процеси має залежний характер: після 2022 року її стійкість переважно забезпечується зовнішнім офіційним фінансуванням, тоді як внутрішня структура фінансового ринку залишається банкоцентричною, недостатньо диверсифікованою і слабкою з погляду мобілізації приватного капіталу. Порівняльний аналіз кейсів Індії, Індонезії та Туреччини показав, що неоднорідність впливу глобального фінансового циклу на країни, що розвиваються, визначається не лише силою зовнішнього шоку, а й внутрішніми умовами кожної економіки – якістю макроекономічних рамок, резервними буферами, гнучкістю валютного курсу, глибиною фінансового ринку та міжнародною роллю національної валюти; на цьому тлі Україна є найбільш специфічним випадком, у якому дія глобального циклу додатково модифікується воєнним чинником і залежністю від зовнішнього офіційного фінансування. Саме поєднання зовнішньої залежності та внутрішньої структурної слабкості робить фінансовий ринок України особливо чутливим до глобальних фінансових імпульсів.

Результати теоретичного аналізу, здійсненого в розділі 1, та аналітичні висновки розділу 2 свідчать, що для України ключовим каналом передавання імпульсів глобального фінансового циклу є валютний канал, який проявляється через динаміку обмінного курсу гривні, валютні інтервенції НБУ та обсяг міжнародних резервів і саме тому визначає логіку емпіричної перевірки у розділі 3. Відповідно, залежними змінними

в подальшому аналізі будуть обмінний курс гривні, валютні інтервенції НБУ та міжнародні резерви, оскільки саме ці показники у сукупності відображають реакцію валютного ринку України на зовнішні фінансові імпульси. У ролі глобальних пояснювальних змінних доцільно використовувати індикатори глобального апетиту до ризику, глобальних процентних ставок та зовнішніх фінансових умов, що відповідає каналам трансмісії, виокремленим у концептуальній рамці дослідження. Аналіз проводитиметься окремо для довоєнного та воєнного періодів – до 2022 року і після нього, що дозволить перевірити, чи змінився механізм передавання глобального фінансового – циклу на валютний ринок України після початку повномасштабного вторгнення, а також чи зберігає він дієвість в умовах домінування офіційного зовнішнього фінансування.

## **РОЗДІЛ 3. ЕКОНОМЕТРИЧНЕ МОДЕЛЮВАННЯ ТА НАПРЯМИ ПІДВИЩЕННЯ СТІЙКОСТІ ФІНАНСОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ**

### **3.1. Економетричне моделювання впливу глобальних фінансових факторів на фінансові умови як передумову економічного зростання України**

Завданням підрозділу 3.1 є формалізація тих зв'язків, через які глобальні фінансові фактори впливають на фінансові умови України як одну з передумов її макроекономічної стійкості та економічного зростання. У розділі 1 визначено основні канали передавання імпульсів глобального фінансового циклу: через глобальний апетит до ризику, міжнародні процентні ставки та зовнішні фінансові умови, а в розділі 2 показано, що для України ключовими проявами цього впливу є динаміка обмінного курсу гривні, валютні інтервенції НБУ, обсяг міжнародних резервів та залежність від зовнішнього офіційного фінансування. Саме ця логіка визначає архітектуру емпіричного аналізу.

Оскільки вплив глобального фінансового циклу на економічне зростання реалізується не безпосередньо, а через зміну фінансових умов, у цьому підрозділі увага зосереджується на валютному каналі, насамперед на динаміці обмінного курсу гривні як найбільш оперативному індикаторі реакції фінансового ринку на зовнішні фінансові умови. Глобальні фінансові фактори передаються на макроекономічну динаміку через курс гривні, вартість зовнішнього фінансування, обсяг резервів, інтенсивність інтервенцій НБУ та умови боргового ринку, однак саме обмінний курс є найбільш придатним показником для базової економетричної оцінки, оскільки оперативно відображає зміну зовнішнього тиску на валютний ринок. Тому аналіз валютно-фінансових змінних є методологічно обґрунтованим способом оцінити, яким чином глобальний фінансовий цикл впливає на макрофінансову стійкість як передумову економічного зростання України.

Для емпіричної перевірки положень, сформульованих у розділі 1, концептуальні гіпотези дослідження доцільно подати в операціоналізованій формі. Перша емпірична гіпотеза (H1) полягає в тому, що зростання глобального ризику, зокрема підвищення індексу VIX, статистично пов'язане з посиленням девальваційного тиску на гривню. Валютні інтервенції НБУ та динаміка міжнародних резервів у цьому контексті використовуються для інтерпретації того, яким чином регулятор пом'якшував зовнішній тиск на валютний ринок. Друга емпірична гіпотеза (H2) передбачає, що підвищення глобальних процентних ставок і погіршення зовнішніх фінансових умов посилюють зовнішній тиск на валютний ринок України, що проявляється насамперед у зміні динаміки обмінного курсу гривні. Третя емпірична гіпотеза (H3) стверджує, що після 2022 року характер цих зв'язків змінюється таким чином, що прямі ринкові канали передавання глобального циклу послаблюються, тоді як роль резервів, інтервенцій НБУ та офіційного зовнішнього фінансування як стабілізаційних механізмів зростає. Для перевірки цієї гіпотези модель оцінюється окремо для довоєнного та воєнного періодів.

Емпіричний аналіз ґрунтується на часових рядах місячних даних, що охоплюють період із січня 2018 року до грудня 2025 року і включають як довоєнний, так і воєнний періоди. Використання місячної частоти зумовлене необхідністю зафіксувати динамічну реакцію валютно-фінансових змінних на зміни глобальних факторів, яка може не проявлятися на квартальних даних через ефект згладжування. Водночас аналіз усього періоду як однорідного є методологічно некоректним, оскільки після початку повномасштабного вторгнення структура зовнішньої фінансової інтеграції України зазнала якісної трансформації: приватні інвестиційні потоки та транскордонне банківське кредитування суттєво ослабли, тоді як офіційне зовнішнє фінансування та стабілізаційні операції НБУ перетворилися на домінуючі механізми підтримання валютної стійкості. Саме тому аналіз проводитиметься окремо для двох періодів: довоєнного – із січня 2018 року до січня 2022 року – та воєнного – із лютого 2022 року до грудня 2025 року. Такий поділ дозволить виявити, чи змінився характер зв'язків між

глобальними фінансовими факторами та обмінним курсом гривні, а також як трансформувалася роль міжнародних резервів, валютних інтервенцій НБУ та офіційного зовнішнього фінансування у механізмі пом'якшення зовнішнього тиску в умовах війни.

Отже, у моделі війна розглядається не лише як часовий розрив, а як чинник структурної зміни каналів трансмісії: від переважно ринкової передачі через приватні потоки капіталу та курсові очікування до змішаної моделі, у якій ключову роль відіграють резерви, валютні інтервенції НБУ та офіційне зовнішнє фінансування.

З огляду на сформульовані гіпотези та обрану періодизацію, наступним етапом є визначення змінних базової економетричної моделі. Їх добір здійснюється відповідно до логіки валютного каналу трансмісії глобального фінансового циклу, окресленої в розділі 1, та з урахуванням специфіки українського фінансового ринку, виявленої в розділі 2.

Основні змінні моделі узагальнено в табл. 3.1.

*Таблиця 3.1*

### **Змінні базової економетричної моделі та їх економічна інтерпретація**

Тип змінної	Показник	Позначення	Економічна інтерпретація
Залежна змінна	Офіційний курс гривні до долара США, у грн за 1 дол. США	EXR	Відображає реакцію валютного ринку України на зміну зовнішніх фінансових умов
Незалежна змінна	Середньомісячне значення індексу VIX, у індексних пунктах	VIX	Відображає середній рівень глобального фінансового ризику та зміну апетиту інвесторів до ризику протягом місяця
Незалежна змінна	Ставка ФРС США, у % річних	FED	Відображає глобальну вартість доларового фінансування
Незалежна змінна	Валові міжнародні резерви України, у млрд дол. США	RES	Відображає стабілізаційний буфер валютного ринку України

Джерело: складено автором на основі даних НБУ та FRED Economic Data [17, 39-41]

Оскільки індекс VIX публікується зі щоденною частотою, для включення до місячної моделі використовується його середньомісячне значення, що відображає середній рівень глобального фінансового ризику протягом відповідного місяця. У межах

цього дослідження зростання індексу VIX інтерпретується як підвищення глобального фінансового ризику та одночасне зниження глобального ризик-апетиту інвесторів, що потенційно посилює тиск на фінансові ринки країн, що розвиваються.

Таблиця 3.1 фіксує базову специфікацію моделі, логіка якої визначається роллю кожної змінної у механізмі передавання глобального фінансового циклу на валютний ринок України. Залежною змінною обрано офіційний курс гривні до долара США, оскільки саме він найбільш безпосередньо й оперативно відображає реакцію валютного ринку на зміну зовнішніх фінансових умов. Серед незалежних змінних VIX виконує роль індикатора глобального апетиту до ризику – його зростання сигналізує про підвищення невизначеності та схильність інвесторів уникати ризикових активів і ринків, що розвиваються, що, як правило, створює тиск на валюти таких країн. Ставка ФРС відображає глобальну вартість доларового фінансування – її підвищення збільшує вартість зовнішніх запозичень для країн, що розвиваються, і може посилювати переорієнтацію капіталу на користь активів у доларі. Валові міжнародні резерви є не глобальним, а внутрішнім стабілізаційним фактором – вони відображають здатність НБУ згладжувати зовнішній тиск на курс через валютні інтервенції та підтримання ринкової довіри. Таким чином, базова модель перевіряє, як зовнішні фінансові фактори впливають на курс гривні, а резерви показують наявний у НБУ ресурс для пом'якшення цього впливу.

Оскільки у назві підрозділу економічне зростання розглядається через фінансові умови як його передумову, вибір залежної змінної потребує окремого методологічного пояснення. Глобальний фінансовий цикл не впливає на динаміку ВВП безпосередньо і миттєво: його імпульси спочатку передаються на фінансові умови — курс, резерви, вартість зовнішнього фінансування та параметри боргового ринку, — і лише через ці канали формують передумови для макроекономічної стійкості та економічного зростання. Крім того, ВВП є квартальним або річним показником, тоді як модель побудована на місячних даних, що робить його включення як залежної змінної до

місячної моделі методологічно менш обґрунтованим. Тому у цій моделі економічне зростання розглядається не як безпосередній об'єкт вимірювання, а як кінцевий результат, на передумови якого впливають валютно-фінансові умови, що й аналізуються у підрозділі.

Поза межами базової регресійної моделі для інтерпретації результатів додатково використовуватимуться два показники: чисті валютні інтервенції НБУ та обсяг офіційного зовнішнього фінансування. Вони не включаються до базової специфікації, щоб не перевантажувати модель і не змішувати пояснювальну роль змінних різної природи. Одночасно обидва показники є необхідними для розуміння механізму стабілізації, що особливо проявився у воєнний період. Інтервенції НБУ показують, наскільки активно регулятор згладжував зовнішній тиск на курс, а офіційне зовнішнє фінансування пояснює, чому резерви могли зростати навіть в умовах високого глобального ризику і тривалої війни. Разом ці показники допомагають пояснити, чому курс гривні міг реагувати на глобальні фактори менш різко, ніж очікувалося б за стандартною логікою глобального фінансового циклу, – що є одним із ключових аналітичних питань порівняння довоєнного та воєнного періодів.

На основі визначених змінних базову залежність можна подати у вигляді множинної лінійної регресії. Вона формалізує валютний канал впливу глобального фінансового циклу на фінансовий ринок України та дозволяє оцінити напрям і силу зв'язку між глобальними фінансовими факторами і курсом гривні з урахуванням резервного буфера НБУ:

$$EXR_t = \alpha + \beta_1 VIX_t + \beta_2 FED_t + \beta_3 RES_t + \varepsilon, \quad (3.1)$$

де  $EXR_t$  - офіційний курс гривні до долара США в місяці  $t$ , грн за 1 дол. США

$\alpha$  - константа;

1, 2, 3 - коефіцієнти при відповідних пояснювальних змінних;

$VIX_t$  - середньомісячне значення індексу VIX у місяці  $t$ , індексні пункти;

$FED_t$  - ставка федеральних фондів США в місяці  $t$ , % річних;

$RES_t$  - валові міжнародні резерви України в місяці  $t$ , млрд дол. США;

$\varepsilon$  - випадкова похибка.

Оцінювання моделі здійснюється у рівнях показників, що забезпечує простішу економічну інтерпретацію коефіцієнтів, однак створює певні обмеження для роботи з часовими рядами. Оскільки окремі змінні можуть мати трендову динаміку, результати регресійного оцінювання слід трактувати як умовні статистичні зв'язки в межах обраної специфікації, а не як строгі причинно-наслідкові ефекти. Окрема формальна перевірка стаціонарності часових рядів за допомогою ADF або подібних тестів виходить за межі завдань цього дослідження, оскільки основний акцент зроблено на порівнянні характеру зв'язків між довоєнним і воєнним періодами.

Економічна логіка моделі визначає очікувані знаки коефіцієнтів при кожній пояснювальній змінній. Для  $\beta_1$  при VIX очікується додатний знак, оскільки зростання глобального ризику зазвичай змушує інвесторів уникати ринків, що розвиваються, що створює тиск на національну валюту і, оскільки EXR вимірюється як кількість гривень за долар, проявляється у зростанні показника. Для  $\beta_2$  при FED також очікується додатний знак, бо підвищення ставки ФРС призводить до зростання вартості доларового фінансування, підвищує привабливість доларових активів і погіршує зовнішні фінансові умови для країн, що розвиваються, що може посилювати тиск на гривню. Для  $\beta_3$  при RES теоретично очікується від'ємний знак, адже більший обсяг резервів означає ширший стабілізаційний буфер НБУ, що за інших рівних умов має стримувати зростання курсу. Разом із тим у воєнний період цей коефіцієнт потребує обережної інтерпретації, бо резерви могли зростати не через відсутність зовнішнього тиску, а й завдяки масштабному надходженню офіційного зовнішнього фінансування, що ускладнює однозначне тлумачення знаку при RES для цього періоду.

Модель (3.1) оцінюється для трьох вибірок: повного періоду – з січня 2018 року до грудня 2025 року, довоєнного періоду – з січня 2018 року до січня 2022 року та воєнного періоду – з лютого 2022 року до грудня 2025 року. Такий підхід замінює використання фіктивної змінної для воєнного періоду і дозволяє прямо порівняти, чи змінилися коефіцієнти, сила та статистична значущість зв'язків після початку повномасштабного вторгнення. Зміна механізму передавання глобального фінансового циклу перевіряється таким чином не через ускладнення специфікації, а через зіставлення результатів однакової моделі у різних періодах, що відповідає третій емпіричній гіпотезі дослідження.

Отримані результати слід інтерпретувати як оцінку статистичних зв'язків між глобальними фінансовими факторами та валютно-фінансовими показниками України, а не як безумовне доведення строгих причинно-наслідкових ефектів.

Для побудови моделі сформовано місячну базу даних за період із січня 2018 року до грудня 2025 року. Дані щодо офіційного курсу гривні до долара США та валових міжнародних резервів України отримано з офіційної статистики НБУ, а дані щодо індексу VIX і ставки федеральних фондів США – з бази FRED Economic Data. Оскільки індекс VIX публікується зі щоденною частотою, його агреговано до середньомісячного значення для узгодження з іншими змінними моделі. Валові міжнародні резерви використано у млрд дол. США, а всі часові ряди узгоджено за місячною частотою.

Повний масив вихідних даних, використаних для моделювання, наведено в Додатку Б.

Перед проведенням регресійного аналізу доцільно охарактеризувати базові статистичні властивості змінних моделі. Описову статистику змінних подано в табл. 3.2.

Таблиця 3.2

**Описова статистика змінних базової моделі за 2018-2025 рр.**

Змінна	Кількість спостережень	Середнє	Мінімум	Максимум	Стандартне відхилення
EXR	96	32.20	23.64	42.20	6.19
VIX	96	19.73	11.06	57.74	6.76
FED	96	2.56	0.05	5.33	1.96
RES	96	30.21	16.64	54.76	9.19

Джерело: розраховано автором на основі даних НБУ та FRED Economic Data, узагальнених у Додатку Б [17, 39-41]

Примітка: одиниці виміру EXR – грн за 1 дол. США, VIX – індексні пункти, FED – % річних, RES – млрд дол. США.

Дані табл. 3.2 дають первинне уявлення про масштаб і варіативність змінних базової моделі за весь досліджуваний період. Середнє значення курсу гривні (EXR) становить 32,20 грн за 1 дол. США, однак діапазон від 23,64 до 42,20 грн за 1 дол. США свідчить про суттєву курсову зміну протягом періоду, що відображає як загальне знецінення гривні, так і окремі епізоди стабілізації. Середнє значення VIX на рівні 19,73 індексного пункту вказує на помірний фоновий рівень глобального ризику, тоді як максимальне значення 57,74 характеризує наявність у вибірці епізодів різкого глобального фінансового стресу. Ставка ФРС (FED) демонструє діапазон від 0,05 до 5,33% річних, що відображає перехід від режиму майже нульових процентних ставок до суттєво жорсткішої монетарної політики США. Резерви України (RES) мають середнє значення 30,21 млрд дол. США при максимумі 54,76 млрд дол. США, а стандартне відхилення на рівні 9,19 млрд дол. США вказує на помітну мінливість резервного буфера протягом періоду. Загалом усі змінні характеризуються достатньою варіативністю для

подальшого кореляційного та регресійного аналізу, а широкий діапазон значень додатково підтверджує доцільність поділу вибірки на довоєнний і воєнний періоди.

Таблиця 3.3

**Кореляційна матриця змінних базової моделі за 2018-2025 рр.**

	<i>EXR</i>	<i>VIX</i>	<i>FED</i>	<i>RES</i>
<i>EXR</i>	1.000	-0.160	0.832	0.843
<i>VIX</i>	-0.160	1.000	-0.416	-0.129
<i>FED</i>	0.832	-0.416	1.000	0.623
<i>RES</i>	0.843	-0.129	0.623	1.000

Джерело: розраховано автором на основі даних НБУ та FRED Economic Data, узагальнених у Додатку Б [17, 39-41]

Кореляційна матриця, наведена у табл. 3.3, є попереднім етапом аналізу, що дає змогу попередньо оцінити наявність та напрям лінійних зв'язків між змінними, однак не свідчить про причинність. Найсильніший статистичний зв'язок із курсом гривні демонструє ставка ФРС (*FED*) – коефіцієнт кореляції 0,832 вказує на виражену спільну динаміку між глобальною вартістю доларового фінансування та курсовою динамікою гривні за весь досліджуваний період. Високим також є додатний зв'язок між *EXR* і резервами (*RES*) на рівні 0,843, який потребує обережної інтерпретації – всупереч теоретичному очікуванню про стабілізаційну роль резервів, ця кореляція відображає спільну висхідну динаміку обох показників у воєнний період, коли курс зростав через девальваційний тиск, а резерви тим часом збільшувалися завдяки масштабному офіційному зовнішньому фінансуванню. Натомість зв'язок між *VIX* і курсом гривні є слабким і від'ємним (-0,160), що вказує на те, що для повного періоду прямий зв'язок між глобальним фінансовим ризиком і динамікою гривні не проявляється в очікуваному напрямі, що може бути наслідком змішування довоєнної та воєнної динаміки в межах

єдиної вибірки. Разом з тим, високі парні кореляції між EXR, FED і RES можуть свідчити про ризик мультиколінеарності, тому оцінки окремих коефіцієнтів у подальшій регресійній моделі слід трактувати з обережністю, зосереджуючись насамперед на загальній зміні механізму зв'язків між довоєнним і воєнним періодами. Отримані результати обґрунтовують доцільність регресійного аналізу з контролем за іншими факторами та окремого оцінювання моделі для довоєнного і воєнного періодів.

На основі специфікації моделі (3.1) було проведено регресійне оцінювання для повної вибірки за 2018-2025 рр., результати якого подано в табл. 3.4.

*Таблиця 3.4*

**Результати оцінювання базової регресійної моделі за повний період 2018-2025 рр.**

Змінна	Коефіцієнт	t-статистика	p-value	Інтерпретація
Константа	14.699	13.663	7.31E-24	Базовий рівень EXR за нульових значень пояснювальних змінних
VIX	0.133	3.636	0.0005	Зростання глобального ризику пов'язане зі зростанням курсу гривні
FED	1.830	11.421	2.48E-19	Підвищення ставки ФРС пов'язане з посиленням тиску на гривню
RES	0.337	10.724	6.96E-18	Додатний зв'язок потребує обережної інтерпретації через воєнний період і зовнішнє фінансування

Джерело: розраховано автором на основі даних НБУ та FRED Economic Data, узагальнених у Додатку Б [17, 39-41]

Результати оцінювання моделі за повний період 2018-2025 років свідчать про її загальну статистичну значущість та високий рівень пояснювальної здатності: скоригований  $R^2$  становить 0,878, а показник значущості F-критерію на рівні  $1,72E-42$  підтверджує значущість моделі загалом, хоча в умовах часових рядів високий  $R^2$  може частково відображати наявність спільних трендів у змінних, а не лише структурний зв'язок між ними. Коефіцієнт при VIX є додатним (0,133) і статистично значущим ( $p = 0,0005$ ), що відповідає першій емпіричній гіпотезі (H1) – зростання глобального

фінансового ризику статистично пов'язане зі зростанням курсу гривні, тобто з девальваційним тиском на національну валюту. Коефіцієнт при FED також є додатним (1,830) і статистично значущим ( $p = 2,48E-19$ ), що узгоджується з другою емпіричною гіпотезою (H2) і відображає зв'язок між підвищенням глобальної вартості доларового фінансування та погіршенням зовнішніх фінансових умов для ринків, що розвиваються. Коефіцієнт при RES є додатним (0,337) і статистично значущим, однак його не можна трактувати як свідчення того, що зростання резервів послаблює гривню. Цей результат, найімовірніше, відображає специфіку повної вибірки, де воєнний і довоєнний періоди змішані, – курс зростає під девальваційним тиском, тоді як резерви водночас збільшувалися завдяки масштабному офіційному зовнішньому фінансуванню, що породжує спільну висхідну динаміку обох показників. Отже, результати повної вибірки є інформативними, але можуть приховувати якісно різні механізми впливу до і після 2022 року, що зумовлює необхідність окремого оцінювання моделі для довоєнного та воєнного періодів.

Для уточнення результатів повної вибірки та перевірки емпіричних гіпотез у розрізі довоєнного і воєнного періодів модель (3.1) було оцінено окремо для кожного з них; результати порівняння подано в табл. 3.5.

Таблиця 3.5

### Порівняння результатів оцінювання базової регресійної моделі за довоєнний і воєнний періоди

Показник	Довоєнний період (01.2018-01.2022)		Воєнний період (02.2022-12.2025)	
	коефіцієнт	p-value	коефіцієнт	p-value
Змінні моделі				
Константа	31.668	1.93E-19	15.358	0.0001
VIX	0.012	0.603	0.251	0.014
FED	-1.067	0.003	1.585	1.16E-05
RES	-0.164	0.022	0.301	4.99E-07
Характеристики моделі				
Скоригований R <sup>2</sup>	0.177	-	0.708	-

Значущість F-критерію	0.008	-	3.47E-12	-
Кількість спостережень	49	-	47	-

Джерело: розраховано автором на основі даних НБУ та FRED Economic Data, узагальнених у Додатку Б [17, 39-41]

Порівняння результатів оцінювання моделі свідчить про суттєво різну пояснювальну здатність у довоєнний і воєнний періоди. У довоєнному періоді скоригований  $R^2$  становить лише 0,177, тобто обрані змінні пояснюють відносно невелику частину варіації курсу гривні, хоча модель загалом є статистично значущою за F-критерієм ( $p = 0,008$ ). У воєнному періоді скоригований  $R^2$  зростає до 0,708, а значущість F-критерію становить 3,47E-12, що свідчить про значно сильніший зв'язок між включеними факторами і курсовою динамікою після 2022 року. Це не означає, що до початку повномасштабного вторгнення глобальні фінансові фактори не мали жодного зв'язку з валютним ринком України, однак у межах цієї специфікації їхній зв'язок із курсом у довоєнний період був суттєво слабшим. Уже на рівні загальної якості моделей видно, що після 2022 року механізм передавання глобального фінансового циклу на валютний ринок України зазнав змін.

Аналіз коефіцієнтів при VIX і FED дозволяє деталізувати цю зміну та оцінити відповідність результатів першій і другій емпіричним гіпотезам. Коефіцієнт при VIX у довоєнному періоді є малим (0,012) і статистично незначущим ( $p = 0,603$ ), що свідчить про те, що перша емпірична гіпотеза не знаходить підтвердження для цього періоду. У воєнному періоді, натомість, коефіцієнт при VIX є додатним (0,251) і статистично значущим ( $p = 0,014$ ): зростання глобального фінансового ризику статистично пов'язане зі зростанням курсу гривні, тобто H1 підтверджується саме для воєнного періоду. Коефіцієнт при FED у довоєнному періоді є статистично значущим, однак від'ємним (-1,067;  $p = 0,003$ ), що суперечить теоретичному очікуванню і може пояснюватися домінуванням внутрішніх чинників курсової динаміки у цей період, зокрема фазами валютної стабілізації та специфікою монетарного режиму НБУ. У воєнному періоді знак FED змінюється на очікуваний додатний (1,585;  $p = 1,16E-05$ ), що відповідає логіці

другої емпіричної гіпотези: підвищення глобальної вартості доларового фінансування статистично пов'язане з тиском на курс гривні, і H2 найкраще підтверджується саме для воєнного періоду.

Найбільш показовою для інтерпретації зміни механізму після 2022 року є зміна знаку при RES. У довоєнний період коефіцієнт при RES є від'ємним (-0,164;  $p = 0,022$ ), що відповідає стандартній логіці стабілізаційного буфера – більші резерви пов'язані зі стримуванням курсового тиску. У воєнному періоді знак стає додатним (0,301;  $p = 4,99E-07$ ), що відображає не послаблення стабілізаційної ролі НБУ, а якісно іншу модель, де резерви зростали завдяки масштабному офіційному зовнішньому фінансуванню одночасно з девальваційним тиском на курс, що породжує спільну висхідну динаміку обох показників. Отже, аналіз періодів показує, що повномасштабна війна не усунула дію глобальних фінансових факторів, а змінила форму їх передавання на валютний ринок України. У межах оціненої моделі глобальні фактори стали статистично виразнішими, тоді як резерви та офіційне зовнішнє фінансування набули ролі ключових стабілізаційних механізмів, що підтверджує третю емпіричну гіпотезу дослідження.

Узагальнюючи результати оцінювання, можна зробити висновок, що валютний канал є емпірично релевантним для аналізу впливу глобального фінансового циклу на фінансовий ринок України, причому найбільш виразно цей зв'язок проявляється у воєнний період. Саме зміна пояснювальної здатності моделі, знаків і статистичної значущості коефіцієнтів після 2022 року підтверджує трансформацію механізму передавання глобальних фінансових імпульсів.

Разом із тим результати моделювання потребують обережної інтерпретації з урахуванням кількох обмежень. По-перше, у воєнний період курс гривні формувався не лише під впливом ринкових факторів, а й під значним впливом регуляторних рішень НБУ – валютних обмежень, режиму фіксованого курсу до жовтня 2023 року та подальшого переходу до керованої гнучкості, – що обмежує можливість трактувати EXR як повністю ринковий індикатор реакції на зовнішні умови. По-друге, міжнародні

резерви одночасно виконували роль стабілізаційного буфера і відображали надходження офіційного зовнішнього фінансування, тому коефіцієнт при RES у воєнному періоді не може бути однозначно інтерпретований у межах стандартної логіки. По-третє, модель не включає низку чинників, що також впливають на курсову динаміку, – зокрема торговельний баланс, інфляційні очікування, облікову ставку НБУ та безпекові ризики, – а отже її результати слід трактувати як оцінку статистичних зв'язків у межах обраної специфікації, а не як повну причинно-наслідкову модель курсоутворення. Крім того, модель оцінюється у рівнях показників без окремого тестування стаціонарності часових рядів, що обмежує можливість трактувати отримані коефіцієнти як строгі причинно-наслідкові ефекти. Додатковим обмеженням є ризик мультиколінеарності між окремими змінними, зумовлений їхньою спільною динамікою у часі. Саме тому практичні рекомендації щодо підвищення стійкості фінансового ринку України мають виходити не лише з коефіцієнтів моделі, а й з урахуванням ролі резервів, валютних інтервенцій НБУ, зовнішнього фінансування та розвитку внутрішніх фінансових механізмів. Це становить предмет аналізу в підрозділі 3.2.

### **3.2. Напрями державної політики для підвищення стійкості фінансового ринку України**

Результати економетричного аналізу, здійсненого в підрозділі 3.1, засвідчили, що після 2022 року зв'язок між глобальними фінансовими факторами та валютним ринком України став статистично виразнішим, що свідчить про якісну трансформацію механізму передавання глобального фінансового циклу. Також результати підкреслюють, що Україна як мала відкрита економіка в умовах війни та високої залежності від зовнішнього фінансування не може усунути вплив глобального фінансового циклу на власний фінансовий ринок. Відтак, завданням макрофінансової політики є не ізоляція від зовнішніх імпульсів, а зменшення амплітуди їх передавання через зміцнення внутрішніх буферів і механізмів адаптації. Ключовими інструментами такої політики є підтримання достатнього рівня міжнародних резервів, поступове

розширення курсової гнучкості як амортизатора зовнішніх шоків, підвищення привабливості гривневих активів, поглиблення внутрішнього боргового ринку та ринку капіталу, а також посилення макропруденційного моніторингу зовнішньої вразливості.

Зазначені напрями політики, сформовані на основі результатів підрозділу 3.1, виявлених у розділі 2 структурних проблем та рекомендацій МВФ, НБУ і ОЕСР, систематизовано в таблиці 3.6.

Таблиця 3.6

**Напрями державної політики для підвищення стійкості фінансового ринку  
України до впливу глобального фінансового циклу**

Напрямок політики	Вирішувана проблема	Очікуваний ефект
Підтримання достатнього рівня міжнародних резервів і поступове розширення курсової гнучкості	Висока чутливість валютного ринку до зовнішніх шоків і ризик надмірного використання резервів	Зменшення тиску на резерви, поступове відновлення ролі курсу як амортизатора зовнішніх шоків
Підтримання привабливості гривневих активів	Ризик перетоку заощаджень у валюту та посилення тиску на валютний ринок	Зниження доларизаційного тиску, підтримка довіри до гривні
Розвиток внутрішнього ринку державних боргових інструментів	Залежність бюджету та резервів від зовнішнього фінансування	Розширення внутрішньої бази фінансування та зменшення ризиків неритмічності зовнішньої підтримки
Поглиблення ринку капіталу та залучення інституційних інвесторів	Банкоцентричність і низька диверсифікація фінансових посередників	Мобілізація приватного капіталу для відновлення та зниження залежності від банківського сектору
Посилення макропруденційного моніторингу зовнішніх ризиків	Статистично виразніший вплив VIX і FED у воєнний період	Раннє виявлення зовнішніх шоків і підвищення готовності фінансової системи до стресу

Джерело: складено автором на основі результатів власного економетричного аналізу та [42-43, 45]

Першочерговим напрямом підвищення стійкості фінансового ринку України є поєднання підтримання достатнього резервного буфера з поступовим розширенням курсової гнучкості. Це безпосередньо впливає з результатів підрозділу 3.1: після 2022 року валютний канал став статистично виразнішим, а отже саме валютний ринок є одним із головних каналів передавання зовнішніх фінансових шоків на внутрішні умови. Міжнародні резерви залишаються ключовим інструментом, через який НБУ може згладжувати надмірний тиск на валютний ринок, однак надмірна опора лише на резерви, режим фіксованого курсу та адміністративні валютні обмеження несе власні ризики. У Стратегії НБУ щодо пом'якшення валютних обмежень зазначено, що режим фіксованого курсу, запроваджений після початку повномасштабної війни, стабілізував очікування, але з часом його недоліки можуть переважити переваги: валютні обмеження здатні втрачати ефективність, посилювати ринкові деформації та зовнішні дисбаланси [45, с. 1]. Одночасно та сама стратегія наголошує, що заходи з пом'якшення обмежень і переходу до більшої гнучкості курсу мають упроваджуватися обережно й послідовно, а конкретні кроки визначаються не часовими рамками, а формуванням відповідних макроекономічних передумов [45, с. 2-3]. Отже, практична рекомендація полягає не в різкій лібералізації валютного ринку, а в поетапному розширенні курсової гнучкості за умови збереження резервної достатності, контрольованої інфляції та фінансової стабільності, що дозволить курсу поступово відновити роль амортизатора зовнішніх шоків.

Другим важливим напрямом підвищення стійкості фінансового ринку є підтримання привабливості гривневих активів як внутрішнього антидевальваційного стабілізатора. Якщо гривневі інструменти (депозити, ОВДП та інші інструменти заощаджень у національній валюті) є недостатньо привабливими, населення і бізнес переорієнтовують заощадження в іноземну валюту, що збільшує попит на неї, посилює тиск на курс і створює додаткове навантаження на міжнародні резерви. У Стратегії пом'якшення валютних обмежень НБУ прямо пов'язує привабливість гривневих активів

із курсовою стійкістю: під час переходу до більшої гнучкості курсу монетарні умови мають залишатися достатньо жорсткими, щоб підтримувати дохідність гривневих активів і мінімізувати ризики для курсу [45, с. 2]. Зокрема, облікова ставка на ранніх етапах переходу має залишатися достатньо додатною в реальному вимірі, щоб зберігати привабливість гривні як інструменту заощаджень, зменшувати попит на іноземну валюту і відповідно знижувати тиск на курс та резерви [45, с. 5]. Практичне підтвердження цього механізму наведено у Звіті НБУ про фінансову стабільність: стала дохідність гривневих депозитів у поєднанні зі сповільненням інфляції підтримала приплив коштів домогосподарств на строкові рахунки, а рівень валютизації зобов'язань банків поступово знижується завдяки помірним курсовим коливанням і стабільним очікуванням [42, с. 25]. Отже, підтримання привабливості гривневих активів через передбачувану монетарну політику та збереження позитивної реальної дохідності має розглядатися не лише як елемент депозитної чи боргової політики, а як невід'ємна складова валютної стабілізації та зниження вразливості фінансового ринку до зовнішніх шоків.

Окремого значення набуває розвиток внутрішнього ринку державних боргових інструментів як додаткового джерела фінансування та елемента підвищення макрофінансової автономії. Як показав аналіз у розділі 2, фінансова стійкість України у воєнний період значною мірою спирається на зовнішнє офіційне фінансування, що створює ризик: затримки або недостатність зовнішньої підтримки можуть створювати додатковий тиск на бюджет, валютний ринок і міжнародні резерви. У Звіті НБУ про фінансову стабільність зазначено, що фінансова підтримка міжнародних партнерів залишається запорукою макроекономічної стійкості, однак зберігаються ризики, пов'язані з неритмічністю або недостатністю зовнішнього фінансування; у разі тимчасових пауз уряд може частково покладатися на банки, які здатні наростити вкладення в державні цінні папери завдяки достатній ліквідності [42, с. 4]. Водночас подальший розвиток внутрішнього боргового ринку потребує якісних змін у його

структурі. У звіті OECD наголошується на необхідності розвитку ринку облігацій у національній валюті, разом зазначаючи, що близько 80% облігацій України в національній валюті перебуває у власності центрального банку та комерційних банків, що свідчить про надмірну інституційну концентрацію та обмежену участь інших категорій інвесторів [43, с. 9]. Серед пріоритетних рекомендацій OECD також виокремлює побудову та розширення ліквідної кривої дохідності в національній валюті [43, с. 13]. Отже, політика розвитку внутрішнього боргового ринку має бути спрямована не лише на короткострокове покриття бюджетного дефіциту, а й на розширення інвесторської бази, подовження строківості інструментів і формування ліквідної гривневої кривої дохідності, що підвищить внутрішню фінансову глибину і частково пом'якшить ризик залежності від зовнішнього фінансування.

Розвиток внутрішнього ринку державних боргових інструментів має доповнюватися поглибленням ширшого ринку капіталу, оскільки без цього фінансова система залишатиметься надмірно банкоцентричною і залежною від зовнішнього офіційного фінансування як ключового джерела макрофінансової стабілізації та фінансування відновлення. Як було показано в розділі 2, структурні проблеми фінансового ринку України стримують мобілізацію приватного капіталу, а внутрішні ринкові механізми залишаються недостатньо розвиненими для самостійного покриття потреб у фінансуванні. OECD наголошує, що ринки капіталу є важливими для диверсифікованої та стабільної фінансової системи: вони доповнюють банківське фінансування і можуть залучати як внутрішній, так і міжнародний капітал, а фінансування відновлення потребуватиме обсягів, які банківський сектор та офіційна підтримка не зможуть забезпечити самостійно. Тим не менш, ринок капіталу України стикається з конкретними структурними обмеженнями: низьким внутрішнім попитом на фінансові активи з боку домогосподарств та інституційних інвесторів, обмеженою участю іноземних інвесторів і низькою ліквідністю приватних фінансових інструментів [43, с. 20]. Особливо критичним є слабе залучення інституційних інвесторів (пенсійних

фондів і страхових компаній), що створює структурно слабкий попит на довгострокові інструменти; натомість їхня активніша участь стимулювала б розвиток ринку корпоративних облігацій і акцій та сприяла б подовженню строків погашення суверенного боргу [43, с. 22]. Отже, політика має бути спрямована на розвиток інституційних інвесторів, вторинних ринків корпоративних інструментів і ринкової інфраструктури, бо глибший ринок капіталу формує внутрішні джерела довгострокового фінансування і зменшує залежність фінансового ринку від зовнішньої офіційної підтримки та банківського сектору.

Завершальним елементом політики підвищення стійкості фінансового ринку має бути посилення макропруденційного моніторингу зовнішніх ризиків як механізму раннього попередження. Це безпосередньо впливає з результатів підрозділу 3.1: у воєнному періоді VIX і ставка ФРС стали статистично значущими для курсової динаміки гривні, що свідчить про зростання чутливості валютного ринку до зовнішніх фінансових імпульсів і необхідність їхнього системного відстеження. Відповідно, моніторинг має охоплювати не лише внутрішні банківські показники, а й зовнішні індикатори: глобальний апетит до ризику, ставки провідних центральних банків, умови глобальної ліквідності, спреди за суверенними єврооблігаціями, динаміку зовнішнього фінансування, резерви та стан валютного ринку. Елементи такої логіки вже відображені у Звіті НБУ про фінансову стабільність, метою якого є інформування про наявні та потенційні ризики для стабільності фінансової системи і формування рекомендацій для протидії ризикам воєнного часу та підвищення стійкості фінансової системи [42, с. 2]. Практичним підтвердженням актуальності такого підходу є динаміка Індексу фінансового стресу: у другому півріччі 2025 року його коливання були пов'язані зі зростанням спредів за суверенними єврооблігаціями та змінами депозитних потоків, а валютний субіндекс залишався найвищим компонентом і зріс у листопаді через послаблення гривні та ширший діапазон курсових коливань [42, с. 6]. Наявну систему моніторингу доцільно посилювати через чіткішу інтеграцію глобальних фінансових

індикаторів у механізм раннього попередження. Це дозволить використовувати зовнішні сигнали – зокрема зростання VIX, зміни ставки ФРС та погіршення глобальних фінансових умов – як підставу для підготовки випереджувальних рішень щодо резервів, валютних інтервенцій, процентної політики та ліквідності банківського сектору.

Таким чином, підвищення стійкості фінансового ринку України до імпульсів глобального фінансового циклу потребує не одного окремого інструменту, а поєднання взаємодоповнюваних короткострокових стабілізаційних і довгострокових структурних заходів. Запропоновані напрями політики є взаємозалежними, оскільки, по-перше, резерви без поступової курсової гнучкості можуть швидко виснажуватися під тиском зовнішніх шоків; по-друге, курсова гнучкість без достатньої привабливості гривневих активів може посилювати девальваційні очікування; по-третє, внутрішній борговий ринок без розвитку ширшого ринку капіталу залишатиметься вузьким і надмірно банкоцентричним. У короткостроковій перспективі, поки тривають воєнні умови та зберігається залежність від зовнішнього офіційного фінансування, ключову стабілізаційну роль відіграватимуть резервний буфер, валютні інтервенції НБУ, підтримання привабливості гривневих активів і системний моніторинг зовнішніх ризиків. У середньо- та довгостроковій перспективі більшу роль мають відіграти внутрішній борговий ринок, ринок капіталу, інституційні інвестори та розвиток фінансової інфраструктури, що здатні сформувати внутрішні джерела довгострокового фінансування і послабити амплітуду передавання зовнішніх фінансових шоків. Реалізація цих напрямів, однак, залежатиме від динаміки зовнішніх умов, тому наступним кроком є визначення сценаріїв адаптації фінансового ринку України до глобального фінансового циклу залежно від ритмічності та достатності зовнішнього фінансування, резервної позиції та глобальних фінансових умов, що становить предмет аналізу в підрозділі 3.3.

### **3.3. Розробка сценаріїв адаптації фінансового ринку України до глобальних фінансових шоків**

Визначені в підрозділі 3.2 напрями політики підвищення стійкості фінансового ринку України є необхідними, але їхня ефективність і пріоритетність суттєво залежать від зовнішніх умов, що формуються поза прямим контролем внутрішньої політики. Результати підрозділу 3.1 засвідчили, що після 2022 року чутливість валютного ринку до глобальних фінансових факторів зросла, а залежність від зовнішнього офіційного фінансування стала структурною характеристикою макрофінансової стабільності України. За таких умов реалізація будь-якого напрямку стабілізаційної політики визначається не лише внутрішніми рішеннями, а й динамікою трьох ключових зовнішніх параметрів: обсягом і ритмічністю зовнішнього офіційного фінансування, станом міжнародних резервів та станом глобальних фінансових умов. Оскільки невизначеність щодо кожного з цих параметрів залишається високою передусім через тривалість і наслідки повномасштабної війни, доцільно розглянути кілька сценаріїв адаптації фінансового ринку України до глобального фінансового циклу. Це дозволить показати, як мають змінюватися акценти політики залежно від того, яке поєднання зовнішніх умов реалізується.

Для систематизації можливих траєкторій адаптації фінансового ринку України до глобального фінансового циклу доцільно виокремити три сценарії, що відрізняються за станом зовнішнього фінансування, міжнародних резервів і глобальних фінансових умов (Додаток В).

Додаток В не є прогнозом конкретного розвитку подій і не відтворює сценарії МВФ, а виконує функцію авторської аналітичної сценарної рамки, сформованої з урахуванням результатів економетричного аналізу, висновків розділу 2 та підходу МВФ до оцінювання високої невизначеності в Україні. Ключовими параметрами розмежування сценаріїв є три чинники: ритмічність і достатність зовнішнього офіційного фінансування, стан міжнародних резервів та глобальні фінансові умови –

тобто ті параметри, які за результатами підрозділів 3.1-3.2 визначають чутливість валютного ринку та стабілізаційні можливості фінансової системи України. Використання сценарного підходу в умовах України є методологічно виправданим: МВФ у документах щодо нової програми EFF для України також наголошує на винятково високій невизначеності та залежності програми від продовження зовнішньої підтримки, а затримки або недостатність такого фінансування розглядаються як чинник, здатний підвищити ризик неоптимальних політичних рішень або невирішених фінансових розривів [44, с. 3, 7]. Відповідно, напрями політики, визначені в підрозділі 3.2, не є однаково пріоритетними за будь-яких умов: у базовому сценарії акцент робиться на поступовій нормалізації та розвитку внутрішніх фінансових механізмів, у ризиковому – на короткостроковій стабілізації та захисті резервів, а у відновлювальному – на структурному поглибленні фінансового ринку та зниженні залежності від зовнішнього фінансування.

Базовий сценарій передбачає збереження достатнього та відносно ритмічного зовнішнього фінансування, підтримання міжнародних резервів на прийнятному рівні та відсутність різкого погіршення глобальних фінансових умов – тобто ситуацію, за якої наявні ризики залишаються, але не набувають кризового характеру. Інституційним підґрунтям для такого сценарію є нова програма МВФ у форматі Extended Fund Facility, яка є частиною міжнародного пакета підтримки обсягом 136,5 млрд дол. США і спрямована на збереження макроекономічної та фінансової стабільності, відновлення зовнішньої життєздатності та підтримку післявоєнного відновлення. У базових прогнозах МВФ міжнародні резерви України у 2026 році становлять 65,5 млрд дол. США, що відповідає 7 місяцям майбутнього імпорту товарів і послуг, і свідчить про збереження значного резервного буфера для підтримання зовнішньої стійкості. За таких умов пріоритетом монетарної та валютної політики є поступова нормалізація: МВФ наголошує, що більша курсова гнучкість має допомагати запобігати накопиченню зовнішніх дисбалансів і підтримувати зовнішню стійкість у середньостроковій

перспективі [44, с. 1-4, 6]. Це узгоджується зі Стратегією НБУ, згідно з якою заходи з пом'якшення валютних обмежень і переходу до більшої гнучкості курсу мають реалізовуватися поступово – не за фіксованим календарним графіком, а за наявності відповідних макроекономічних передумов [45, с. 2-3]. Отже, базовий сценарій є сценарієм керованої адаптації фінансового ринку: він передбачає збереження валютної та фінансової стійкості, поступове розширення курсової гнучкості та розвиток внутрішніх джерел фінансування – без різкого переходу до повної ринкової нормалізації.

Ризиковий сценарій реалізується за умов затримки або недостатності зовнішнього фінансування у поєднанні з погіршенням глобальних фінансових умов – зростанням глобальної схильності до уникнення ризику, підвищенням вартості доларового фінансування та посиленням тиску на валюти країн, що розвиваються. МВФ прямо зазначає, що програма для України значною мірою залежить від масштабної зовнішньої підтримки, а затримки або нестача зовнішнього фінансування можуть підвищити ризик неоптимальних політичних заходів або невирішених фінансових розривів. При цьому в негативному сценарії додаткові шоки можуть поглиблювати дефіцит фінансування, що потребуватиме жорсткішого визначення пріоритетів політики [44, с. 17-18]. Для фінансового ринку України реалізація такого сценарію означає посилення тиску на валютний ринок і міжнародні резерви, зростання потреби в інтервенціях НБУ, посилення девальваційних очікувань і додаткове навантаження на бюджет та банківський сектор. НБУ також наголошує, що у разі тимчасових пауз у зовнішньому фінансуванні уряд може частково покладатися на банки, які здатні нарощувати вкладення в державні цінні папери завдяки достатній ліквідності, однак це не усуває структурної залежності від зовнішньої підтримки [42, с. 4]. Отже, у ризиковому сценарії пріоритетом стає не прискорена нормалізація, а короткострокова стабілізація: захист резервів, пріоритизація валютних інтервенцій для згладжування надмірної

волатильності, підтримання привабливості гривневих активів і більш обережні темпи валютної лібералізації та розширення курсової гнучкості.

Відновлювальний сценарій стає можливим за умов зниження безпекових ризиків, стабілізації зовнішнього фінансування та поступового повернення приватного капіталу, що створює передумови для якісної зміни логіки макрофінансової політики – від кризової стабілізації до структурного поглиблення фінансового ринку. МВФ зазначає, що чинна програма може бути швидко відкалібрована у разі успішних мирних переговорів, а її цілі охоплюють забезпечення стійкого післявоєнного відновлення, підтримку євроінтеграції та розвиток фінансової і ринкової інфраструктури [44, с. 2-3]. За таких умов акцент політики поступово зміщується від інтервенцій і обмежень до розширення ринкових механізмів адаптації, де курсова гнучкість поступово посилює роль амортизатора зовнішніх шоків, а внутрішній ринок капіталу стає повноцінним каналом мобілізації ресурсів. OECD наголошує, що відновлення потребує мобілізації значних обсягів приватного фінансування від домогосподарств, підприємств та міжнародних інвесторів, а добре функціонуюча фінансова система (включаючи ринки капіталу, фінансові установи та управління державним боргом) відіграватиме вирішальну роль у залученні та розподілі цих ресурсів. При цьому самі банківська система і зовнішня офіційна підтримка не зможуть самостійно забезпечити необхідні обсяги фінансування, а ринки капіталу мають доповнювати банківське посередництво й залучати внутрішній та міжнародний капітал [43, с. 8, 20]. Водночас навіть у цьому сценарії валютна лібералізація та подальше розширення курсової гнучкості мають залишатися поетапними – не прив'язаними до фіксованих часових рамок, а зумовленими наявністю відповідних макроекономічних передумов [45, с. 2-3]. Отже, відновлювальний сценарій передбачає поступовий перехід до більш автономної, ринкової та диверсифікованої моделі фінансової стійкості, за якої залежність від зовнішнього офіційного фінансування поступово зменшується, а внутрішній ринок

капіталу, інституційні інвестори та приватне фінансування відіграють дедалі вагомішу роль.

Отже, сценарний аналіз засвідчує, що адаптація фінансового ринку України до глобального фінансового циклу має бути гнучкою та залежною від зовнішніх умов. У базовому сценарії пріоритетом є керована нормалізація: поступове розширення курсової гнучкості, збереження резервної достатності та розвиток внутрішніх ринкових механізмів. У ризиковому сценарії ключовими стають збереження міжнародних резервів, контроль над курсовою волатильністю та підтримання довіри до гривневих активів. В оптимістичному сценарії відкривається простір для глибшої лібералізації, активнішого залучення приватного капіталу та посилення ролі внутрішнього ринку капіталу. Таким чином, запропоновані сценарії не є прогнозом, а виконують функцію аналітичної рамки для формування політики в умовах високої невизначеності.

## ВИСНОВОК

Проведене дослідження дозволило дійти таких висновків та обґрунтувати такі пропозиції:

1) У результаті дослідження сутності, структури та еволюції глобальних фінансових циклів встановлено, що глобальний фінансовий цикл є системним явищем сучасної міжнародної фінансової архітектури, яке відображає синхронізовані коливання цін ризикових активів, міжнародних потоків капіталу, фінансового левериджу, глобальної ліквідності та умов фінансування. Його формування стало наслідком поглиблення фінансової глобалізації, дерегуляції фінансових ринків, зростання ролі транскордонного банківського посередництва та посилення взаємозалежності національних фінансових систем. На відміну від внутрішніх фінансових циклів, які переважно відображають динаміку кредиту та цін активів всередині окремої економіки, глобальний фінансовий цикл формується на наднаціональному рівні й визначає зовнішні фінансові умови для широкого кола країн. Це дає підстави розглядати його не як окремий прояв руху капіталу, а як комплексну характеристику сучасного глобального фінансового середовища.

2) Аналіз факторів формування та механізмів трансмісії глобальних фінансових циклів показав, що їхня динаміка визначається взаємодією кількох ключових чинників: монетарної політики провідних центральних банків, передусім Федеральної резервної системи США, глобальної ліквідності, схильності інвесторів до ризику та стану міжнародного фінансового посередництва. Передача імпульсів глобального фінансового циклу на національні економіки відбувається через канали глобального ризик-апетиту, валютного курсу, потоків капіталу, вартості зовнішнього фінансування та поведінки фінансових посередників. Особливістю цього механізму є його асиметричність: однакові глобальні фінансові шоки мають неоднакові наслідки для розвинених економік і країн, що розвиваються, оскільки останні мають вищу залежність

від зовнішніх фінансових умов, нижчу глибину внутрішніх ринків і більшу чутливість до змін глобального апетиту до ризику.

3) Дослідження впливу глобальних фінансових циклів на країни, що розвиваються, засвідчило, що такі економіки є найбільш вразливими до зовнішніх фінансових шоків через поєднання валютної, боргової та інституційної вразливості. Глобальний фінансовий цикл обмежує монетарну автономію малих відкритих економік, посилює волатильність потоків капіталу, створює девальваційний тиск на національні валюти та підвищує ризики раптової зупинки зовнішнього фінансування. Водночас із цим встановлено, що вплив глобального фінансового циклу не є механічним або однаковим для всіх країн: його сила залежить від якості макроекономічної політики, рівня міжнародних резервів, гнучкості валютного курсу, глибини фінансового ринку та здатності держави застосовувати макропруденційні інструменти. Отже, внутрішня політика не усуває вплив глобального циклу, але може суттєво зменшити амплітуду його передачі на національний фінансовий ринок.

4) Наведені дані щодо інтеграції фінансового ринку України у глобальні фінансові процеси дають підстави стверджувати, що Україна включена у світове фінансове середовище через низку взаємопов'язаних каналів: зовнішній сектор, прямі іноземні інвестиції, валютний ринок, міжнародні резерви, валютні інтервенції НБУ, державний борг і ринок ОВДП. Разом із тим характер цієї інтеграції є асиметричним і залежним. Україна не виступає автономним центром формування фінансових умов, а є малою відкритою економікою, чутливою до зовнішнього фінансування, рішень міжнародних партнерів, курсової динаміки та глобального ризик-апетиту. Після 2022 року модель фінансової інтеграції України суттєво змінилася: приватні ринкові канали, зокрема прямі іноземні інвестиції та участь нерезидентів у внутрішньому ринку, послабилися, тоді як офіційне зовнішнє фінансування, міжнародні резерви й валютні інтервенції НБУ стали ключовими стабілізаційними механізмами. Саме тому стійкість фінансового

ринку України у воєнний період значною мірою визначається не лише внутрішніми ринковими чинниками, а й безперервністю зовнішньої підтримки.

5) У процесі ідентифікації проблем функціонування фінансового ринку України в умовах глобальної нестабільності встановлено, що основними структурними обмеженнями є висока залежність від зовнішнього офіційного фінансування, слабкість зовнішньої позиції, банкоцентричність фінансової системи, недостатня глибина ринку капіталу, низька роль небанківських фінансових посередників та інституційна концентрація внутрішнього боргового ринку. Фінансовий ринок України зберігає операційну стійкість навіть в умовах війни, однак ця стійкість значною мірою підтримується зовнішніми ресурсами, регуляторними рішеннями та стабілізаційними діями НБУ, а не достатньою глибиною внутрішніх ринкових механізмів. Отже, ключова проблема полягає не в повній нефункціональності фінансового ринку, а в його структурній несамодостатності, що обмежує здатність мобілізувати приватний капітал, фінансувати відновлення економіки та самостійно поглинати зовнішні фінансові шоки.

б) З огляду на вплив глобальних фінансових циклів на ринки інших країн, що розвиваються, можна зробити висновок, що чутливість економік до глобальних фінансових шоків залежить від їхніх стартових макрофінансових умов, резервної позиції, стану поточного рахунку, зовнішнього боргу, глибини валютного ринку та якості макроекономічної політики. Порівняння України, Індії, Індонезії та Туреччини засвідчило, що: Індія має найстійкішу позицію завдяки значному резервному буферу, нижчій борговій вразливості та глибшому фінансовому ринку; Індонезія демонструє помірно збалансовану модель адаптації; Туреччина характеризується підвищеною зовнішньою вразливістю через нестійкість резервної позиції та чутливість до змін інвесторських настроїв; Україна ж має специфічну воєнно зумовлену модель вразливості, де ключову роль відіграє не стільки приватний ринковий капітал, скільки офіційне зовнішнє фінансування. Отже, український випадок підтверджує загальну закономірність про вразливість країн, що розвиваються, до глобального фінансового

циклу, але так само демонструє її особливу форму – залежність фінансової стійкості від ритмічності міжнародної підтримки.

7) Економетричне моделювання впливу глобальних фінансових факторів на фінансові умови України підтвердило релевантність валютного каналу як одного з ключових механізмів передачі глобального фінансового циклу. Модель, побудована на місячних даних за 2018-2025 роки, показала, що у повній вибірці індекс VIX і ставка ФРС мають додатний і статистично значущий зв'язок із курсом гривні, що відповідає гіпотезам про посилення девальваційного тиску в умовах зростання глобального ризику та підвищення вартості доларового фінансування. У той же час порівняння довоєнного і воєнного періодів засвідчило якісну зміну механізму трансмісії після 2022 року: у довоєнний період пояснювальна здатність моделі була нижчою, а вплив глобальних факторів менш виразним; у воєнний період скоригований  $R^2$  зріс до 0,708, а VIX і ставка ФРС стали статистично значущими чинниками курсової динаміки. Це підтверджує, що повномасштабна війна не усунула вплив глобального фінансового циклу, а змінила форму його передачі: прямі ринкові канали послабилися, тоді як роль резервів, інтервенцій НБУ та офіційного зовнішнього фінансування як стабілізаційних механізмів зросла.

8) Результати обґрунтування напрямів державної політики для підвищення стійкості фінансового ринку України підкреслюють, що протидія впливу глобального фінансового циклу не може ґрунтуватися на одному окремому інструменті. Необхідним є поєднання короткострокових стабілізаційних і довгострокових структурних заходів. У короткостроковій перспективі ключову роль мають відігравати підтримання достатнього рівня міжнародних резервів, валютні інтервенції НБУ, збереження привабливості гривневих активів, контрольована курсова гнучкість і системний моніторинг зовнішніх ризиків. У середньо- та довгостроковій перспективі пріоритетами мають стати розвиток внутрішнього ринку державних боргових інструментів, поглиблення ринку капіталу, розширення інвесторської бази, посилення ролі

інституційних інвесторів і вдосконалення фінансової інфраструктури. Отже, головним завданням політики є не ізоляція України від глобального фінансового циклу, що є неможливим для малої відкритої економіки, а зменшення амплітуди передачі зовнішніх шоків через формування внутрішніх буферів, глибших фінансових ринків і більш гнучких механізмів адаптації.

9) Розробка сценаріїв адаптації фінансового ринку України до глобальних фінансових шоків дозволила встановити, що ефективність стабілізаційної політики залежить від поєднання трьох ключових параметрів: ритмічності та достатності зовнішнього офіційного фінансування, стану міжнародних резервів і загальних глобальних фінансових умов. У базовому сценарії, який передбачає збереження зовнішньої підтримки, достатній рівень резервів і помірну глобальну фінансову напругу, пріоритетом має бути керована нормалізація – поступове розширення курсової гнучкості, розвиток внутрішнього боргового ринку та посилення ринкових механізмів без передчасної лібералізації. У ризиковому сценарії, пов'язаному зі скороченням або затримками зовнішнього фінансування та погіршенням глобальних фінансових умов, ключовим завданням стає збереження резервів, стримування надмірної курсової волатильності, підтримання довіри до гривневих активів і запобігання фінансовій дестабілізації. В оптимістичному сценарії, за умов стабілізації зовнішнього середовища та зниження воєнних ризиків, відкривається простір для глибшого розвитку ринку капіталу, розширення участі приватних інвесторів і поступового зменшення залежності від офіційної зовнішньої підтримки. Отже, сценарний аналіз підтверджує, що адаптація фінансового ринку України до глобального фінансового циклу має бути гнучкою, поетапною та залежною від зовнішніх умов, а не універсальною для всіх можливих траєкторій розвитку подій.

## СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Miranda-Agrippino S., Rey H. The Global Financial Cycle. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2021. URL: <https://doi.org/10.3386/w29327> (дата звернення: 04.04.2026).
2. Global and domestic financial cycles: variations on a theme / I. Aldasoro та ін. BIS Working Papers. 2020. Т. 864. С. 32. URL: <https://www.bis.org/publ/work864.pdf> (дата звернення: 04.04.2026).
3. Goldberg L. S., Hirschhorn S. Financial Intermediaries and Pressures on International Capital Flows. Federal Reserve Bank of New York, 2025. URL: <https://doi.org/10.59576/lse.20250922> (дата звернення: 04.04.2026).
4. Potjagailo G., Wolters M. H. Global Financial Cycles since 1880. Journal of International Money and Finance. 2023. С. 102801. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2023.102801> (дата звернення: 04.04.2026).
5. Literature Survey on Global Financial Cycle and its implications for Emerging Economies. Journal of emerging technologies and innovative research (JETIR). 2023. Т. 10, № 3. С. 681–686. URL: <https://www.jetir.org/papers/JETIR2303789.pdf> (дата звернення: 04.04.2026).
6. Juhro S. M., Iyke B. N., Narayan P. K. Capital flow dynamics and the synchronization of financial cycles and business cycles in emerging market economies. Journal of International Financial Markets, Institutions and Money. 2024. С. 101980. URL: <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2024.101980> (дата звернення: 04.04.2026).
7. Jeanne O., Sandri D. Global Financial Cycle and Liquidity Management. SSRN Electronic Journal. 2020. URL: <https://doi.org/10.2139/ssrn.3705112> (дата звернення: 04.04.2026).
8. Cerutti E. The Global Financial Cycle: Quantities versus Prices. IMF Working Papers. 2024. Т. 2024, № 158. С. 1. URL: <https://doi.org/10.5089/9798400282867.001> (дата звернення: 04.04.2026).

9. Emerging Market Resilience: Good Luck or Good Policies?. IMF Working Paper. 2025. Т. 256, № 1. С. 51–71. URL: <https://doi.org/10.5089/9798229033886.001> (дата звернення: 04.04.2026).
10. Global shocks, local markets: the changing landscape of emerging market sovereign debt. IMF Working Paper. 2025. С. 77–103. URL: <https://www.imf.org/-/media/files/publications/gfsr/2025/october/english/text.pdf> (дата звернення: 04.04.2026).
11. International Monetary Fund. Ukraine: Sixth Review Under the Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility, Requests for Modification of a Performance Criterion, and Financing Assurances Review-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Ukraine. 2024. 163 с. URL: <https://doi.org/10.5089/9798400297397.002> (дата звернення: 06.04.2026).
12. International Monetary Fund. Ukraine: Eighth Review Under the Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility, Requests for Modification of Performance Criteria, Rephrasing of Access, and Financing Assurances Review-Press Release; Staff Report; and Statement by the Alternate Executive Director for Ukraine. 2025. 170 с. URL: <https://doi.org/10.5089/9798229014861.002> (дата звернення: 06.04.2026).
13. International Monetary Fund. Ukraine: 2023 Article IV Consultation, Second Review Under the Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility, and Requests for Modification of Performance Criteria and a Waiver of Nonobservance of Performance Criterion-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Ukraine. 2023. 203 с. URL: <https://doi.org/10.5089/9798400261398.002> (дата звернення: 06.04.2026).
14. Національний банк України. Міжнародна інвестиційна позиція (за методологією КПБ6). 2026. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-external> (дата звернення: 06.04.2026).
15. Національний банк України. Зовнішній борг України (за методологією МВФ, КПБ 6). 2026. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-external> (дата звернення: 06.04.2026).

16. World Bank. World Bank Group Support to Ukraine, 2024. World Bank. URL: <https://thedocs.worldbank.org/en/doc/6e7858d016ec6d9787e6491d27a90971-0080012024/original/World-Bank-Group-Support-to-Ukraine-August-2024.pdf> (дата звернення: 07.04.2026).
17. Національний банк України. Офіційний курс гривні до іноземних валют (середній за період). 2026. URL: [https://bank.gov.ua/files/Exchange\\_r.xls](https://bank.gov.ua/files/Exchange_r.xls) (дата звернення: 08.04.2026).
18. Національний банк України. Динаміка міжнародних резервів. 2026. URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/international-reserves-allinfo/dynamics> (дата звернення: 08.04.2026).
19. Національний банк України. Валютні інтервенції НБУ. 2026. URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/currency-interventions> (дата звернення: 08.04.2026).
20. Про затвердження Середньострокової стратегії управління державним боргом на 2024-2026 роки : Постанова від 27.10.2023 № 1117. URL: <https://www.kmu.gov.ua/npas/pro-zatverdzhennia-serednostrokovoi-stratehii-upravlinnia-derzhavnym-borhom-na-20242026-roky-1117-271023> (дата звернення: 09.04.2026).
21. Міністерство фінансів України. Державний та гарантований державою борг України за станом на 28.02.2026. 2026. URL: [https://mof.gov.ua/storage/files/%D0%B1%D0%BE%D1%80%D0%B3\\_28\\_02\\_2026\\_%D0%BC%D0%BB%D1%80%D0%B4\\_%D0%90%D0%A1%D0%9A%D0%9E%D0%94%20\(3\).xlsx](https://mof.gov.ua/storage/files/%D0%B1%D0%BE%D1%80%D0%B3_28_02_2026_%D0%BC%D0%BB%D1%80%D0%B4_%D0%90%D0%A1%D0%9A%D0%9E%D0%94%20(3).xlsx) (дата звернення: 09.04.2026).
22. Програма управління державним боргом на 2025 рік : Наказ від 14.07.2025 № 349. URL: <https://mof.gov.ua/storage/files/Програма%20управління%20державним%20боргом%20на%202025%20рік.pdf> (дата звернення: 09.04.2026).
23. Національний банк України. ОВДП, які знаходяться в обігу за номінально-амортизаційною вартістю. 2026. URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/t-bills> (дата звернення: 09.04.2026).

24. OECD. Mapping Ukraine's Financial Markets and Corporate Governance Framework for a Sustainable Recovery. Paris : OECD Publishing, 2025. 173 с. URL: <https://doi.org/10.1787/866c5c44-en> (дата звернення: 10.04.2026).
25. International Monetary Fund. Ukraine: request for an extended arrangement under the extended fund facility and cancellation of the current arrangement – press release, staff report, staff supplement, and statement by the alternate executive director for Ukraine. 2026. 180 с. <https://doi.org/10.5089/9798229040464.002> (дата звернення: 10.04.2026).
26. NBU. Banking Sector Review. 2026. 15 с. URL: [https://bank.gov.ua/admin\\_uploads/article/Banking\\_Sector\\_Review\\_2026-02\\_eng.pdf?v=16](https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Banking_Sector_Review_2026-02_eng.pdf?v=16) (дата звернення: 10.04.2026).
27. NBU. Development and Implementation of the Ukrainian Capital Market Infrastructure Target Model. 2025. 6 с. URL: [https://bank.gov.ua/admin\\_uploads/article/Development\\_Implementation\\_Ukrainian\\_Capital\\_Market\\_Infrastructure\\_Target\\_Model\\_10-2025.pdf?v=14](https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Development_Implementation_Ukrainian_Capital_Market_Infrastructure_Target_Model_10-2025.pdf?v=14) (дата звернення: 16.04.2026).
28. NBU. Non-bank Financial Sector Review. 2025. 13 с. URL: [https://bank.gov.ua/admin\\_uploads/article/Nonbanking\\_Sector\\_Review\\_2025-08\\_eng.pdf?v=14](https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Nonbanking_Sector_Review_2025-08_eng.pdf?v=14) (дата звернення: 16.04.2026).
29. NBU. Non-bank Financial Sector Review. 2025. 13 с. URL: [https://bank.gov.ua/admin\\_uploads/article/Nonbanking\\_Sector\\_Review\\_2025-11\\_eng.pdf?v=16](https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Nonbanking_Sector_Review_2025-11_eng.pdf?v=16) (дата звернення: 16.04.2026).
30. NBU. Non-bank Financial Sector Review. 2025. 12 с. URL: [https://bank.gov.ua/admin\\_uploads/article/Nonbanking\\_Sector\\_Review\\_2025-05\\_eng.pdf?v=14](https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Nonbanking_Sector_Review_2025-05_eng.pdf?v=14) (дата звернення: 16.04.2026).
31. Habib M. M., Venditti F. The Global Capital Flows Cycle: Structural Drivers and Transmission Channels. 2019. 54 с. URL: <https://doi.org/10.2139/ssrn.3389245> (дата звернення: 17.04.2026).

32. International Monetary Fund. India: 2025 Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for India. 2025. 116 с. URL: <https://doi.org/10.5089/9798229030809.002> (дата звернення: 17.04.2026).
33. International Monetary Fund. Indonesia: 2025 Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Indonesia. 2026. 100 с. URL: <https://doi.org/10.5089/9798229035576.002> (дата звернення: 17.04.2026).
34. International Monetary Fund. Republic of Türkiye: 2025 Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for the Republic of Türkiye. 2026. 115 с. URL: <https://doi.org/10.5089/9798229038775.002> (дата звернення: 17.04.2026).
35. Національний банк України. Інфляційний звіт. 2026. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/inflyatsiyniy-zvit-sichen-2026-roku> (дата звернення: 17.04.2026).
36. Національний банк України. Платіжний баланс. 2025. URL: [https://bank.gov.ua/files/ES/BOP\\_u.pdf](https://bank.gov.ua/files/ES/BOP_u.pdf) (дата звернення: 17.04.2026)
37. Triennial Central Bank Survey. Turnover of OTC foreign exchange instruments, by currency. URL: [https://data.bis.org/topics/DER/tables-and-dashboards/BIS,DER\\_D11\\_2,1.0](https://data.bis.org/topics/DER/tables-and-dashboards/BIS,DER_D11_2,1.0) (дата звернення: 19.04.2026).
38. Triennial Central Bank Survey. Turnover of OTC foreign exchange instruments, by currency. URL: [https://data.bis.org/topics/DER/tables-and-dashboards/BIS,DER\\_D11\\_3,1.0](https://data.bis.org/topics/DER/tables-and-dashboards/BIS,DER_D11_3,1.0) (дата звернення: 19.04.2026).
39. Національний банк України. Спеціальний стандарт поширення даних: міжнародні резерви та ліквідність в іноземній валюті. URL: [https://bank.gov.ua/ua/statistic/sdds#ir\\_fcl](https://bank.gov.ua/ua/statistic/sdds#ir_fcl) (дата звернення: 28.04.2026).
40. Federal Reserve Bank of St. Louis. CBOE Volatility Index: VIX (VIXCLS). FRED Economic Data. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/VIXCLS> (дата звернення: 28.04.2026).

41. Federal Reserve Bank of St. Louis. Federal Funds Effective Rate (FEDFUNDS). FRED Economic Data. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/FEDFUNDS> (дата звернення: 28.04.2026).
42. Національний банк України. Звіт про фінансову стабільність. 2025. URL: [https://bank.gov.ua/admin\\_uploads/article/FSR\\_2025-H2.pdf](https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/FSR_2025-H2.pdf) (дата звернення: 03.05.2026).
43. OECD. Сильніші фінансові ринки та інституції для відновлення України. 2026. 134 с. URL: <https://doi.org/10.1787/00fed5be-uk> (дата звернення: 03.05.2026).
44. International Monetary Fund. Ukraine: Request for an Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility and Cancellation of the Current Arrangement-Press Release; Staff Report; Supplementary Information; and Statement by the Alternate Executive Director for Ukraine. 2026. 180 с. URL: <https://doi.org/10.5089/9798229040464.002> (дата звернення: 03.05.2026).
45. Національний банк України. Стратегія пом'якшення валютних обмежень, переходу до більшої гнучкості обмінного курсу та повернення до інфляційного таргетування. 2023. URL: <https://bank.gov.ua/ua/files/RoyFIQaSmKIWScQ> (дата звернення: 03.05.2026).
46. Schumpeter J. A. Business Cycles. New York : McGraw-Hill Book Company, 1939. Т. 1 : A Theoretical, Historical, and Statistical Analysis of the Capitalist Process. 463 с. URL: <https://archive.org/details/in.ernet.dli.2015.150123/page/n1/mode/2up> (дата звернення: 10.05.2026).
47. Fisher I. The Debt-Deflation Theory of Great Depressions. *Econometrica*. Т. 1, № 4. С. 337–357. URL: <https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/meltzer/fisdeb33.pdf> (дата звернення: 10.05.2026).
48. Minsky H. P. The Financial Instability Hypothesis. New York : The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, 1992. 10 с. URL: <https://www.levyinstitute.org/pubs/wp74.pdf> (дата звернення: 10.05.2026).

49. Kindleberger C. P., Aliber R. Z. Manias, Panics and Crashes. 5-те вид. Palgrave Macmillan London, 2005. 309 с. URL: <https://doi.org/10.1057/9780230628045> (дата звернення: 10.05.2026).
50. Towards an Operational Framework for Financial Stability: "Fuzzy" Measurement and Its Consequences / C. Borio, M. Drehmann. BIS Working Papers. 2009. Т. 284. С. 50. URL: <https://www.bis.org/publ/work284.pdf> (дата звернення: 10.05.2026).
51. Rey H. Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence. Cambridge, MA : National Bureau of Economic Research, 2015. URL: <https://doi.org/10.3386/w21162> (дата звернення: 10.05.2026).

## ДОДАТКИ

Додаток А

**Концептуальна логіка впливу глобального фінансового циклу на країни, що розвиваються, та Україну**

Фактори формування глобального фінансового циклу	Канали трансмісії	Наслідки для країн, що розвиваються	Специфіка прояву для України
Монетарна політика провідних центральних банків, передусім ФРС США	Зміна глобальної вартості фінансування	Подорожчання зовнішніх запозичень, вплив капіталу, посилення боргового навантаження	Зростання чутливості до вартості зовнішнього фінансування та умов офіційної підтримки
Коливання глобального апетиту до ризику	Канал ризик-апетиту та переоцінки ризикових активів	Скорочення інтересу інвесторів до активів країн, що розвиваються	Посилення девальваційного тиску на гривню та зростання ролі валютних інтервенцій НБУ
Глобальна ліквідність	Потоки капіталу та доступність зовнішнього фінансування	Волатильність припливу й відпливу капіталу, ризик зупинки капіталу	Ослаблення приватних потоків капіталу після 2022 року та зростання ролі офіційного зовнішнього фінансування
Стан міжнародного фінансового посередництва	Банківський і небанківський фінансовий канал	Посилення або пом'якшення передачі зовнішніх шоків залежно від стійкості фінансових посередників	Обмежена глибина внутрішнього ринку капіталу та банкоцентричність фінансової системи
Валютна структура боргу та зовнішні зобов'язання	Валютний канал	Девальвація підвищує боргове навантаження та погіршує фінансові умови	Висока роль валютного курсу, міжнародних резервів і зовнішнього боргу у підтриманні макрофінансової стабільності
Наявність резервних буферів та якість макроекономічної політики	Канал стабілізаційної політики	Можливість пом'якшити зовнішні шоки через резерви, макропруденційні інструменти та курсову гнучкість	Міжнародні резерви, інтервенції НБУ і зовнішня підтримка стали ключовими стабілізаційними механізмами у воєнний період

Джерело: складено автором на основі узагальнення теоретичних положень щодо глобального фінансового циклу та його впливу на країни, що розвиваються [1-10; 11-13; 17-18]

## Вихідні місячні дані для економетричного моделювання за 2018-2025 рр.

Місяць	EXR	VIX	FED	RES
Січ.18	28.43	11.06	1.41	18.81
Лют.18	27.17	22.46	1.42	18.58
Бер.18	26.34	19.02	1.51	18.41
Кві.18	26.15	18.27	1.69	18.19
Тра.18	26.18	14.12	1.70	18.42
Чер.18	26.20	13.68	1.82	18.17
Лип.18	26.40	13.15	1.91	17.98
Сер.18	27.48	12.55	1.91	17.75
Вер.18	28.19	12.91	1.95	17.23
Жов.18	28.13	19.35	2.19	16.64
Лис.18	27.93	19.39	2.20	16.74
Гру.18	27.79	24.95	2.27	17.71
Січ.19	27.88	19.57	2.40	20.82
Лют.19	27.16	15.23	2.40	20.82
Бер.19	26.86	14.49	2.41	20.22
Кві.19	26.81	12.95	2.42	20.63
Тра.19	26.38	16.72	2.39	20.52
Чер.19	26.50	15.84	2.38	19.40
Лип.19	25.75	13.31	2.40	20.64
Сер.19	25.25	18.98	2.13	21.84
Вер.19	24.77	15.56	2.04	22.02
Жов.19	24.81	15.47	1.83	21.44
Лис.19	24.37	12.52	1.55	21.40
Гру.19	23.64	13.76	1.55	21.93
Січ.20	24.12	13.94	1.55	25.30
Лют.20	24.60	19.63	1.58	26.29
Бер.20	26.41	57.74	0.65	27.04
Кві.20	27.22	41.45	0.05	24.92
Тра.20	26.81	30.90	0.05	25.70
Чер.20	26.71	31.12	0.08	25.37
Лип.20	27.31	26.84	0.09	28.52
Сер.20	27.52	22.89	0.10	28.80
Вер.20	27.98	27.65	0.09	29.05
Жов.20	28.32	29.44	0.09	26.53
Лис.20	28.31	25.00	0.09	26.14
Гру.20	28.17	22.37	0.09	26.14
Січ.21	28.22	24.91	0.09	29.13
Лют.21	27.88	23.14	0.08	28.82
Бер.21	27.80	21.84	0.07	28.54
Кві.21	27.93	17.42	0.07	27.03
Тра.21	27.61	19.76	0.06	28.00
Чер.21	27.24	16.96	0.08	27.84

Лип.21	27.21	17.60	0.10	28.36
Сер.21	26.78	17.47	0.09	28.95
Вер.21	26.73	19.82	0.08	31.61
Жов.21	26.37	17.87	0.08	28.71
Лис.21	26.45	18.50	0.08	29.65
Гру.21	27.21	21.35	0.08	30.60
Січ.22	28.00	23.18	0.08	30.94
Лют.22	28.41	25.75	0.08	29.09
Бер.22	29.25	26.97	0.20	27.55
Кві.22	29.25	24.37	0.33	28.11
Тра.22	29.25	29.31	0.77	26.95
Чер.22	29.25	28.23	1.21	25.10
Лип.22	31.85	25.00	1.68	22.80
Сер.22	36.57	22.17	2.33	22.39
Вер.22	36.57	27.34	2.56	25.44
Жов.22	36.57	30.01	3.08	23.93
Лис.22	36.57	23.30	3.78	25.25
Гру.22	36.57	21.78	4.10	27.95
Січ.23	36.57	20.17	4.33	28.49
Лют.23	36.57	20.12	4.57	29.93
Бер.23	36.57	21.64	4.65	28.87
Кві.23	36.57	17.82	4.83	31.89
Тра.23	36.57	17.64	5.06	35.95
Чер.23	36.57	14.00	5.08	37.32
Лип.23	36.57	13.93	5.12	39.03
Сер.23	36.57	15.85	5.33	41.74
Вер.23	36.57	15.17	5.33	40.41
Жов.23	36.52	18.89	5.33	39.72
Лис.23	36.16	14.02	5.33	38.99
Гру.23	37.09	12.72	5.33	38.80
Січ.24	37.87	13.39	5.33	40.51
Лют.24	37.97	13.98	5.33	38.53
Бер.24	38.66	13.79	5.33	37.06
Кві.24	39.36	16.14	5.33	43.77
Тра.24	39.71	13.06	5.33	42.40
Чер.24	40.48	12.67	5.33	39.04
Лип.24	40.99	14.37	5.33	37.90
Сер.24	41.19	19.31	5.33	37.23
Вер.24	41.25	17.66	5.13	42.34
Жов.24	41.24	19.96	4.83	38.90
Лис.24	36.16	16.02	4.64	36.58
Гру.24	41.75	15.87	4.48	39.93
Січ.25	42.11	16.76	4.33	43.80
Лют.25	41.67	16.97	4.33	43.01
Бер.25	41.48	21.84	4.33	40.15
Кві.25	41.41	31.97	4.33	42.38
Тра.25	41.53	20.46	4.33	46.69

Чер.25	41.58	18.40	4.33	44.55
Лип.25	41.79	16.38	4.33	45.07
Сер.25	41.44	15.75	4.33	43.03
Вер.25	41.32	15.79	4.22	46.04
Жов.25	41.63	18.09	4.09	46.64
Лис.25	42.10	19.77	3.88	49.52
Гру.25	42.20	15.55	3.72	54.76

Джерело: складено автором на основі даних НБУ та FRED Economic Data [17, 39-41]

Примітка: одиниці виміру EXR – грн за 1 дол. США, VIX – індексні пункти, FED – % річних, RES – млрд дол. США.

### Сценарії адаптації фінансового ринку України до впливу глобального фінансового циклу

Сценарій	Базовий сценарій	Ризиковий сценарій	Відновлювальний сценарій
Передумови реалізації	1) ритмічне зовнішнє фінансування; достатній рівень резервів; 2) контрольована інфляція; відсутність різкого погіршення глобальних фінансових умов	1) затримки або недостатність зовнішнього фінансування; 2) зростання VIX; 3) високі ставки ФРС; посилення дефіциту поточного рахунку; 4) підвищений попит на валюту	1) зниження безпекових ризиків; 2) стабільне зовнішнє фінансування; 3) повернення приватного капіталу; 4) послаблення глобальної фінансової напруги; 5) зростання довіри до внутрішнього ринку
Ризики	1) збереження залежності від зовнішньої підтримки; 2) помірний тиск на валютний ринок; поступове виснаження резервів у разі тривалих інтервенцій	1) тиск на курс; 2) зростання потреби в інтервенціях; 3) ризик скорочення резервів; 4) посилення девальваційних очікувань; 5) навантаження на банки та ринок ОВДП	1) ризик передчасної лібералізації; 2) приплив короткострокового капіталу; 3) нерівномірне відновлення ринку; 4) слабка інституційна спроможність ринку капіталу
Пріоритети політики	1) поступове розширення курсової гнучкості; підтримка привабливості гривневих активів; 2) розвиток ринку ОВДП; 3) макропруденційний моніторинг	1) захист резервів; 2) пріоритизація валютних інтервенцій; 3) підтримання жорстких монетарних умов; 4) тимчасове уповільнення валютної лібералізації; 5) активізація внутрішніх джерел фінансування	1) поступове повернення до повнішої курсової гнучкості; 2) розвиток ринку капіталу; 3) залучення інституційних інвесторів; 4) розширення корпоративних інструментів; 5) зміцнення регуляторної інфраструктури
Очікуваний ефект для фінансового ринку	збереження валютної та фінансової стійкості без різкого переходу до повної ринкової нормалізації	стримування кризового тиску, але з вищими витратами для економіки та обмеженим простором для структурної нормалізації	перехід до більш автономної й диверсифікованої моделі фінансової стійкості

Джерело: складено автором на основі результатів економетричного аналізу, висновків розділу 2 та джерел [42-45]