

Міністерство освіти і науки України
Національний університет «Києво-Могилянська академія»
Факультет економічних наук
Кафедра економічної теорії

Кваліфікаційна робота

освітній ступінь – бакалавр

на тему: **«МІЖНАРОДНІ РЕЗЕРВИ УКРАЇНИ В УМОВАХ ВІЙНИ»**

Виконав: студент 4-го року навчання,

Спеціальність:

051 «Економіка»

Осика Катерина Петрівна

Керівник Григор'єв Г.С., _____

доктор економічних наук, доцент

Рецензент Литвин І. В., _____

(прізвище та ініціали)

Кваліфікаційна робота захищена

з оцінкою _____

Секретар ЕК _____

«____» _____ 20____ р.

ЗМІСТ

ВСТУП.....	2
РОЗДІЛ 1 ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ МІЖНАРОДНИХ РЕЗЕРВІВ.....	8
1.1. Економічна сутність, роль і функції міжнародних резервів	8
1.2. Теоретичні моделі накопичення та управління міжнародними резервами	15
1.3. Міжнародні резерви як чинник економічної безпеки держави	22
РОЗДІЛ 2 АНАЛІТИКА ТА СУЧАСНИЙ СТАН МІЖНАРОДНИХ РЕЗЕРВІВ УКРАЇНИ	28
2.1. Структура, динаміка і достатність міжнародних резервів України у 2021-2025 рр.	28
2.2. Фактори впливу на зміну обсягів міжнародних резервів у період війни	37
2.3. Роль міжнародної фінансової підтримки у стабілізації резервів	44
РОЗДІЛ 3 МОДЕЛЮВАННЯ ТА ЕКОНОМЕТРИЧНИЙ АНАЛІЗ	50
3.1. Методологічні підходи до моделювання міжнародних резервів	50
3.2. Економетрична модель залежності міжнародних резервів від макроекономічних показників України	56
3.3. Прогнозування обсягів міжнародних резервів України на 2026-2027 рр.....	60
ВИСНОВОК.....	66
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	70
ДОДАТКИ	77

ВСТУП

У сучасних умовах міжнародні резерви відіграють основну роль у забезпеченні макрофінансової стабільності держави, підтриманні довіри до національної валюти, згладжуванні зовнішніх шоків та зниженні вразливості економіки до кризових явищ. Для малих відкритих економік, які залежать від зовнішньої торгівлі, міжнародного фінансування та стану глобальних фінансових ринків, достатній рівень резервів є важливим елементом економічної безпеки.

Актуальність теми дослідження зумовлена тим, що в умовах глобальної фінансової нестабільності, зростання вартості зовнішнього фінансування, посилення геополітичних ризиків та поглиблення вразливості країн з ринками, що розвиваються, питання формування, використання та достатності міжнародних резервів набуває особливого значення. Також ефективність резервів залежить від структури, ліквідності, співвідношення з потенційними валютними відтоками, рівня зовнішньої підтримки та загальної стійкості макрофінансової системи.

Для України ця проблема має особливе значення, оскільки після початку повномасштабної війни міжнародні резерви стали одним із центральних механізмів підтримання фінансової стійкості держави. В умовах значного дефіциту зовнішньої торгівлі, високої потреби у валютних інтервенціях Національного банку України, боргових виплат, воєнних ризиків та залежності державного бюджету від міжнародної фінансової допомоги резерви виконують роль індикатора довіри до здатності держави забезпечувати макрофінансову рівновагу.

Український випадок відрізняється від стандартних підходів до аналізу резервів, оскільки в період війни їхня динаміка визначається не лише ринковими потоками капіталу чи експортними надходженнями, а значною мірою офіційним зовнішнім фінансуванням, валютними обмеженнями, інтервенціями НБУ та умовами співпраці з міжнародними партнерами. Тому

формально високий рівень міжнародних резервів України у 2022-2025 рр. не є доказом органічної зовнішньої стійкості економіки, а потребує аналізу джерел його формування, співвідношення валових і чистих резервів та потенційних валютних відтоків.

Суттєвий внесок у дослідженні економічної сутності, функцій, достатності та управління міжнародними резервами присвячені праці іноземних і вітчизняних науковців, а також документи міжнародних інституцій. Теоретичні підходи до визначення оптимального рівня резервів і мотивів їх накопичення розкрито у працях Дж. Френкеля, Б. Йовановича, О. Жанна, Р. Рансьєра, Д. Родріка, М. Обстфельда, Дж. Шамбо, А. Тейлора, Дж. Айзенмана. Методологічні засади обліку, управління та оцінки достатності міжнародних резервів сформовано в документах Міжнародного валютного фонду. Серед вітчизняних авторів ці питання досліджували О. Береславська, Д. Гладких, І. Яремко, Н. Думич та інші.

Попри значну кількість наукових праць, присвячених міжнародним резервам, їх оптимальному рівню, функціям та критеріям достатності, залишається недостатньо розкритим питання про те, як саме міжнародні резерви України виконують стабілізаційну функцію в умовах повномасштабної війни та високої залежності від офіційної зовнішньої підтримки. Традиційні підходи до оцінки резервної достатності, зокрема через покриття імпорту, короткострокового зовнішнього боргу або агреговані методики МВФ, потребують адаптації до українських умов, де важливими чинниками зміни резервів виступають масштабні валютні інтервенції, гранти, кредити міжнародних партнерів та специфічний режим валютного регулювання. Це формує **дослідницьку проблему роботи**, яка полягає у з'ясуванні того, як в умовах повномасштабної війни міжнародні резерви України трансформувалися з класичного інструменту зовнішньої ліквідності у транзитно-компенсаторний механізм підтримання макрофінансової стійкості, залежний від офіційного

зовнішнього фінансування, валютних інтервенцій НБУ та співвідношення між GIR і NIR.

Об'єктом дослідження є міжнародні резерви як елемент макрофінансової стабільності та економічної безпеки держави.

Предметом дослідження є механізми формування, використання та оцінки достатності міжнародних резервів України в умовах повномасштабної війни, зовнішньої фінансової підтримки та дії макроекономічних чинників.

Метою кваліфікаційної роботи є дослідити теоретичні засади формування та управління міжнародними резервами, проаналізувати динаміку, структуру та чинники зміни міжнародних резервів України у 2021-2025 рр., а також оцінити їхню роль у забезпеченні макрофінансової стабільності та обґрунтувати напрями підвищення ефективності резервної політики.

Для досягнення поставленої мети у роботі визначено такі завдання:

1. Розкрити економічну сутність, роль і основні функції міжнародних резервів у системі макрофінансової стабільності держави.
2. Систематизувати теоретичні моделі накопичення та управління міжнародними резервами.
3. Обґрунтувати значення міжнародних резервів як чинника економічної безпеки держави.
4. Проаналізувати структуру, динаміку та достатність міжнародних резервів України у 2021-2025 рр.
5. Визначити основні фактори впливу на зміну обсягів міжнародних резервів України у період війни.
6. Оцінити роль міжнародної фінансової підтримки у стабілізації міжнародних резервів України.
7. Охарактеризувати методологічні підходи до моделювання міжнародних резервів.

8. Побудувати економетричну модель залежності міжнародних резервів від макроекономічних показників України.
9. Здійснити прогнозування обсягів міжнародних резервів України на 2026-2027 рр.

Теоретичною основою дослідження є наукові підходи до аналізу міжнародних резервів, моделей їх оптимального рівня, концепції резервної достатності, теорії самострахування від зовнішніх шоків, а також підходи до оцінки ролі резервів у забезпеченні валютної, фінансової та економічної безпеки держави. У роботі використано праці іноземних і вітчизняних дослідників, аналітичні матеріали Міжнародного валютного фонду, Національного банку України, Міністерства фінансів України, Світового банку, а також статистичні бази НБУ, МВФ та інших міжнародних інституцій.

У роботі використано такі **методи дослідження**:

- метод теоретичного узагальнення для розкриття сутності міжнародних резервів та систематизації підходів до їх трактування;
- метод аналізу і синтезу для визначення функцій резервів, чинників їх формування та каналів впливу на макрофінансову стабільність;
- статистичний аналіз для дослідження динаміки, структури та достатності міжнародних резервів України;
- порівняльний метод для зіставлення різних критеріїв резервної достатності;
- графічний метод для візуалізації змін міжнародних резервів, валютних інтервенцій та зовнішнього фінансування;
- кореляційний аналіз для попередньої оцінки взаємозв'язків між макроекономічними показниками;
- економетричне моделювання для оцінки залежності міжнародних резервів від ключових макроекономічних чинників;

- прогностичний і сценарний аналіз для визначення можливих тенденцій зміни резервів та ризиків їх достатності.

Наукова новизна одержаних результатів полягає в обґрунтуванні трансформації ролі міжнародних резервів України в умовах повномасштабної війни. У роботі доведено, що після 2022 року міжнародні резерви України перестали виконувати лише традиційну функцію ліквідного буфера для покриття імпорту, короткострокового зовнішнього боргу чи проведення валютних інтервенцій. Також новим науковим результатом є обґрунтування того, що високий валовий обсяг міжнародних резервів у період війни не є самостійним доказом резервної стійкості, якщо він значною мірою формується за рахунок зовнішньої офіційної підтримки та супроводжується високими потенційними валютними відтоками. Дістало подальшого розвитку трактування міжнародних резервів як чинника економічної безпеки держави.

Практичне значення одержаних результатів полягає в можливості використання запропонованого підходу для комплекснішої оцінки резервної політики України в умовах воєнної та післявоєнної макрофінансової нестабільності. Отримані результати дають змогу оцінювати ефективність резервної політики за тим, наскільки ці резерви є реально доступними, стійкими за джерелами формування та достатніми з урахуванням потенційних валютних відтоків. Такий підхід може бути використаний для обґрунтування напрямів державної політики щодо підтримання безпечного співвідношення між GIR і NIR, визначення меж використання резервів для валютних інтервенцій, оцінки ризиків залежності від міжнародної фінансової підтримки та поступового переходу до більш гнучкої моделі валютного регулювання. Практична цінність результатів також полягає в тому, що вони дозволяють відокремити формальне зростання резервів від реального посилення зовнішньої стійкості держави, що є важливим для формування післявоєнної політики резервної достатності без послаблення макрофінансової безпеки України.

Апробація результатів дослідження здійснена шляхом підготовки тез доповіді на тему «Міжнародні резерви як інструмент забезпечення макрофінансової стабільності в умовах глобальної невизначеності» для участі у науковій конференції на тему «Актуальні соціально-економічні проблеми в умовах невизначеності» (м. Київ, 17 квітня 2026 року).

РОЗДІЛ 1 ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ МІЖНАРОДНИХ РЕЗЕРВІВ

1.1. Економічна сутність, роль і функції міжнародних резервів

В умовах посилення глобалізаційних процесів і нестабільності світових фінансових ринків міжнародні резерви є одним із основних індикаторів макроекономічної та фінансової стійкості держави. Вони є важливим інструментом реалізації монетарної та валютної політики, що забезпечує здатність держави виконувати зовнішні зобов'язання, згладжувати надмірні коливання валютного курсу та підтримувати стійкість національної економіки до зовнішніх шоків.

У сучасній економічній літературі міжнародні резерви розглядаються як елемент фінансового суверенітету держави, оскільки їх наявність розширює можливості центрального банку оперативного реагувати на кризові явища, знижує ризики платіжного дисбалансу та сприяє збереженню довіри до національної валюти [6, с. 2-4].

Згідно з підходом МВФ, міжнародні резерви – це зовнішні фінансові активи, що перебувають під ефективним контролем органів грошово-кредитного регулювання, насамперед центрального банку. Такі активи є високоліквідними, доступними для негайного використання, номінованими та погашеними в конвертованій іноземній валюті, а також призначені для фінансування потреб платіжного балансу, здійснення валютних інтервенцій, підтримання довіри до національної валюти та економіки, а також для інших пов'язаних цілей [17, с. 111-113].

Підконтрольність у цьому контексті означає передусім наявність прямого й ефективного контролю з боку монетарної влади та можливість використати його без затримок для досягнення цілей валютної і макрофінансової стабільності. Ліквідність резервного активу означає його здатність бути швидко мобілізованим, тобто проданим, обміняним або конвертованим у іноземну

валюту з мінімальними витратами часу і без суттєвої втрати вартості [19, с. 13-15, 69-70].

Отже, основними атрибутами резервного активу є зовнішній характер, ефективний контроль з боку монетарної влади, висока ліквідність, можливість негайної мобілізації, номінування та погашення у конвертованій іноземній валюті, а також висока якість активу, що передбачає мінімальний кредитний ризик.

Методологічною основою статистичного визначення валових міжнародних резервів є ВРМ6 (6-те видання “Balance of Payments and International Investment Position Manual”), у якому резервні активи трактуються як валова категорія зовнішніх активів монетарної влади, що не включає її зовнішніх зобов’язань. До складу валових міжнародних резервів входять монетарне золото, спеціальні права запозичення, резервна позиція в МВФ, а також інші резервні активи, зокрема валюта і депозити, цінні папери, фінансові деривативи та інші вимоги, за умови що вони відповідають критеріям резервного активу [18, с. 269-271].

У зовнішній звітності МВФ ці самі активи подаються у більш прикладному розрізі, як валютні резерви, резервна позиція в МВФ, спеціальні права запозичення, монетарне золото та інші резервні активи. Тому відмінність між GIR у ВРМ6 і резервними активами у зовнішній звітності полягає переважно не в економічній сутності самого показника, а в особливостях класифікації, групування та способу подання його складових. Водночас динаміку GIR (валові міжнародні резерви) доцільно аналізувати з урахуванням логіки узгодження запасів і потоків, тобто через зіставлення початкового та кінцевого обсягу резервів із фінансовими операціями, переоцінками та іншими змінами в обсязі активів. [19, с. 21-24, 26-31; 17, с. 29-48, 142-148].

У науково-аналітичній та статистичній практиці поняття міжнародних резервів доцільно конкретизувати через розмежування валових міжнародних резервів (GIR), чистих міжнародних резервів (NIR) та реально доступних до

використання резервів. GIR відображають загальний обсяг резервних активів монетарної влади, однак не завжди дають повне уявлення про фактичну зовнішню стійкість країни, оскільки частина цих активів може бути пов'язана з короткостроковими валютними зобов'язаннями або іншими наперед визначеними відпливами.

Саме тому в сучасній практиці дедалі більшого значення набуває показник NIR, який визначається як резервні активи мінус наперед визначені короткострокові чисті валютні відпливи. Категорія ліквідні резерви не є окремою базовою статистичною категорією ВРМб, однак в аналітичному сенсі відображає ту частину резервів, яку монетарна влада може реально й оперативно мобілізувати без обмежень, пов'язаних із заставами, валютними змінами, резервно-пов'язаними зобов'язаннями чи іншими короткостроковими дренажами[12, с. 2-4].

З цього випливає ризик номінальної ліквідності: резерви можуть статистично обліковуватися як наявні та формально достатні, але їхня фактична доступність для негайного використання в умовах фінансового стресу може бути нижчою. Така ситуація виникає тоді, коли частина активів пов'язана з наперед визначеними валютними відпливами, резервно-пов'язаними зобов'язаннями, заставними операціями, валютними змінам або іншими обмеженнями. Особливо важливим цей аспект є під час криз, коли потреба у використанні резервів виникає швидко, а мобілізація окремих активів залежить від їх строковості, валюти номінування, ринкової ліквідності та наявності короткострокових валютних зобов'язань. Отже, аналіз міжнародних резервів має враховувати фактичну доступність активів, потенційні валютні дренажі та здатність резервів бути мобілізованими без суттєвої втрати вартості [19, с. 26-33].

Міжнародні резерви є особливим видом публічних активів. П. Сітек у своєму аналізі показує, що міжнародні резерви слід розглядати як національне багатство, управління яким має ґрунтуватися на принципі «між поколінної

справедливості». Поточний уряд чи центральний банк не є абсолютним власником цих коштів, а лише їх розпорядником, і повинен діяти так, щоб зберегти цей ресурс для майбутніх поколінь. Саме цей аспект відрізняє резерви від звичайних активів комерційних структур. [9, с. 499-500].

Щоб міжнародні резерви могли ефективно виконувати свої стабілізаційні та захисні функції в критичний момент, активи, що входять до їх складу, повинні мати специфічні характеристики. Стратегія управління резервами будується не на максимізації доходу, а на мінімізації ризиків [6, с. 2-5].

Процес формування та управління міжнародними резервами повинен відповідати трьом критеріям:

1. Надійність. Вимога надійності реалізується через розміщення коштів виключно у висококласні інструменти з найвищими кредитними рейтингами (наприклад, державні цінні папери країн з розвинутою економікою), що мінімізує ймовірність дефолту емітента та гарантує збереження основної суми капіталу.
2. Ліквідність. Важливість цього критерію зумовлена тим, що потреба у використанні резервів для валютних інтервенцій часто виникає раптово, в умовах кризових явищ на ринку. Висока ліквідність гарантує, що центральний банк зможе оперативно стабілізувати ситуацію.
3. Прибутковість. Ця мета розглядається лише за умови дотримання двох попередніх вимог. Отримання прибутку в даному контексті є бажаним, але не домінуючим фактором управління.

Між цими цілями існує суворі ієрархія, де пріоритет надається збереженню вартості активів та можливості їх миттєвого використання, тоді як отримання доходу є завданням нижчого порядку [3, с. 38-39].

Водночас така ієрархія цілей свідчить, що позитивна роль міжнародних резервів не є безумовною. Орієнтація на максимальну надійність і ліквідність зазвичай передбачає розміщення коштів у низько дохідні фінансові інструменти,

що формує альтернативну вартість для економіки. Надмірне накопичення резервів може означати, що частина фінансових ресурсів фактично вилучається з потенційного внутрішнього використання: інвестицій, кредитування, розвитку інфраструктури чи підтримки економічного зростання. Крім того, надмірна концентрація на кількісному нарощуванні резервів може створювати ілюзію макрофінансової стійкості, якщо не враховуються якість активів, структура зобов'язань і джерела формування резервів. Тому резерви виконують захисну функцію лише за умови, що їх обсяг є економічно обґрунтованим, а не механічно максимізованим. У цьому сенсі управління резервами завжди пов'язане з пошуком балансу між зовнішньою фінансовою безпекою, вартістю утримання ліквідного буфера та потребами внутрішнього розвитку [8, с. 253-255].

З позицій резервного менеджменту важливим є їх внутрішня структура за ступенем ліквідності. Різні компоненти резервів відрізняються швидкістю мобілізації, витратами конвертації та придатністю до використання в умовах стресу, тому їх доцільно розглядати за рівнем оперативної доступності. Деталізацію основних категорій міжнародних резервів за ступенем ліквідності та можливістю їх оперативної мобілізації наведено в додатку А.

Практична реалізація цих принципів безпосередньо визначає інструментальний склад резервів. Оскільки далеко не кожен фінансовий інструмент здатний задовольнити жорсткі вимоги щодо надійності та швидкої конвертації у готівку, набір активів, з яких формуються резерви, є досить консервативним та уніфікованим у світовій практиці. [3, с. 38-39].

До основних компонентів міжнародних резервів належать валютні резерви, монетарне золото, спеціальні права запозичення та резервна позиція в МВФ.

Структура резервів не є статичною і залежить від джерел їх поповнення та поточної кон'юнктури ринку. Ефективність управління структурою резервів безпосередньо впливає на здатність країни протистояти зовнішнім шокам [1, с. 65].

Саме необхідність ефективної протидії цим шокам та забезпечення макроекономічної рівноваги визначає функціональне призначення резервних активів. Узагальнюючи підходи МВФ та європейську практику, можна виділити функції, через які реалізується економічна роль міжнародних резервів [6, с. 2-4]:

- Забезпечення зовнішньої ліквідності: надання можливості країні виконувати зовнішні платіжні зобов'язання навіть у періоди кризи, коли доступ до міжнародних ринків капіталу обмежений.
- Підтримка валютного курсу: здійснення валютних інтервенцій для згладжування надмірних коливань курсу національної валюти.
- Сигнальна функція: достатній обсяг резервів виступає сигналом фінансової спроможності держави для інвесторів, кредиторів і рейтингових агентств, що сприяє зниженню премії за ризик і вартості зовнішніх запозичень.
- Функція резервної ліквідної опори: міжнародні резерви слугують джерелом екстреної ліквідності у разі різкого погіршення умов зовнішнього фінансування або стресу на валютному ринку.
- Функція страхування від ризику рефінансування: резерви зменшують ризик, пов'язаний із неможливістю своєчасного рефінансування короткострокового зовнішнього боргу та інших зовнішніх зобов'язань.
- Буферна функція щодо зовнішніх шоків: резерви виконують роль страхового механізму у разі раптового відтоку капіталу, погіршення умов торгівлі чи інших зовнішніх дисбалансів.

Однак у сучасних умовах класичні функції міжнародних резервів мають низку обмежень. По-перше, валютні інтервенції можуть згладжувати надмірні коливання курсу, але самі по собі не усувають фундаментальні дисбаланси платіжного балансу, структурну слабкість експорту, залежність від зовнішнього фінансування чи втрату конкурентоспроможності економіки. По-друге, функція забезпечення зовнішньої ліквідності є ефективною лише тоді, коли резерви є не просто значними за обсягом, а достатньо ліквідними, якісними та фактично

доступними для використання. По-третє, сигнальна функція резервів залежить не лише від їх величини, а й від довіри до макроекономічної політики, джерел формування резервів, стану державних фінансів і очікувань економічних агентів. По-четверте, в умовах глибокої фінансової інтеграції навіть значні резерви можуть виявитися недостатніми, якщо одночасно виникають зовнішній відтік капіталу, внутрішній попит на іноземну валюту та тиск на банківську систему.

Отже, міжнародні резерви слід розглядати як важливий, але не самодостатній інструмент забезпечення зовнішньої фінансової стійкості держави. Їхня роль полягає у формуванні ліквідного буфера, здатного пом'якшувати вплив зовнішніх шоків, підтримувати валютну стабільність і забезпечувати виконання зовнішніх зобов'язань. Основною проблемою подальшого дослідження є чи відображає формально достатній обсяг міжнародних резервів реальну здатність держави підтримувати зовнішню ліквідність і макрофінансову стабільність у кризових умовах.

Для України такий підхід є особливо важливим, оскільки в умовах війни значний обсяг резервів може поєднуватися з високою потребою в їх постійному використанні. Тому подальший аналіз має виходити з того, наскільки вони є доступними, за рахунок яких джерел сформовані та які зобов'язання або валютні відтоки можуть зменшувати їхню реальну стабілізаційну спроможність. Саме це робить розмежування GIR і NIR принциповим для оцінки резервної позиції України.

1.2. Теоретичні моделі накопичення та управління міжнародними резервами

Ефективне управління міжнародними резервами вимагає визначення їх оптимального обсягу, який би мінімізував витрати на утримання та максимізував вигоди від економічної стабільності. В економічній теорії підходи до цього питання еволюціонували від простих метрик покриття імпорту до складних стохастичних моделей. Оптимальний обсяг резервів у теорії визначається як компроміс між вигодами від зовнішньої ліквідності та витратами утримання низько дохідних резервних активів.

Класичною теоретичною базою для аналізу попиту на резерви є модель буферного запасу, розроблена Дж. Френкелем та Б. Йовановичем. Автори розглядають управління резервами як задачу управління запасами, де центральний банк балансує між двома типами витрат: коригування, які виникають, коли резерви вичерпуються, та альтернативними. Згідно з цією моделлю, оптимальний рівень резервів є стохастичною величиною, що залежить від мінливості платіжного балансу [5, с. 508].

У спрощеному вигляді логіку моделі можна подати як залежність оптимального рівня резервів від мінливості зовнішніх платежів, витрат пристосування у разі нестачі резервів та альтернативної вартості їх утримання.

Разом із тим, у більш строгому вигляді задача центрального банку полягає в мінімізації сукупних витрат утримання резервів:

$$TC(R) = OC(R) + EC_a(R),$$

- $TC(R)$ – загальні витрати, пов'язані з обраним рівнем резервів,
- $OC(R)$ – альтернативні витрати зберігання резервних активів,
- $EC_a(R)$ – очікувані витрати пристосування у випадку їх недостатності.

Відповідно, оптимальний рівень резервів можна подати:

$$R = f(\sigma, C_a, C_o),$$

- σ – волатильність зовнішніх платежів,
- C_a – витрати коригування,
- C_o – альтернативні витрати утримання резервів.

Відповідно, оптимальний обсяг резервів зростає зі збільшенням нестабільності зовнішніх платежів і витрат, пов'язаних із дефіцитом ліквідності, та зменшується зі зростанням альтернативної вартості утримання резервних активів [5, с. 507-509].

На практиці ці теоретичні моделі трансформувалися у систему нормативних критеріїв достатності резервів, які використовуються МВФ та національними банками для експрес-оцінки стійкості країни.

До найбільш поширених емпіричних правил відносять:

- критерій імпорту, за яким резерви повинні покривати не менше трьох місяців майбутнього імпорту товарів і послуг;
- критерій Гвідотті-Грінспена, відповідно до якого обсяг резервів має повністю покривати короткостроковий зовнішній борг держави;
- критерій грошової маси, за яким резерви повинні покривати 5-20 % широкої грошової маси (M2) для забезпечення внутрішньої конвертованості валюти у випадку паніки вкладників [7, с. 8-9; 20, с. 12-16].

Попри практичну зручність, наведені емпіричні правила мають суттєві обмеження, оскільки кожне з них відображає лише окремий аспект зовнішньої вразливості. Методика IMF ARA (оцінка достатності міжнародних резервів) є сучасним комплексним інструментом оцінки достатності міжнародних резервів, розробленим для більш точного врахування структури ризиків у країнах із різним рівнем розвитку фінансових ринків. Для економік з ринками, що формуються цей підхід орієнтується на потенційні джерела тиску на платіжний

баланс і враховує, зокрема, експорт, короткостроковий зовнішній борг, широку грошову масу та інші зобов'язання, пов'язані з можливим відтоком капіталу.

У спрощеному вигляді АРА-метрику для ринків, що формуються можна подати як зважену суму основних джерел потенційного тиску на платіжний баланс:

$$ARA = w_1SD + w_2OPL + w_3M2 + w_4X,$$

- *SD* – короткостроковий зовнішній борг,
- *OPL* – інші портфельні та боргові зобов'язання,
- *M2* – широка грошова маса,
- *X* – експортні надходження; конкретні ваги залежать від режиму валютного курсу та структури ризиків країни.

Перевага АРА полягає в тому, що ця методика не зводить оцінку резервів лише до покриття імпорту чи короткострокового боргу, а дає змогу комплексно оцінити вразливість відкритої економіки до зовнішніх і внутрішніх шоків. Цей підхід також має обмеження: він може завищувати потребу в резервах у країнах із високою часткою офіційного фінансування, недостатньо враховує специфіку воєнних шоків і тому потребує адаптованого тлумачення у випадку економік на кшталт України [20, с. 22-30; 16, с. 12-18].

Таблиця 1.2

Підходи до оцінки достатності міжнародних резервів

Підхід	Суть	Переваги	Недоліки
Критерій імпорту	Покриття щонайменше 3 місяців імпорту	Простий і наочний	Не враховує рух капіталу
Гвідотті-Грінспена	Покриття короткострокового зовнішнього боргу	Добре відображає боргові ризики	Вузкий підхід
M2	Покриття частки широкої грошової маси	Враховує внутрішні ризики	Грубий орієнтир
IMF ARA	Комплексна оцінка зовнішніх і внутрішніх ризиків	Найсучасніший підхід	Потребує адаптації до специфіки країни

Джерело: [16, 20, 21]

Проте стрімка фінансова глобалізація наприкінці ХХ століття виявила обмеженість класичних підходів. Якщо раніше кризи були переважно наслідком торговельних дисбалансів, то в умовах вільного руху капіталу головною загрозою стали раптові зупинки припливу капіталу припливу інвестицій та масова втеча капіталу. Це змусило економістів переглянути парадигму накопичення: від забезпечення торгової ліквідності до гарантування фінансової безпеки. Таким чином, проблема достатності резервів перемістилася з площини зовнішньоторговельної ліквідності у площину макрофінансової стійкості. [7, с. 1-3].

У цьому контексті акцент змістився на концепцію самострахування. Д. Родрік у своїх дослідженнях вказує, що накопичення значних обсягів резервів країнами, що розвиваються, є реакцією на часті фінансові кризи. Однак автор наголошує на наявності "соціальної ціни" такого накопичення. Вона визначається як різниця між дохідністю ліквідних активів (наприклад, казначейських облігацій США) та вартістю зовнішніх запозичень для економіки. За оцінками автора, ця ціна може сягати близько 1% ВВП для країн, що активно накопичують резерви, що ставить питання про доцільність надмірного "страхування" [8, с. 255].

Важливим розвитком підходу до резервів як інструменту самострахування стала модель О. Жанна та Р. Ранс'єра, у якій міжнародні резерви розглядаються як страховий механізм від раптової зупинки припливу капіталу. У межах цієї моделі оптимальний рівень резервів визначається з урахуванням імовірності кризи, масштабу втрат від неї та вартості накопичення резервних активів. Таким чином, резерви інтерпретуються як інструмент згладжування внутрішнього споживання та зменшення макроекономічних втрат у разі різкого погіршення зовнішнього фінансування. [11, с. 3-4, 10-12].

М. Обстфельд, Дж. Шамбо та А. Тейлор пропонують розглядати моделі накопичення крізь призму "фінансової трилеми". Вони стверджують, що в умовах відкритого рахунку капіталу традиційні критерії втрачають

актуальність. Натомість на перший план виходить захист від подвійного відтоку коштів, втечі іноземного капіталу та внутрішньої конвертації депозитів у валюту. У цьому випадку тиск на резерви виникає одночасно з боку зовнішнього сектору та з боку внутрішньої банківської системи, що істотно підвищує потребу в ліквідному резервному буфері. [7, с. 8]. Також важливим є буферний ефект, описаний Дж. Айзенманом, коли активна політика накопичення резервів дозволяє згладжувати вплив шоків на реальний обмінний курс, підтримуючи експортерів [4, с. 4].

Отже, еволюція наукових підходів до накопичення міжнародних резервів відображає поступове зміщення акцентів від торговельних дисбалансів і потреб покриття імпорту до проблем фінансової нестабільності, раптового відтоку капіталу, внутрішнього валютного тиску та ризиків рефінансування зовнішнього боргу. Якщо класичні моделі розглядали резерви переважно як буфер платіжного балансу, то сучасні підходи трактують їх як інструмент захисту фінансової системи в умовах високої мобільності капіталу, валютної нестабільності та глибшої інтеграції у світові ринки.

Для цілей цієї роботи розглянуті теоретичні підходи доцільно розмежувати за їх методологічною роллю. Основним прикладним інструментом подальшої оцінки достатності міжнародних резервів виступає логіка IMF ARA, оскільки вона дозволяє аналізувати резерви з урахуванням кількох джерел ризику: експорту, короткострокового зовнішнього боргу, широкої грошової маси та потенційних відпливів капіталу. Інші моделі не застосовуються як окремі розрахункові методики, а виконують пояснювальну функцію: модель буферного запасу обґрунтовує наявність компромісу між вигодами резервного буфера та витратами його утримання, концепції самострахування і раптової зупинки припливу капіталу пояснюють потребу у страхуванні від зовнішніх фінансових шоків.

З цієї методологічної рамки впливає проблемний фокус подальшого дослідження: необхідно з'ясувати, чи відображає динаміка валових

міжнародних резервів реальне посилення зовнішньої стійкості України, якщо враховувати чисті резерви, структуру резервних активів, джерела їх поповнення та потенційні валютні впливи. Окремого значення набуває питання достатності традиційних критеріїв оцінки резервів у воєнних умовах, оскільки покриття імпорту чи короткострокового боргу не завжди повністю відображає складність зовнішніх і внутрішніх ризиків. Крім того, для України важливо оцінити, наскільки резервна стабільність залежить від офіційного зовнішнього фінансування.

Подальше дослідження спирається на такі аналітичні припущення: високий рівень GIR сам по собі не гарантує реальної стійкості резервної позиції без урахування NIR, структури резервів і короткострокових валютних зобов'язань; у воєнних умовах резервна стабільність України значною мірою залежить від регулярності офіційного зовнішнього фінансування; прості критерії достатності мають бути доповнені комплексною логікою ARA, а вплив резервів на економічну безпеку проявляється через здатність забезпечувати зовнішню ліквідність, валютну стабільність, покриття критичного імпорту та довіру до фінансової системи.

Важливість таких аналітичних припущень підтверджується і специфікою української практики формування міжнародних резервів. О. Береславська зазначає, що теоретичні моделі мають адаптуватися до реальних джерел поповнення резервів. Для України критично важливим є якість управління залученими коштами. Оскільки значна частина резервів України формується за рахунок кредитів МВФ та іншої макрофінансової допомоги, виникає розрив між валовими та чистими міжнародними резервами. Саме динаміка чистих резервів є більш точним індикатором реальної стійкості економіки, адже позичені кошти створюють навантаження на майбутні періоди [1, с. 66].

Саме тому для України важливим є якість їх практичного управління. З позиції резервного менеджменту управління міжнародними резервами в центральних банках ґрунтується на побудові системи стратегічного та

тактичного розміщення активів. У цьому контексті важливу роль відіграють стратегічний розподіл активів і тактичний розподіл активів, які дають змогу поєднати цілі надійності, ліквідності та прибутковості. Одночасно управління резервами передбачає постійний контроль основних видів ризику (кредитного, процентного, валютного та ліквідного) із застосуванням таких інструментів, як ліміти дюрації, вимоги до кредитного рейтингу. Організаційно така система, як правило, спирається на розмежування функцій фронт-офісом, мідл-офісом та бек-офісом, що забезпечує операційну ефективність, контроль ризиків і належний облік резервних операцій [6, с. 4-8, 19-25].

Отже, у межах цього дослідження міжнародні резерви розглядаються не як самодостатній показник фінансової стійкості, а як резервний буфер, достатність якого потребує комплексної оцінки. Основним прикладним орієнтиром для такої оцінки є логіка IMF ARA, тоді як інші теоретичні підходи використовуються для пояснення причин накопичення резервів, їх вартості та ролі у захисті від зовнішніх і внутрішніх шоків. Такий підхід дає змогу перейти від аналізу моделей достатності резервів до розгляду їх значення як чинника економічної безпеки держави. Для українського випадку важливо не просто зіставити фактичний обсяг резервів із нормативними критеріями, а зрозуміти, за рахунок чого цей обсяг підтримується. Якщо резерви зростають переважно завдяки зовнішньому офіційному фінансуванню, то це посилює поточну валютну стабільність, але не завжди означає повне відновлення власної зовнішньоекономічної стійкості. Саме тому в подальшому аналізі увага зосереджена на джерелах їх поповнення, інтервенційному використанні та співвідношенні між GIR і NIR.

1.3. Міжнародні резерви як чинник економічної безпеки держави

В умовах геополітичної нестабільності, воєнних і гібридних конфліктів міжнародні резерви перестають бути лише інструментом валютно-курсової політики та набувають значення стратегічного ресурсу економічної безпеки держави. У цьому контексті економічна безпека означає спроможність національної економіки зберігати платоспроможність, фінансову стійкість і керованість макроекономічних процесів навіть за наявності деструктивних зовнішніх і внутрішніх загроз. В умовах гібридної війни це означає здатність держави підтримувати безперервне фінансування критичного імпорту, згладжувати валютно-фінансові шоки, пов'язані з інформаційним тиском і панічними очікуваннями, та зберігати довіру до національної фінансової системи [2, с. 10-12; 6, с. 2-4].

Обсяг і достатність міжнародних резервів є одним із базових індикаторів валютної та фінансової безпеки держави. Достатній рівень резервів означає, що країна зберігає здатність фінансувати критичний імпорт, насамперед енергоносії, медикаменти, військову продукцію та інші стратегічно важливі товари, а також своєчасно виконувати зовнішні боргові зобов'язання навіть у разі втрати доступу до міжнародних ринків капіталу. У цьому сенсі міжнародні резерви визначають тривалість автономного функціонування економіки в кризових умовах і виступають матеріальною основою макрофінансової стійкості держави.

Міжнародні резерви впливають на економічну безпеку держави через кілька взаємопов'язаних каналів [2, с. 10-12].

1. Через валютно-курсовий канал (забезпечують можливість проведення валютних інтервенцій і стримування різких коливань обмінного курсу).
2. Через інфляційний канал (стабілізація курсу обмежує імпортовану інфляцію та знижує ціновий тиск у кризових умовах).

3. Через канал довіри (резерви впливають на очікування населення, бізнесу та інвесторів щодо платоспроможності держави і центрального банку).
4. Через канал суверенного ризику (достатній обсяг резервів зменшує сприйману ймовірність валютної та боргової кризи, що, у теоретичному вимірі, може сприяти зниженню премії за ризик, суверенних запозичень і вартості зовнішнього фінансування).
5. Через канал боргової стійкості (резерви забезпечують можливість своєчасного обслуговування зовнішніх зобов'язань навіть в умовах обмеженого доступу до ринкового фінансування).
6. Через канал фінансування критичного імпорту (резерви гарантують безперервне постачання життєво необхідних товарів, що набуває особливого значення в умовах війни).

З огляду на сформульовану вище дослідницьку логіку, роль міжнародних резервів у забезпеченні економічної безпеки доцільно конкретизувати через систему кількісних і якісних критеріїв. У межах цього дослідження економічна безпека в контексті міжнародних резервів оцінюватиметься не як абстрактна категорія, а через рівень зовнішньої ліквідності, здатність фінансувати критичний імпорт, спроможність обслуговувати зовнішні зобов'язання, стійкість валютного ринку, співвідношення GIR/NIR, залежність резервів від офіційного зовнішнього фінансування та достатність резервів за логікою IMF ARA. Саме ці критерії будуть покладені в основу подальшого аналізу динаміки, структури та достатності міжнародних резервів України у другому розділі роботи.

Для країн із ринками, що формуються, однією з головних зовнішніх загроз є раптова зупинка припливу капіталу, тобто різке припинення або масштабне скорочення зовнішнього фінансування. У таких умовах міжнародні резерви стають критичним джерелом зовнішньої ліквідності, яке створює умови державі підтримувати виконання зовнішніх платіжних зобов'язань, стримувати

дестабілізацію валютного ринку та уникати дефолту. За таких умов економічна безпека підривається не лише зовнішніми, а й внутрішніми ризиками: конвертацією депозитів у валюту, зростанням попиту на іноземну валюту та тиском на банківську систему. Тому міжнародні резерви мають розглядатися як інструмент захисту одночасно від зовнішніх і внутрішніх фінансових шоків [7, с. 8-9].

У випадку України в умовах війни динаміка міжнародних резервів визначається масштабами офіційного зовнішнього фінансування: програмами МВФ, допомогою ЄС, США та інших міжнародних партнерів. Така модель підтримки сприяє стабілізувати резерви навіть за значного дефіциту зовнішньої торгівлі та високих потреб у валютних інтервенціях, однак одночасно формує специфічний ризик економічної безпеки, ризик швидкого виснаження резервів у разі затримок із надходженням зовнішніх траншів. Формально високий рівень резервів у воєнний період не завжди означає повну автономність валютно-фінансової системи, оскільки її стійкість значною мірою залежить від безперервності зовнішньої підтримки [2, с. 11-12].

Наявність значних міжнародних резервів знижує ймовірність спекулятивних атак на національну валюту та стримує панічні настрої серед населення, бізнесу й фінансових посередників. В умовах війни цей фактор набуває особливої ваги, оскільки довіра до платоспроможності центрального банку стримує перехід заощаджень в іноземну валюту, обмежує ажіотажний попит на неї та підтримує функціонування фінансової системи в умовах стресу. [3, с. 44].

Механізм «ефекту довіри» полягає в тому, що достатній обсяг резервів знижує очікування валютної та боргової кризи з боку населення, бізнесу, інвесторів і зовнішніх кредиторів. Для фінансових ринків резерви є сигналом того, що держава зберігає здатність обслуговувати зовнішні зобов'язання, підтримувати валютний ринок і фінансувати критичний імпорт навіть у несприятливих умовах. У теоретичному вимірі це може сприяти зниженню

премії за ризик, дохідності суверенних запозичень, вартості зовнішнього фінансування, підтримці попиту на державні цінні папери на внутрішньому ринку, а також стримувати зростання вартості страхування суверенного ризику, що потенційно відображається у динаміці премій. Отже, міжнародні резерви виконують не лише функцію ліквідного буфера, а й функцію якісного сигналу щодо макрофінансової стійкості держави [6, с. 2-4; 7, с. 1-3].

Однак використання міжнародних резервів як інструменту економічної безпеки має свої межі та супроводжується компромісами. З одного боку, недостатній рівень резервів підвищує вразливість до валютних, боргових і банківських шоків. З іншого боку, надмірне накопичення резервів також має альтернативну вартість, оскільки ресурси, вкладені у низькодохідні резервні активи, не спрямовуються на внутрішні інвестиції, кредитування чи інші напрями економічного розвитку. Для економік, що відчувають дефіцит інвестиційних ресурсів, це означає, що надмірне накопичення резервів може звужувати можливості фінансування приватного сектору, уповільнювати розширення кредитування та зменшувати обсяг ресурсів, доступних для внутрішньої модернізації економіки. У довгостроковій перспективі це може зменшувати простір для економічного відновлення, особливо в країнах із високими потребами у фінансуванні інфраструктури, оборони та модернізації виробництва. Тому проблема економічної безпеки полягає в пошуку оптимального балансу між зовнішньою ліквідністю та потребами внутрішнього розвитку [8, с. 253-255].

У практичному вимірі основним механізмом використання міжнародних резервів для забезпечення економічної безпеки є валютні інтервенції центрального банку. Продаж іноземної валюти на міжбанківському ринку дає змогу згладжувати надмірні курсові коливання, підтримувати імпорт критично важливих товарів і зменшувати панічні настрої на валютному ринку. Проте активне використання резервів через інтервенції зменшує їх обсяг і може впливати на ліквідність банківської системи, що зумовлює потребу у

застосуванні інструментів стерилізації для нейтралізації супутніх монетарних ефектів. Для України в умовах війни цей механізм має важливе значення, оскільки значна частина зовнішньої допомоги фактично трансформується у резерви, які далі частково використовуються для стабілізації валютного ринку [2, с. 11-12].

Висновки до розділу 1

Підсумовуючи результати теоретичного аналізу, можна зробити висновок, що міжнародні резерви не можуть розглядатися лише як валовий запас зовнішніх активів монетарної влади. Їхня реальна стабілізаційна спроможність залежить від структури, ліквідності, фактичної доступності, співвідношення GIR/NIR, джерел формування та потенційних валютних впливів. Отже, основна дослідницька проблема полягає у з'ясуванні того, чи відображає формально достатній обсяг міжнародних резервів реальну зовнішню стійкість держави, особливо в умовах кризових і воєнних шоків.

У першому розділі сформовано теоретико-методологічну основу дослідження міжнародних резервів як інструменту макрофінансової стабілізації. Визначено, що міжнародні резерви виконують не одну ізольовану функцію, а поєднують завдання забезпечення зовнішньої ліквідності, підтримання валютного ринку, виконання зовнішніх зобов'язань, зниження кризових ризиків і підтримання довіри до економічної політики держави.

Аналіз теоретичних підходів дав змогу розмежувати їх за функціональним призначенням. Прості критерії достатності резервів є корисними для базової оцінки, однак не охоплюють усю сукупність зовнішніх і внутрішніх ризиків. Тому для подальшого дослідження основним прикладним орієнтиром визначено логіку IMF ARA, тоді як моделі буферного запасу, самострахування, раптової зупинки припливу капіталу та подвійного відтоку використано як пояснювальну рамку для інтерпретації ролі резервів у кризових умовах.

Також у розділі конкретизовано зв'язок міжнародних резервів з економічною безпекою держави через валютно-курсний, інфляційний, борговий, платіжний і довірчий канали. Це створює підставу для переходу від загального теоретичного аналізу до прикладної оцінки міжнародних резервів України у другому розділі.

РОЗДІЛ 2 АНАЛІТИКА ТА СУЧАСНИЙ СТАН МІЖНАРОДНИХ РЕЗЕРВІВ УКРАЇНИ

2.1. Структура, динаміка і достатність міжнародних резервів України у 2021-2025 рр.

Аналіз стану міжнародних резервів України у 2021-2025 рр. не може обмежуватися констатацією змін їх абсолютного обсягу. Повноцінна оцінка резервної позиції держави передбачає відповідь на три взаємопов'язані аналітичні питання: наскільки реально доступним є задекларований обсяг резервів; чи є цей обсяг достатнім з погляду визнаних критеріїв резервної адекватності; якою мірою резервний буфер відображає власну зовнішньоекономічну стійкість країни, а не є похідною від зовнішньої офіційної підтримки. Ці питання структурують подальший аналіз.

Таблиця 2.1

Динаміка міжнародних резервів України у 2021-2025 рр.

Рік	Міжнародні резерви на кінець року, млн дол. США	Абсолютна зміна, млн дол. США	Темп приросту, %
2021	30 940.95	1 808.06	6.21%
2022	28 494.46	-2 446.49	-7.91%
2023	40 514.43	12 019.97	42.18%
2024	43 795.35	3 280.92	8.10%
2025	57 302.41	13 507.06	30.84%

Джерело: Таблиця створена автором на основі статистики НБУ [22: 40]

Як свідчать дані табл. 2.1, у 2021-2025 рр. міжнародні резерви України пройшли через дві якісно різні фази. У 2022 р. на тлі повномасштабного вторгнення GIR скоротилися до 28,5 млрд дол. США (-7,9%), що відображало прямий вплив масштабних валютних інтервенцій НБУ: лише протягом лютого-грудня 2022 р. НБУ продав понад 14 млрд дол. США для підтримання курсу гривні [36]. З 2023 р. резерви перейшли до фази прискореного зростання і до

кінця 2025 р. досягли 57,3 млрд дол. США, рівня, більш ніж удвічі вищого за показник кризового 2022 р. Більш повне уявлення про характер цих змін дає зіставлення валових і чистих міжнародних резервів, подане на рис. 2.1.

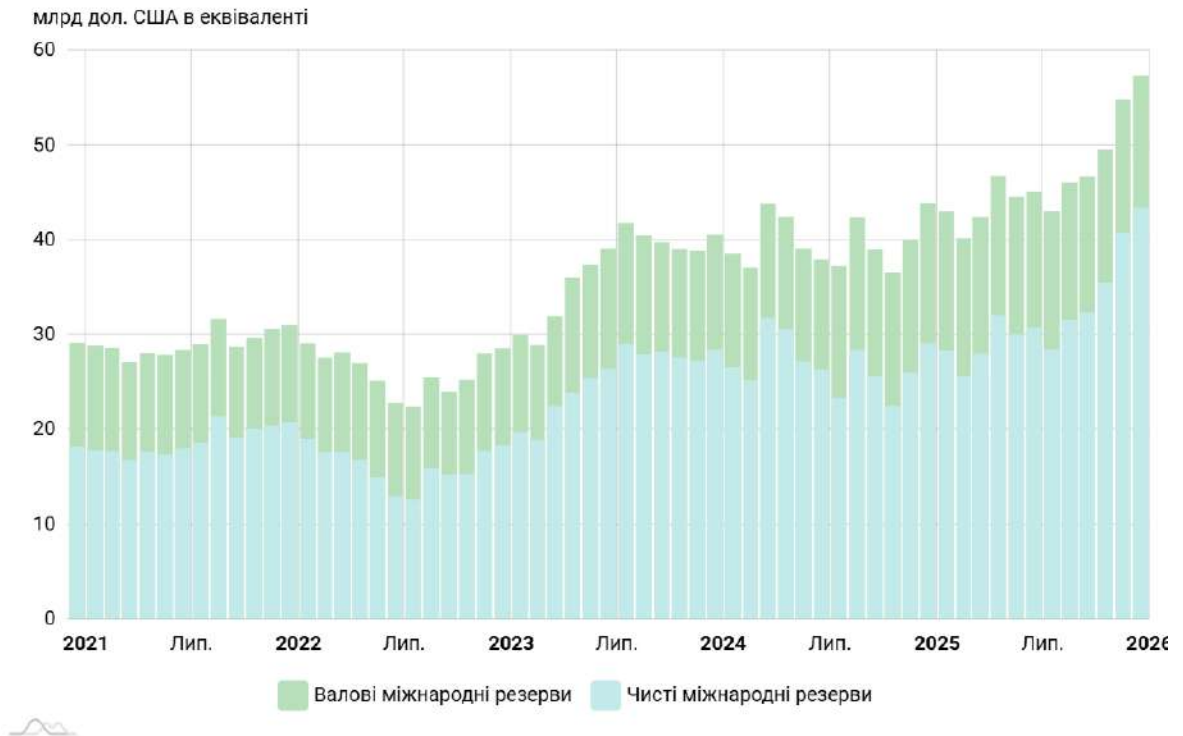


Рис. 2.1. Динаміка валових і чистих міжнародних резервів України у 2021-2025 рр.

Джерело: Офіційний сайт НБУ [22]

Розрив між GIR і NIR, що зберігався впродовж усього досліджуваного періоду, свідчить про наявність резервно-пов'язаних зобов'язань, які зменшують фактично доступний валютний буфер. Тому для України NIR є не другорядним технічним показником, а важливим індикатором реальної резервної стійкості. Надалі оцінка достатності резервів має спиратися на паралельний аналіз валового і чистого резервного буфера.

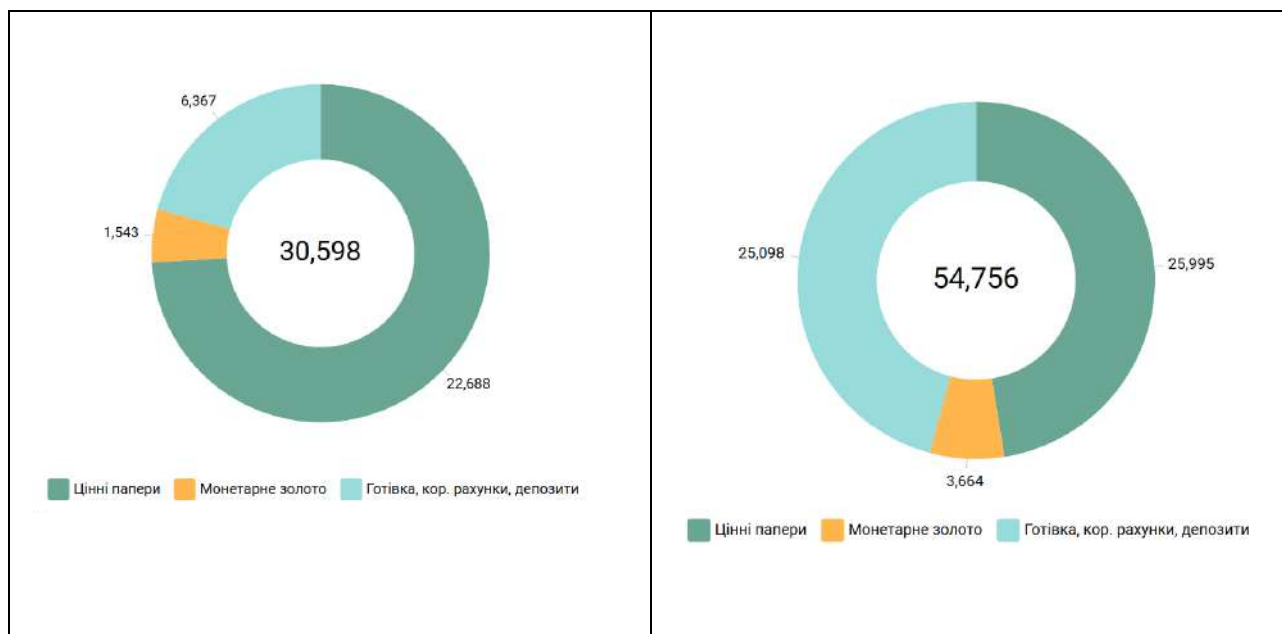


Рис. 2.2 Структура міжнародних резервів України за інструментами станом на 01.12.2021 та 01.12.2025, млрд дол. США

Джерело: Офіційний сайт НБУ [22]

Домінування цінних паперів у структурі резервів на кінець 2021 р. (75%) відповідало типовій довоєнній логіці резервного менеджменту: пріоритет надавався дохідності та збереженню вартості активів за умов відносно стабільного зовнішнього середовища. Проте вже з 2022 р. ця логіка зазнала принципового перегляду через зміну самого середовища: масштабні валютні інтервенції вимагали миттєво мобілізованої ліквідності, яку цінні папери забезпечити не могли без ризику їх вимушеного продажу за несприятливих ринкових умов.

До грудня 2025 р. частка ліквідних коштів, кореспондентських рахунків і депозитів зросла з 20% до 45%, тоді як частка цінних паперів скоротилася до 47%. Ця трансформація відображає свідомий управлінський вибір на користь ліквідності коштом дохідності. Цінні папери у 2022-2024 рр. забезпечували річну дохідність у діапазоні 3-5% річних відповідно до динаміки ставок ФРС та ЄЦБ, тоді як кошти на кореспондентських рахунках приносили суттєво менше. За приблизною оцінкою, переміщення 15 млрд дол. США з цінних паперів до

низькодохідних інструментів означало щорічні альтернативні витрати дохідності порядку 300-500 млн дол. США. Ця є ціною операційної готовності резервів, платою за здатність НБУ оперативно мобілізувати активи для інтервенцій. Не менш важливим виміром структурної трансформації є зміна валютного складу резервного портфеля, яка безпосередньо визначає його чутливість до зовнішніх курсових коливань.

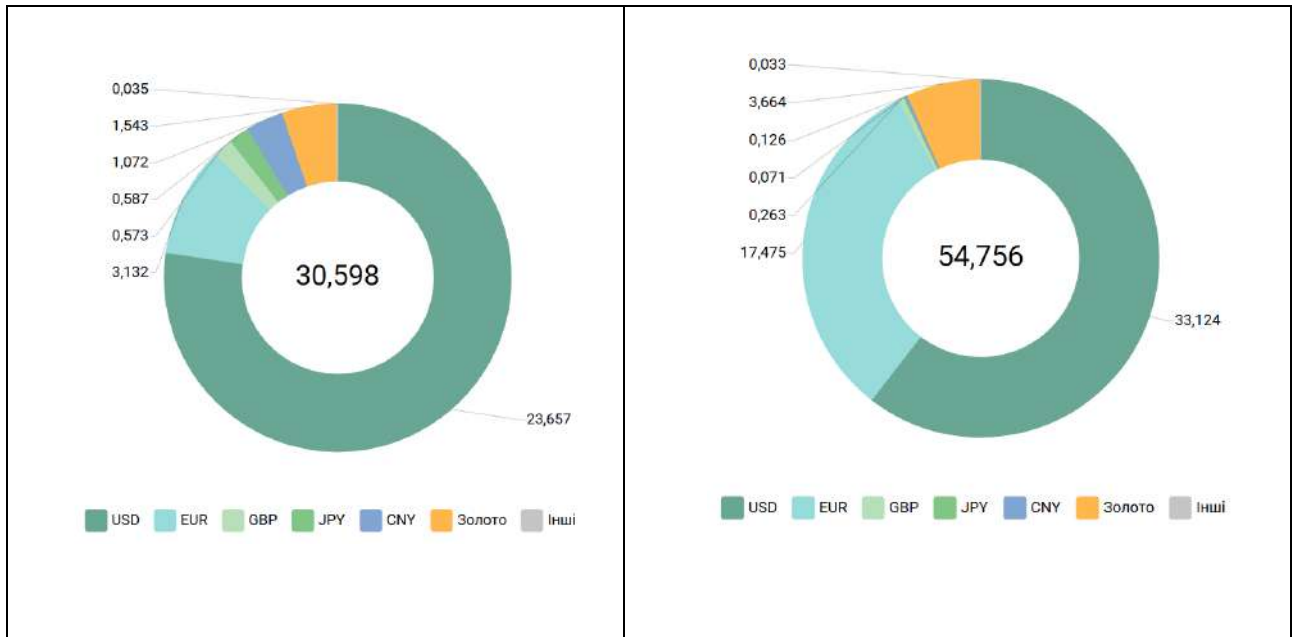


Рис. 2.3 Структура міжнародних резервів України за валютами 2021-2025, млрд дол. США

Джерело: Офіційний сайт НБУ [22]

Зниження частки долара США з 80% до 67% та відповідне зростання частки євро до 25% змінило профіль курсового ризику резервного портфеля. З одного боку, це знизило концентраційний ризик і наблизило валютну структуру резервів до структури зовнішніх зобов'язань України, переважна частина яких у 2022-2025 рр. номінована в євро через домінування ЄС як головного донора офіційного фінансування. З іншого боку, розширення євро-деномінованої складової підвищило чутливість переоцінки GIR до коливань курсу EUR/USD: зокрема, знецінення євро відносно долара у 2022 р. генерувало від'ємну валютну переоцінку резервів навіть на тлі реальних валютних надходжень, що

частково маскувало фактичний приріст резервного буфера. Розуміння цих структурних змін є необхідною передумовою для оцінки того, чи відповідав сформований резервний буфер визнаним стандартам достатності.

Абсолютний обсяг резервів набуває аналітичного змісту лише у зіставленні з основними стандартами резервної адекватності. На відміну від простих емпіричних правил, логіка IMF ARA передбачає комплексний підхід, за якого резервна достатність визначається через поєднання кількох індикаторів: валових і чистих резервів, обсягу імпорту, короткострокового зовнішнього боргу, широкої грошової маси та інших чинників зовнішньої вразливості [20, 16]. Розрахунок основних показників для України наведено в табл. 2.2.

Таблиця 2.2

Показники достатності міжнародних резервів України у 2021-2025 рр.

Рік	GIR, млрд дол. США	Покриття імпорту, міс.	GIR / короткостроковий борг, %	GIR / M2, %
2021	30,94	4,44	63,84	40,78
2022	28,49	4,18	58,96	41,67
2023	40,51	5,58	106,56	50,01
2024	43,8	5,64	107,54	52,79
2025	57,3	6,46	137,89	60,41

Джерело: Таблиця створена автором на основі даних НБУ [22, 47,48]

Покриття імпорту. Відповідно до загальноприйнятої норми МВФ, достатнім вважається рівень резервів, що покриває не менше 3 місяців імпорту; для країн із керованим курсом рекомендований орієнтир становить 5 місяців і вище [17]. У 2021 р. Україна перебувала нижче цього порога з показником 4,44 місяця, що формально відповідало мінімуму, але не давало достатнього запасу стійкості. У 2022 р. значення скоротилося до 4,18 місяця попри те, що GIR знизився лише незначно. Це пояснюється тим, що імпорт у воєнний рік стиснувся різко, але резерви впали ще швидше через масштабні інтервенції НБУ. Починаючи з 2023 р. показник перевищив рекомендовану норму у 5

місяців і до 2025 р. досяг 6,46 місяця найвищого значення за досліджуваний період. Проте це зростання слід інтерпретувати обережно: воно є значною мірою відображенням масштабного зовнішнього фінансування, а не органічного нарощення власної резервної позиції.

Критерій Гвідотті-Грінспена. Відповідно до цього правила, резерви мають покривати щонайменше 100% короткострокового зовнішнього боргу зі строком погашення до 1 року [11]. У 2021-2022 рр. показник GIR / короткостроковий борг становив 63,84% і 58,96% відповідно, тобто Україна суттєво не дотягувала до цього стандарту і залишалася вразливою з погляду покриття короткострокових зовнішніх зобов'язань. Перелом стався у 2023 р.: після завершення реструктуризації зовнішнього комерційного боргу та різкого зростання резервів показник стрибнув до 106,56% і продовжив зростання до 137,89% у 2025 р. Формально це свідчить про виконання критерію з істотним запасом. Разом із тим необхідно враховувати, що реструктуризація боргу у 2022-2024 рр. штучно скорочувала знаменник показника, а отже, його покращення частково є артефактом боргової операції, а не органічного зміцнення резервної позиції.

Відношення до M2. Для країн із режимом керованого курсу та обмеженою конвертованістю капіталу МВФ орієнтує на показник GIR / M2 не нижче 20% [20; 16]. За цим критерієм Україна демонструвала стабільно сильну позицію впродовж усього досліджуваного періоду: показник зріс із 40,78% у 2021 р. до 60,41% у 2025 р., вдвічі перевищуючи мінімальний орієнтир. Однак і тут потрібне застереження: протягом 2022-2024 рр. НБУ здійснював пряме кредитування уряду, що розширювало грошову масу M2 і відповідно підвищувало потенційний внутрішній тиск на резерви. Зростання показника GIR / M2 попри монетарну експансію свідчить про те, що зовнішнє фінансування надходило швидше, ніж розширювалася грошова маса, що є ще одним підтвердженням вирішальної ролі офіційної міжнародної підтримки у формуванні резервного буфера [51].

Для наочного відображення того, як змінювалося співвідношення між резервами та сукупним зовнішнім тиском на резервну позицію держави, розглянемо рис. 2.4.

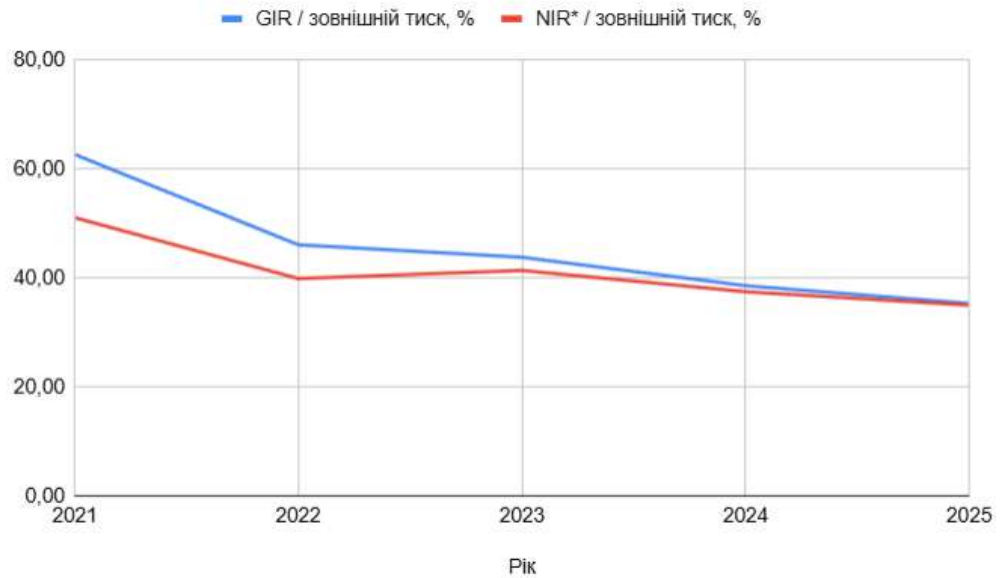


Рис. 2.4 Співвідношення валових і чистих міжнародних резервів до зовнішнього тиску на резерви України у 2021-2025 рр., %

Джерело: Створено автором на основі статистики НБУ [12; 20; 22; 47]

Динаміка GIR і NIR відносно сукупного зовнішнього тиску показує, що у 2023-2025 рр. резервний буфер зростає повільніше, ніж потенційні валютні потреби та зобов'язання. Водночас поступове зближення GIR і NIR на рис. 2.4 свідчить про певне поліпшення якості резервної позиції, оскільки частка “зв'язаних” резервів відносно валового обсягу скорочувалася. Однак для повної оцінки цієї динаміки необхідно з'ясувати, за рахунок яких джерел формувалася резервний приріст.

Динаміка міжнародних резервів України у 2022-2025 рр. не може інтерпретуватися через стандартну концепцію самострахування у тому вигляді, в якому вона сформульована в літературі [11; 51]. Класична модель самострахування передбачає, що резерви є буфером, накопиченим країною із власних зовнішньоекономічних потоків профіцитів поточного рахунку,

валютних надходжень від експорту. В Україні у цей період відбувалося принципово інше: зростання резервів забезпечувалося переважно зовнішнім офіційним фінансуванням пакетами ЄС, надходженнями від МВФ у рамках EFF, двосторонньою допомогою США, Великої Британії та інших партнерів G7. Масштаб і структуру цих каналів відображає рис. 2.5.

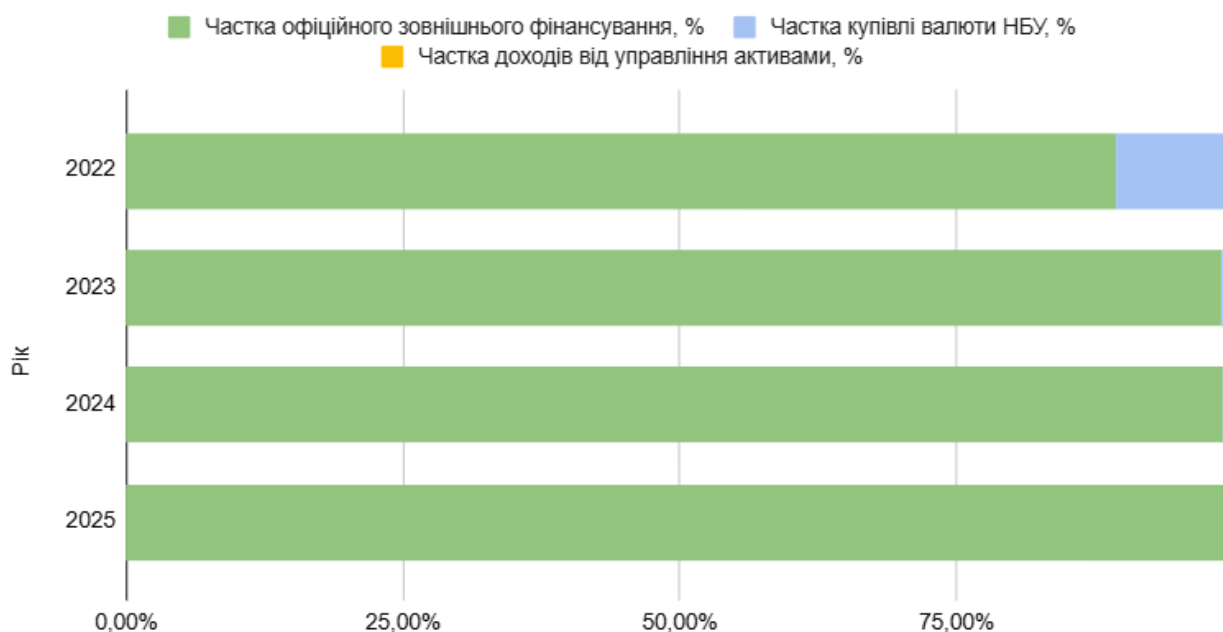


Рис. 2.5 Структура каналів поповнення міжнародних резервів України у 2022-2025 рр., %

Джерело: Створено автором на основі статистики НБУ [22]

Дані рис. 2.5 наочно підтверджують: домінуючим каналом поповнення резервів упродовж воєнного періоду були надходження від офіційних міжнародних партнерів, тоді як власні канали, купівля валюти на ринку та доходи від управління активами, відігравали підпорядковану роль. Це означає, що стабільність резервної позиції України у цей період була структурно залежною від зовнішнього рішення, а не від внутрішньої макроекономічної динаміки. Відповідно, будь-яке суттєве скорочення обсягів офіційної підтримки неминуче б позначилося на динаміці резервів і це є найважливішим ризиком, який не відображається у стандартних показниках резервної адекватності.

Аналіз структури та достатності резервів показує, що рекордний рівень GIR у 2025 р. потребує обережної інтерпретації. Він свідчить про істотне посилення валового резервного буфера, однак не дає повної відповіді на питання про його якість без урахування NIR, джерел поповнення та потенційних валютних відтоків..

Таким чином, у 2021-2025 рр. міжнародні резерви України зросли кількісно, але їхня якісна оцінка потребує ширшого підходу, ніж просте зіставлення валового обсягу з нормативними критеріями. Найважливішими характеристиками резервної позиції стали співвідношення GIR і NIR, зміна структури резервного портфеля на користь ліквідності та відповідність резервів основним критеріям достатності. Подальший аналіз має зосередитися на факторах, які забезпечували або, навпаки, вичерпували цей резервний буфер у воєнний період.

2.2. Фактори впливу на зміну обсягів міжнародних резервів у період війни

Після початку повномасштабної війни механізм зміни міжнародних резервів України істотно ускладнився. Якщо у довоєнний період їх динаміка більшою мірою визначалась стандартними зовнішньоекономічними та валютно-фінансовими процесами, то у 2022-2025 рр. вона почала формуватися під впливом взаємодії двох протилежних груп чинників: факторів вичерпання та факторів поповнення резервів. Аналітичне завдання цього підрозділу полягає у ранжуванні факторів за значущістю, кількісній оцінці відносного внеску кожного з них у підсумкову резервну динаміку та побудові контрфактичного сценарію, що відбулося б із резервами за відсутності зовнішньої фінансової підтримки. Саме така логіка дає змогу перейти від опису окремих факторів до розуміння механізму резервної динаміки як системи.

Для систематизації факторів доцільно розглядати їх у рамках балансового підходу: зміна резервів у кожному році є результатом чистого співвідношення між каналами поповнення та каналами вичерпання.

Дані табл. 2.3 розкривають кілька важливих закономірностей ще до детального аналізу окремих факторів. По-перше, у кожному з досліджуваних років сума прямих факторів вичерпання, насамперед валютних інтервенцій та боргових виплат, суттєво перевищувала власні канали поповнення (купівля валюти НБУ та доходи від управління активами). Це означає, що без офіційного зовнішнього фінансування кожен рік завершувався б значним скороченням резервів. По-друге, видно чітку тенденцію: власні канали поповнення різко деградували, купівля валюти НБУ на ринку впала з 3,39 млрд дол. США у 2022 р. до лише 0,04 млрд дол. США у 2025 р., що свідчить про відсутність органічної пропозиції валюти на ринку. По-третє, саме офіційне зовнішнє фінансування є єдиним фактором, що забезпечував додатну підсумкову зміну GIR у 2023-2025 рр.

Таблиця 2.3

Фактори зміни міжнародних резервів України у 2022-2025 рр.,

млрд дол. США

Показник	2022	2023	2024	2025
Зміна GIR (факт)	-2,45	12,02	3,28	13,51
ФАКТОРИ ВИЧЕРПАННЯ				
Чисті валютні інтервенції НБУ (продаж)	24,79	28,61	35,19	36,3
Виплати за зовнішнім боргом	9,1	9	10,1	10
ФАКТОРИ ПОПОВНЕННЯ				
Фінансова допомога	30,7	42,6	41,7	50,4
Купівля валюти НБУ на ринку	3,39	0,22	0,13	0,04
Доходи від управління резервними активами	0,23	0,63	0,75	1,03

Джерело: Таблиця створена автором на основі річних звітів НБУ за 2022-2025 рр. [45].

Порівняльна вага каналів вичерпання також є показовою. Валютні інтервенції перевищували боргові виплати у 2,7 рази у 2022 р., у 3,2 рази у 2023 р. та у 3,5 рази у 2024-2025 рр., тобто їх відносна домінантність посилювалася. Власні канали поповнення: купівля валюти НБУ та доходи від управління активами разом, у жодному з досліджуваних років не перевищували 10% від обсягу одних лише валютних інтервенцій. Це кількісно підтверджує: система була структурно нездатна до само балансування без зовнішнього фінансування.

Серед факторів скорочення міжнародних резервів України у 2022-2025 рр. за масштабом прямого кількісного впливу виокремлюються три основні канали, які доцільно розглядати у порядку спадної значущості.

Узагальнену характеристику факторів, що зменшували міжнародні резерви України у воєнний період, їх механізм впливу та прояв у 2022–2025 рр. наведено в додатку Б.

Головним і найбільш масштабним каналом вичерпання резервів були валютні інтервенції Національного банку України. Відповідно до Стратегії валютних інтервенцій НБУ, участь центрального банку на валютному ринку спрямована на згладжування надмірної волатильності обмінного курсу, нівелювання ситуативних дисбалансів попиту і пропозиції іноземної валюти та підтримання міжнародних резервів на рівні, достатньому для збереження фінансової стійкості [35].

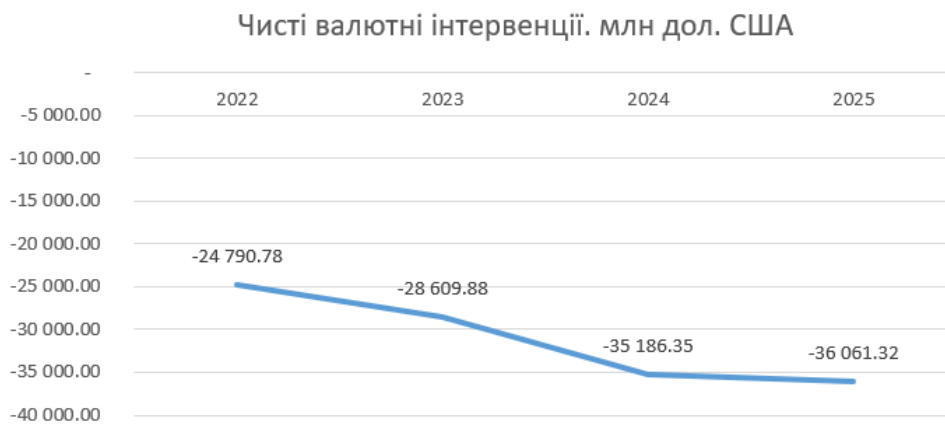


Рис. 2.6 Чисті валютні інтервенції НБУ у 2022-2025 рр., млн дол. США

Джерело: побудовано автором за даними НБУ [35; 36].

Упродовж усього досліджуваного періоду чисті валютні інтервенції НБУ мали стійке від'ємне значення, причому їх абсолютний масштаб невпинно зростає: з -24 790,78 млн дол. США у 2022 р. до -28 609,88 млн дол. США у 2023 р., -35 186,35 млн дол. США у 2024 р. та -36 061,32 млн дол. США у 2025 р. [35; 36]. За чотири роки сукупний чистий продаж іноземної валюти НБУ перевищив 124 млрд дол. США, сума, що майже у 4,5 рази перевищує рівень резервів на початок воєнного періоду.

Принципово важливим є причинно-наслідковий зв'язок: інтервенції є не первинним, а похідним фактором є реакцією НБУ на фундаментальний дефіцит іноземної валюти в економіці, який породжували зовнішньоторговельні дисбаланси та зміни у поведінці домогосподарств. Тому валютні інтервенції

слід розглядати як оперативний трансмісійний механізм, через який структурні дисбаланси матеріалізувалися у пряме скорочення резервних активів.

Стійкий дефіцит іноземної валюти, що зумовлював необхідність масштабних інтервенцій, формувався через погіршення торговельного балансу та різке зростання витрат громадян за кордоном. Обсяг імпорту послуг зріс із 14 млрд дол. США у 2021 р. до 28 млрд дол. США у 2022 р., а витрати за статтею «подорожі» збільшилися з 6 млрд дол. США до 20 млрд дол. США і залишалися на рівні 18 млрд дол. США у 2023 р. [31]. Приріст лише цієї статті генерував додатковий попит на іноземну валюту в обсязі, порівнянному з усім резервним буфером на початок 2021 р. Саме ці дисбаланси визначали мінімально необхідний масштаб інтервенцій НБУ і є структурним поясненням їх постійного зростання.

Другим за значущістю прямим каналом скорочення резервів були виплати з обслуговування та погашення зовнішнього державного боргу. На відміну від інтервенцій, які формували щоденний тиск на резерви, боргові виплати мали дискретний характер їх вплив концентрувався у конкретних часових проміжках. Показовим є липень 2022 р.: лише за один місяць відповідні платежі становили 677,0 млн дол. США [41]. Дані табл. 2.3 свідчать про відносну стабільність цього показника: 9,1 млрд дол. США у 2022 р., 9,0 млрд дол. США у 2023 р., 10,1 млрд дол. США у 2024 р. і 10,0 млрд дол. США у 2025 р. Реструктуризація зовнішнього боргу, оголошена у серпні 2022 р. і завершена у 2024 р., суттєво змінила структуру цього навантаження, перенісши частину виплат на пізніший термін, проте не усунула його в абсолютному вимірі. Порівняно з обсягами валютних інтервенцій боргові виплати є значно меншим за масштабом, але структурно стабільнішим каналом скорочення резервів.

Головним чинником поповнення міжнародних резервів України у 2022-2025 рр. було офіційне зовнішнє фінансування. За своїм масштабом цей фактор не тільки компенсував сукупний тиск від вичерпання резервів, а й забезпечував їх чисте зростання у 2023-2025 рр.

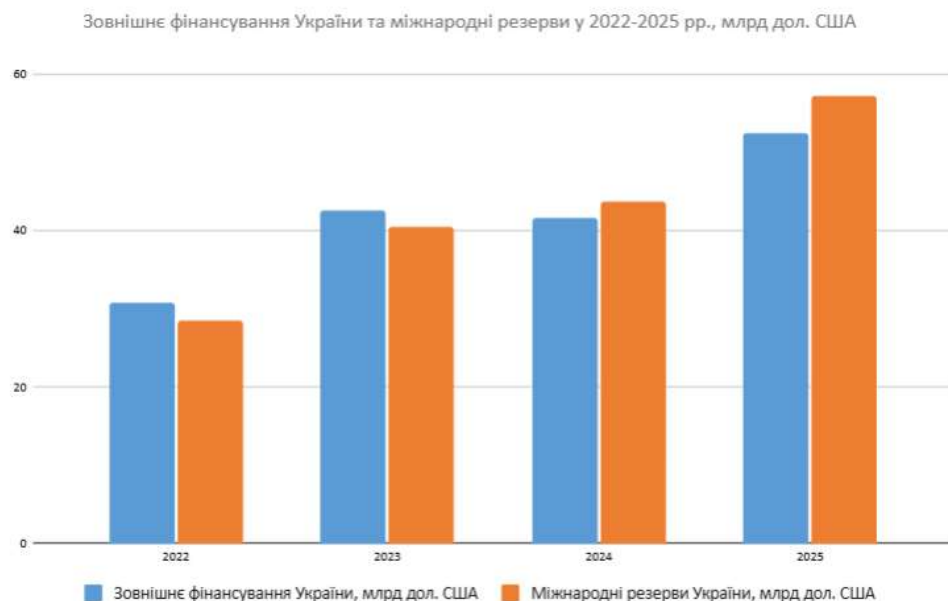


Рис. 2.7 Зовнішнє фінансування України та міжнародні резерви у 2022-2025 рр., млрд дол. США

Джерело: побудовано автором за даними НБУ [22; 23].

Рис. 2.7 ілюструє базову закономірність: динаміка міжнародних резервів України у досліджуваній період фактично відтворювала динаміку зовнішнього офіційного фінансування зі зміщенням на величину валютних інтервенцій та інших факторів вичерпання. У 2023 р. до державного бюджету надійшло 42,6 млрд дол. США зовнішнього фінансування і резерви зросли на 12,0 млрд дол. США; у 2024 р. фінансування склало 41,7 млрд дол. США резерви зросли лише на 3,3 млрд дол. США через паралельне зростання обсягу інтервенцій до 35,2 млрд дол. США; у 2025 р. рекордне фінансування у 50,4 млрд дол. США забезпечило найбільший приріст резервів на 13,5 млрд дол. США [22; 33; 34; 37].

Показово, що власні канали поповнення резервів: купівля валюти НБУ на ринку та доходи від управління активами, впродовж досліджуваного періоду відігравали суто підпорядковану роль. Купівля валюти НБУ скоротилася з 3,39

млрд дол. США у 2022 р. до 0,04 млрд дол. США у 2025 р., що є прямим індикатором майже повної відсутності органічної пропозиції іноземної валюти на ринку. Доходи від управління активами зростали з 0,23 до 1,03 млрд дол. США, однак у порівнянні з масштабами інтервенцій залишалися величиною другого порядку. Це підтверджує, що власні ринкові джерела не могли самостійно компенсувати масштаб валютного тиску на резерви.

Для оцінки реального запасу резервної стійкості України, тобто здатності підтримувати резервний буфер без зовнішньої підтримки, доцільно побудувати контрфактичний сценарій: що відбулося б із резервами, якби офіційне зовнішнє фінансування було відсутнє, а всі інші фактори залишалися незмінними.

Таблиця 2.4

Контрфактична динаміка міжнародних резервів України за умови відсутності фінансової допомоги від міжнародних партнерів, млрд дол. США

Рік	GIR (факт, початок р.)	Зміна GIR (факт)	Фінансова допомога	Контрфактична зміна GIR	Контрфактичний GIR (кінець р.)
2022	30,9	-2,4	30,7	-33,1	-2,2
2023	28,5	12	42,6	-30,6	-2,1
2024	40,5	3,3	41,7	-38,4	2,1
2025	43,8	13,5	50,4	-36,9	6,9

Джерело: Таблиця створена автором на основі річних звітів НБУ за 2022-2025 рр. [45].

Результати контрфактичного моделювання є однозначними. У 2022 та 2023 рр. за відсутності зовнішньої фінансової допомоги контрфактичний GIR виходив у від'ємну зону, тобто за відсутності зовнішньої підтримки потреба у валюті перевищила б наявний резервний буфер, а отже НБУ був би змушений різко скоротити інтервенції або відмовитися від підтримки курсу. У 2024-2025 рр. ситуація дещо відрізняється: контрфактичний GIR залишався б додатним на рівні 2,1 та 6,9 млрд дол. США відповідно, що пояснюється вищим стартовим рівнем резервів. Проте навіть ці значення є критично недостатніми: покриття

імпорту становило б менше одного місяця, тоді як мінімальна норма МВФ передбачає три місяці, а для країн із керованим курсом п'ять [20; 16].

Проведений аналіз дає можливість сформулювати системний висновок щодо механізму резервної динаміки України у 2022-2025 рр.

По-перше, фактори вичерпання резервів чітко класифікуються за масштабом прямого впливу: валютні інтервенції НБУ (сукупно понад 124 млрд дол. США за 4 роки), виплати за зовнішнім боргом (38 млрд дол. США), власні канали поповнення, що деградували до нуля. При цьому самі інтервенції є трансмісійним механізмом, через який структурні дисбаланси зовнішнього сектору перетворювалися на пряме скорочення резервних активів.

По-друге, єдиним фактором поповнення, здатним системно компенсувати тиск із боку інтервенцій, було офіційне зовнішнє фінансування. Власні канали, купівля валюти НБУ та доходи від управління активами, разом не перевищували 1-4 млрд дол. США на рік, що на порядок менше від масштабу інтервенцій.

По-третє, контрфактичний аналіз показує, що без зовнішньої підтримки резервний буфер України був би зведений до критично низького рівня вже у 2022 р., а підтримання курсової стабільності стало б структурно неможливим.

Отже, головний результат факторного та контрфактичного аналізу полягає в тому, що без зовнішнього фінансування наявний резервний буфер не міг би одночасно покривати масштабні валютні інтервенції, боргові виплати та потреби валютного ринку. Це переводить аналіз до питання про якість, форму та сталість міжнародної фінансової підтримки, що розглядається у підрозділі 2.3.

2.3. Роль міжнародної фінансової підтримки у стабілізації резервів

У воєнний період міжнародна фінансова підтримка стала одним із визначальних чинників збереження міжнародних резервів України та підтримання загальної макрофінансової рівноваги. Якщо у підрозділі 2.2 міжнародна підтримка розглядалася переважно як кількісний фактор поповнення резервів, то в цьому підрозділі вона аналізується як системний елемент антикризової фінансової моделі держави: за формами надання, каналами впливу на GIR і NIR та ризиками довгострокової залежності. Такий підхід дає змогу розкрити, і масштаби та форми міжнародної допомоги, і механізм її впливу на резервну позицію України, значення для курсової та макрофінансової стабільності, а також ризики, пов'язані з високою залежністю резервів від регулярності зовнішніх надходжень.

Міжнародна фінансова підтримка України у 2022-2025 рр. мала не епізодичний, а системний характер і надходила з кількох ключових центрів офіційного фінансування. Основне навантаження взяли на себе Європейський Союз, Міжнародний валютний фонд, Світовий банк, Сполучені Штати Америки та інші країни-партнери й міжнародні фінансові організації. Саме вони забезпечили для України багатоканальну модель зовнішньої підтримки, яка поєднувала бюджетне фінансування, макрофінансову допомогу, пільгове кредитування та програмні ресурси міжнародних інституцій. Показово, що у 2023 році до державного бюджету України надійшло 42,6 млрд дол. США зовнішнього фінансування, у 2024 році 41,7 млрд дол. США, а у 2025 році 52,4 млрд дол. США [33; 34; 37]. Паралельно МВФ у березні 2023 року затвердив для України чотирирічну програму розширеного фінансування обсягом 8,1 млрд дол. США [42], а Європейський Союз реалізував масштабну програму макрофінансової допомоги обсягом 18 млрд євро [44]. Отже, міжнародна підтримка у воєнний період виконувала не допоміжну, а базову функцію у фінансовому забезпеченні держави, формуючи зовнішній ресурс, без якого

стабілізація резервів та підтримання макрофінансової стійкості були б значно складнішими [33; 34; 37].

Принципово важливим для оцінки впливу міжнародної підтримки на резервну позицію є розмежування між грантовою та кредитною складовими зовнішнього фінансування, оскільки вони мають якісно різний вплив на співвідношення між GIR і NIR. Грантові надходження безпосередньо посилюють резервний буфер без формування відповідних зобов'язань, тоді як кредитні ресурси, зокрема транші МВФ у рамках EFF та кредити ЄС під програмою MFA, зараховуються до GIR, але одночасно збільшують резервно-пов'язані зобов'язання НБУ та уряду, розширюючи розрив між валовими і чистими резервами. У роки з переважно кредитним характером фінансування номінальне зростання GIR може тому завищувати реальне зміцнення резервної позиції. Структуру міжнародної підтримки за формою відображає рис. 2.8.

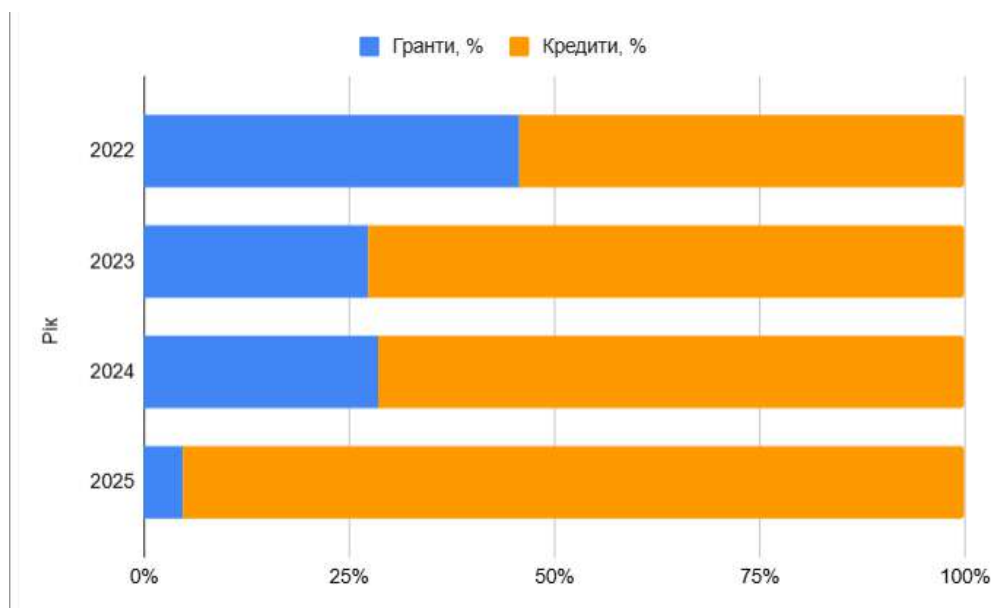


Рис. 2.8 Структура міжнародної фінансової підтримки України за формою у 2022-2025 рр.

Джерело: Створено автором на основі даних Міністерства фінансів України [33,34,37]

Систематизацію основних джерел міжнародної фінансової підтримки України, форм її надання, напрямів використання та значення для макрофінансової стабільності наведено в додатку В.

Вплив міжнародної підтримки на резервну позицію залежав від форми надання. Грантові ресурси посилювали резервний буфер без формування майбутніх боргових зобов'язань, тоді як кредитні надходження збільшували GIR, але при цьому створювали зобов'язання, які обмежували приріст NIR. Тому стабілізаційний ефект зовнішньої допомоги був сильнішим у валовому вимірі, ніж у чистому.

Механізм впливу міжнародної фінансової підтримки на міжнародні резерви реалізовувався через два взаємопов'язані канали: валютний і бюджетно-монетарний. Перший канал полягав у тому, що валютні надходження уряду від міжнародних партнерів послаблювали тиск на міжбанківський валютний ринок і зменшували потребу НБУ компенсувати дефіцит іноземної валюти за рахунок інтервенцій, резерви не лише повільніше вичерпувалися, а й отримували передумови для відновлення. Другий канал проявлявся через бюджетну підтримку: зовнішнє фінансування давало змогу покривати дефіцит бюджету без надмірного залучення монетарних джерел, що стримувало інфляційний та девальваційний тиск і опосередковано підтримувало резервну позицію держави.

Схема на рис. 2.9 ілюструє, що обидва канали діяли паралельно і взаємно підсилювали один одного: валютний канал безпосередньо скорочував потребу в інтервенціях, а бюджетно-монетарний знижував системний тиск на курс і резерви через стримування монетарної експансії. Стабілізаційний ефект підтримки мав переважно компенсаторний характер, він спирався не на відновлення власної експортної та інвестиційної бази, а на зовнішні надходження, що актуалізує питання формування більш стійких внутрішніх джерел резервної стабільності [26; 31].

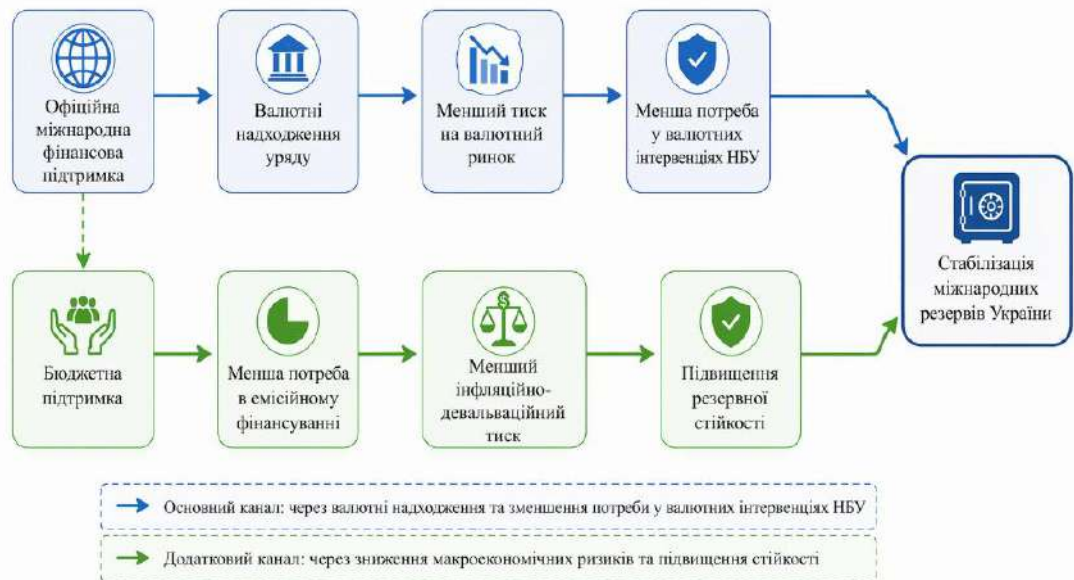


Рис. 2.9 Механізм впливу міжнародної фінансової підтримки на стабілізацію міжнародних резервів України

Джерело: Створено автором на основі даних НБУ, Мінфіну України та матеріалів МВФ [22; 37; 42].

Роль міжнародної підтримки у стабілізації резервів означала також посилення залежності резервної позиції від зовнішніх рішень. Стійкість GIR і NIR визначалася своєчасністю надходження коштів від партнерів. Затримка або скорочення фінансування посилювали б тиск на валютний ринок і резерви, збільшуючи потребу в інтервенціях НБУ або в ширшому монетарному фінансуванні дефіциту.

З погляду довгострокових ризиків описана модель стабілізації є вразливою за трьома основними вимірами. По-перше, ризик переривання підтримки: будь-яке суттєве скорочення зовнішнього фінансування через зміну пріоритетів донорів, втому від підтримки або ескалацію геополітичної невизначеності без одночасного відновлення власних валютних надходжень призведе до швидкого виснаження резервного буфера, що підтверджується контрфактичним аналізом у підрозділі 2.2. По-друге, ризик боргового навантаження: зростання кредитної складової зовнішньої підтримки означає накопичення майбутніх зобов'язань, які скорочуватимуть NIR у наступні роки та формуватимуть додатковий тиск на резерви в момент погашення. По-третє,

ризик структурної залежності: тривале утримання резервів переважно за рахунок зовнішніх надходжень, а не власних валютних потоків, консервує модель, за якої будь-яке погіршення зовнішньої кон'юнктури або умов підтримки безпосередньо транслюється у резервну динаміку, не залишаючи внутрішніх буферів для її згладжування.

У 2022-2025 рр. міжнародна фінансова підтримка стала основою резервної стабілізації України. Вона дала змогу компенсувати значну частину валютного тиску та підтримати GIR на рівні, достатньому для виконання ключових зовнішніх зобов'язань. У той ж час її вплив на NIR був слабшим через кредитну складову підтримки та формування майбутніх зобов'язань. Тому довгострокова стійкість резервної позиції не може ґрунтуватися лише на зовнішньому компенсаторному ресурсі, а потребує відновлення власних валютних надходжень, скорочення зовнішньоторговельних дисбалансів і поступового посилення органічних джерел поповнення резервів.

Висновки до розділу 2

У другому розділі здійснено прикладний аналіз міжнародних резервів України у 2021-2025 рр. Встановлено, що після початку повномасштабної війни змінився не лише обсяг резервів, а й механізм їх формування та використання. Резерви почали виконувати роль оперативного інструменту згладжування валютних дисбалансів, підтримання зовнішньої платоспроможності та забезпечення функціонування валютного ринку в умовах підвищеного попиту на іноземну валюту.

Аналіз структури та достатності резервів показав, що в умовах війни зросло значення ліквідності резервного портфеля та фактичної доступності активів. Формальне виконання окремих критеріїв достатності потребує додаткового тлумачення з урахуванням чистої резервної позиції, структури активів і джерел поповнення резервів.

Факторний аналіз засвідчив, що динаміка резервів у воєнний період формувалася через взаємодію каналів вичерпання та каналів поповнення. Основним каналом використання резервів були валютні інтервенції НБУ, а додаткове навантаження створювали боргові виплати, імпорتنі потреби, зовнішньоторговельні дисбаланси та витрати громадян за кордоном. В той ж час власні ринкові джерела поповнення мали обмежене значення, що зумовило ключову роль офіційного зовнішнього фінансування.

Міжнародна фінансова підтримка у розділі розглянута як системний елемент резервної стабілізації. Її вплив реалізовувався через валютний канал і бюджетно-монетарний канал, а відмінність між грантовою та кредитною формами підтримки виявилася важливою для оцінки якості резервного буфера. Отримані результати створюють емпіричну основу для кількісної перевірки взаємозв'язку між резервами та ключовими макрофінансовими чинниками у третьому розділі.

РОЗДІЛ 3 МОДЕЛЮВАННЯ ТА ЕКОНОМЕТРИЧНИЙ АНАЛІЗ

3.1. Методологічні підходи до моделювання міжнародних резервів

Аналіз, проведений у попередніх розділах, показав, що міжнародні резерви є інструментом макрофінансової стабілізації, валютної політики та забезпечення економічної безпеки. Відповідно до підходу МВФ, резерви мають бути високоліквідними зовнішніми активами під контролем органів грошово-кредитного регулювання та можуть бути використані для фінансування потреб платіжного балансу, валютних інтервенцій і підтримання довіри до економіки [15].

Для умов України в період повномасштабної війни простого опису динаміки міжнародних резервів недостатньо. У 2021-2025 рр. зміна резервів визначалася не загальними макроекономічними тенденціями, а дією специфічних воєнних чинників: масштабними валютними інтервенціями НБУ, надходженнями офіційного зовнішнього фінансування, зростанням потреби у валюті для покриття імпорту, зміною грошової маси та інституційним впливом воєнного стану. Саме тому третій розділ переходить від описово-аналітичного підходу до кількісної оцінки взаємозв'язків між міжнародними резервами та ключовими макроекономічними показниками.

У науковій і прикладній макроекономічній практиці для аналізу резервів використовують три групи підходів. Нормативні та індикативні підходи: покриття імпорту, критерій Гвідотті-Грінспена, співвідношення з грошовою масою, підхід IMF ARA: зручні для порівняння між країнами, проте не враховують специфіки окремої економіки, особливо під впливом воєнного шоку або значної залежності від офіційного зовнішнього фінансування [20]. Оптимізаційні моделі, зокрема модель Френкеля та Йовановича, дають змогу визначити рівень резервів, за якого граничні вигоди від їх накопичення рівні витратам утримання [5, с. 507-514], але в умовах даного дослідження незастосовні через неможливість коректної специфікації функції витрат у

воєнний період. Економетричні підходи OLS, ARDL, VAR дозволяють кількісно оцінити залежність резервів від макроекономічних змінних; ARDL і VAR потребують довших часових рядів, ніж наявні 20 спостережень.

Для цієї роботи найбільш доцільним є використання OLS-моделі з фіктивною змінною війни. Такий вибір зумовлений кількома причинами. По-перше, дослідження охоплює відносно короткий часовий період з I кварталу 2021 р. до IV кварталу 2025 р., тобто 20 квартальних спостережень. Для складніших динамічних моделей, зокрема VAR або ARDL, така кількість спостережень є обмеженою, особливо якщо до моделі включається кілька пояснювальних змінних. По-друге, мета підрозділу не у побудові складної прогнозної системи, а у виявленні напряму та сили впливу основних факторів на NIR. По-третє, OLS-модель є зрозумілою для інтерпретації: кожен коефіцієнт показує, як у середньому змінюється залежна змінна за зміни відповідного фактора за інших незмінних умов.

Важливою перевагою обраної специфікації є включення фіктивної змінної WAR, яка відображає структурний злам, спричинений повномасштабною війною. Оскільки після 2022 р. механізм формування міжнародних резервів України істотно змінився, проста модель без урахування воєнного періоду могла б змішувати довоєнну та воєнну логіку. До 2022 р. динаміка резервів визначалася переважно стандартними каналами платіжного балансу, рухом капіталу, валютним ринком і борговими операціями. Після початку повномасштабної війни ключову роль почали відігравати міжнародна фінансова допомога, масштабні валютні інтервенції НБУ та необхідність підтримання зовнішньої ліквідності в умовах обмеженого ринкового доступу.

Залежною змінною моделі обрано чисті міжнародні резерви України NIR. Чисті резерви краще відображають фактично доступний резервний буфер, ніж валові, оскільки не включають наперед визначені короткострокові валютні вилучення. Відповідно до BPM7, NIR визначається як резервні активи мінус наперед визначені короткострокові чисті валютні вилучення, що мають бути

здійснені протягом наступних 12 місяців [12; 18]. Для України в умовах 2022-2025 рр. це розмежування є принциповим: високий рівень валових резервів значною мірою підтримувався офіційним зовнішнім фінансуванням, тоді як зберігалися значні витрати на інтервенції та обслуговування боргу.

Пояснювальними змінними моделі обрано валютні інтервенції НБУ, офіційне зовнішнє фінансування, сальдо торговельного балансу, короткостроковий зовнішній борг, грошову масу M2 та фіктивну змінну війни. Такий набір відображає основні канали формування та використання міжнародних резервів у відкритій економіці. З одного боку, резерви збільшуються через надходження іноземної валюти, купівлю валюти центральним банком та сприятливе сальдо зовнішньої торгівлі. З іншого скорочуються внаслідок продажу валюти на ринку, погашення зовнішніх зобов'язань, торговельного дефіциту та зростання внутрішнього попиту на іноземну валюту.

Першою пояснювальною змінною є INT, валютні інтервенції НБУ, що відображають чисту купівлю або продаж іноземної валюти центральним банком на міжбанківському ринку. Очікуваний знак коефіцієнта є від'ємним: чим більші обсяги продажу, тим менший залишок чистих міжнародних резервів. В умовах України після 2022 р. саме інтервенційна діяльність НБУ стала одним із головних каналів використання резервів. Центральний банк систематично продавав валюту для згладжування дисбалансів попиту і пропозиції, підтримання курсової стабільності та забезпечення критичного імпорту. Включення INT до моделі дозволяє кількісно оцінити, наскільки інтервенційна політика НБУ визначала динаміку чистої резервної позиції протягом досліджуваного періоду.

Наступна змінна AID, офіційне зовнішнє фінансування, що охоплює надходження від міжнародних фінансових організацій, урядів країн-партнерів та інших офіційних кредиторів. Очікуваний знак є додатним. Збільшення офіційної підтримки сприяє зростанню NIR або компенсує їх скорочення

внаслідок валютних інтервенцій та боргових виплат. Для України в умовах війни ця змінна набуває особливого аналітичного значення, оскільки уможливорює емпірично перевірити висновок другого розділу: стійкість міжнародних резервів у воєнний період значною мірою визначалася не ринковими надходженнями, а регулярністю та масштабами міжнародної фінансової підтримки.

Грошова маса M2 включена до моделі як індикатор потенційного внутрішнього попиту на іноземну валюту. Зростання M2 розширює ліквідність в економіці та може посилювати девальваційні очікування, стимулюючи конвертацію гривневих заощаджень у валюту, особливо в умовах інфляційного тиску та невизначеності воєнного часу. Цей механізм, своєю чергою, збільшує навантаження на валютний ринок і потребу у витрачанні резервів. З огляду на домінування стресових ефектів у досліджуваному періоді, очікуваний знак коефіцієнта при M2 є від'ємним: розширення грошової маси посилює тиск на резерви через зростання попиту на іноземну валюту.

WAR фіктивна змінна повномасштабної війни, що набуває значення 0 для I-IV кварталів 2021 р. і значення 1 починаючи з I кварталу 2022 р. Економічний зміст цієї змінної полягає у врахуванні структурного зламу макрофінансового режиму, який не може бути повністю пояснений змінами окремих кількісних показників. Повномасштабна війна одночасно спричинила різке зростання тиску на резерви через валютні інтервенції, торговельний дефіцит та боргові ризики і безпрецедентне збільшення офіційної зовнішньої підтримки, яка частково компенсувала ці втрати. Оскільки обидва ефекти діяли одночасно, напрям сумарного впливу WAR на NIR є предметом емпіричної перевірки: знак коефіцієнта при цій змінній буде визначено за результатами оцінювання моделі та інтерпретовано у підпункті 3.2.

З урахуванням зазначених факторів базова економетрична модель має вигляд:

$$NIR_t = \beta_0 + \beta_1 * INT_t + \beta_2 * AID_t + \beta_3 * M2_t + \beta_4 * WAR_t + \varepsilon_t,$$

- де NIR_t — чисті міжнародні резерви України у кварталі t ;
- INT_t — валютні інтервенції НБУ;
- AID_t — офіційне зовнішнє фінансування;
- $M2_t$ — грошова маса;
- WAR_t — фіктивна змінна повномасштабної війни;
- ε_t — випадкова похибка моделі.

Економічний зміст моделі полягає у кількісній оцінці впливу основних факторів поповнення та використання чистих міжнародних резервів України у 2021-2025 рр. Модель не охоплює всі можливі детермінанти резервної динаміки, зокрема торговельний баланс, короткостроковий зовнішній борг, валютно-курсові очікування та боргові платежі, однак дозволяє зосередитися на найбільш суттєвих для воєнного періоду змінних. Така специфікація є доцільною з огляду на короткий квартальний ряд даних, оскільки включення надмірної кількості пояснювальних змінних за 20 спостережень могло б знизити надійність оцінювання та ускладнити інтерпретацію результатів.

Вибір квартальної частоти даних зумовлений необхідністю забезпечити зіставність усіх змінних моделі. Хоча використання місячних даних могло б збільшити кількість спостережень, для окремих показників, зокрема офіційного зовнішнього фінансування, повний і методологічно однорідний місячний ряд є обмежено доступним. Тому у роботі використано квартальні дані, що дозволяє узгодити показники між собою та зменшити ризик викривлення результатів через штучну деталізацію даних.

Основними джерелами даних є статистичні матеріали Національного банку України, зокрема дані щодо міжнародних резервів і ліквідності в іноземній валюті, валютних інтервенцій, грошово-кредитної статистики, платіжного балансу та зовнішнього боргу [22]. Дані щодо офіційного зовнішнього фінансування формуються на основі матеріалів Міністерства

фінансів України та повідомлень про надходження міжнародної фінансової підтримки. Використання саме офіційних статистичних джерел забезпечує зіставність показників і відповідність методології дослідження підходам, що застосовуються в макроекономічній статистиці.

Квартальний масив даних, використаний для побудови економетричної моделі NIR за період Q1 2021 – Q4 2025, наведено в додатку Г.

Варто зазначити, що обрана модель має низку обмежень, які необхідно враховувати під час інтерпретації результатів. По-перше, часовий ряд є коротким і охоплює лише 20 кварталних спостережень, тому модель не дає підстав для сильних причинно-наслідкових висновків. По-друге, частина змінних у воєнний період змінювалася синхронно, що може ускладнювати відокремлення їхнього ізольованого впливу на NIR. По-третє, окремі дані, насамперед поквартальний розподіл офіційного зовнішнього фінансування, мають наближений характер. Тому результати моделювання слід розглядати як інструмент кількісної перевірки загальної логіки дослідження, а не як точну оцінку причинного впливу кожного фактора.

Отже, методологія третього розділу базується на поєднанні теоретичних положень про резерви як інструмент зовнішньої ліквідності та емпіричного підходу до оцінки факторів їх формування. Обрана OLS-модель із фіктивною змінною війни є доцільною для короткого квартального ряду, забезпечує просту інтерпретацію результатів і дозволяє врахувати структурну зміну макрофінансових умов після 2022 р. Такий підхід створює основу для подальшої економетричної оцінки залежності чистих міжнародних резервів України від валютних інтервенцій НБУ, офіційного зовнішнього фінансування, грошової маси та воєнного структурного зламу у підпункті 3.2.

3.2. Економетрична модель залежності міжнародних резервів від макроекономічних показників України

Для кількісної оцінки впливу макроекономічних чинників на чисті міжнародні резерви України у роботі побудовано лінійну економетричну модель методом найменших квадратів. Залежною змінною виступають чисті міжнародні резерви України NIR, що відображають фактично доступний резервний буфер держави з урахуванням короткострокових валютних зобов'язань. Як пояснювальні змінні використано валютні інтервенції НБУ INT, офіційне зовнішнє фінансування AID, грошову масу M2 та фіктивну змінну повномасштабної війни WAR.

Для кількісної оцінки впливу макроекономічних чинників на чисті міжнародні резерви України побудовано лінійну регресійну модель методом найменших квадратів на основі квартальних даних за Q1 2021 - Q4 2025 (20 спостережень). За результатами оцінювання отримано таке рівняння:

$$NIR_t = 806,66 - 0,035 * INT_t + 0,857 * AID_t + 8,916 * M2_t - \\ -10723,13 * WAR_t + \varepsilon_t,$$

Отримані результати демонструють достатньо високу пояснювальну здатність моделі. Коефіцієнт детермінації R квадрат становить 0,859, тобто приблизно 85,9% варіації чистих міжнародних резервів пояснюється включеними до моделі факторами. Скоригований коефіцієнт детермінації Скоригований R квадрат дорівнює 0,821, що також підтверджує достатньо високий рівень відповідності моделі фактичним даним. Значення F-критерію становить 22,84, а показник значущості F дорівнює 0,000003, що свідчить про статистичну значущість моделі загалом.

Таблиця 3.1

**Результати оцінювання економетричної моделі залежності NIR від
макроекономічних факторів**

Змінна	Коефіцієнт β	Стд. похибка	t-статистика	p-значення
Константа (β_0)	806,66	6653,12	0,121	0,905
INT (β_1)	-0,035	0,38	-0,092	0,928
AID (β_2)	0,857	0,892	0,961	0,352
M2 (β_3)	8,916	3,456	2,58	0,021
WAR (β_4)	-10723,13	6348,53	-1,689	0,112

Джерело: Таблиця створена автором на основі даних НБУ та Мінфіну України[22; 36; 33].

Першим фактором моделі є валютні інтервенції НБУ. Коефіцієнт при змінній INT має від'ємне значення і становить -0,035, що відповідає економічній логіці. Проте p-value для цієї змінної становить 0,928, тобто статистично значущого впливу інтервенцій на NIR у межах цієї моделі не виявлено. Це свідчить про те, що в умовах короткого квартального ряду та одночасної дії інших сильних факторів, насамперед зовнішнього фінансування і воєнного структурного зламу, ізольований статистичний ефект інтервенцій не проявився достатньо чітко.

Коефіцієнт при змінній AID є додатним і становить 0,857. Це означає, що збільшення офіційного зовнішнього фінансування на 1 млн дол. США в середньому асоціюється зі зростанням чистих міжнародних резервів приблизно на 0,857 млн дол. США за інших незмінних умов. Такий знак повністю відповідає економічній логіці, оскільки міжнародна фінансова підтримка була одним із головних джерел поповнення резервів України у воєнний період. P-value становить 0,352, тому цей коефіцієнт не є статистично значущим на стандартному рівні 5%. Тому що поквартальні значення офіційного зовнішнього фінансування мають наближений характер, а також тим, що вплив міжнародної допомоги на резерви реалізується не автоматично, а через складну взаємодію з

валютними інтервенціями, бюджетними потребами та борговими платежами. Додатний знак коефіцієнта при AID узгоджується з економічною логікою, однак його кількісне значення слід трактувати обережно.

Єдиною статистично значущою змінною в моделі є грошова маса M2: коефіцієнт при ній становить 8,916, а p-value дорівнює 0,021. Формально це означає, що збільшення M2 на 1 млрд грн асоціюється зі зростанням NIR приблизно на 8,9 млн дол. США за інших незмінних умов. Однак цей результат не слід трактувати як прямий причинний вплив грошової маси на чисті міжнародні резерви. Додатний знак коефіцієнта, ймовірно, відображає спільну динаміку макрофінансових показників у воєнний період: міжнародна допомога одночасно підтримувала резерви, фінансувала бюджетні потреби та впливала на внутрішню ліквідність. Крім того, між M2 і NIR можлива ендогенність, оскільки зміни резервів, бюджетного фінансування, банківської ліквідності та валютних очікувань взаємно впливають одна на одну. Тому коефіцієнт при M2 доцільно розглядати не як доказ того, що розширення грошової маси зміцнює резерви, а як умовний статистичний зв'язок, характерний для обраного короткого періоду спостереження

Фіктивна змінна WAR має від'ємний коефіцієнт, що становить -10723,13. Це означає, що період повномасштабної війни асоціюється зі зниженням чистих міжнародних резервів приблизно на 10,7 млрд дол. США порівняно з довоєнним періодом за інших незмінних умов. Такий знак є економічно логічним, оскільки війна спричинила різке зростання валютного тиску, погіршення зовнішньоторговельного балансу, збільшення потреби в інтервенціях НБУ та загальне посилення зовнішньої вразливості економіки.

Методологічні обмеження моделі є суттєвими і мають бути враховані під час інтерпретації результатів. По-перше, модель побудована на короткому часовому ряді з 20 квартальних спостережень, що обмежує статистичну надійність оцінок і не сприяє формуванню сильних причинно-наслідкових висновків. По-друге, індивідуальні коефіцієнти при INT, AID і WAR не є

статистично значущими на стандартному рівні 5%, тому їх слід трактувати насамперед за знаком і економічною логікою, а не як точні кількісні ефекти. По-третє, поквартальний розподіл окремих даних, насамперед офіційного зовнішнього фінансування, має наближений характер, що також знижує точність оцінювання. По-четверте, через структурний злам 2022 р. і синхронний рух ключових воєнних змінних модель може не повністю розмежовувати їх ізольований вплив. З огляду на це результати регресії слід розглядати як допоміжне кількісне підтвердження аналітичних висновків розділу 2, а не як самодостатню причинну модель динаміки NIR.

Попри зазначені обмеження, модель виконує прикладну аналітичну функцію: вона не дає вичерпного пояснення динаміки NIR, однак дозволяє кількісно перевірити загальний напрям зв'язку між чистими міжнародними резервами, валютними інтервенціями, зовнішнім фінансуванням, грошовою масою та воєнним структурним зломом. Саме в такому обмеженому інтерпретаційному полі її результати можуть бути використані для сценарного прогнозування у підпункті 3.3.

3.3. Прогнозування обсягів міжнародних резервів України на 2026-2027 рр.

На основі OLS-моделі, побудованої у підпункті 3.2, здійснено сценарне прогнозування чистих міжнародних резервів України на 2026-2027 рр. Прогнозування в умовах війни має не детермінований, а сценарний характер, оскільки майбутня динаміка резервів залежить від факторів, які не піддаються точному передбаченню: обсягів і ритмічності міжнародної фінансової допомоги, масштабу валютних інтервенцій НБУ, стану валютного ринку та загальної безпекової ситуації.

Прогноз реалізовано у трьох сценаріях: базовому, оптимістичному та песимістичному. Вони відрізняються припущеннями щодо обсягів AID, INT та M2. Значення WAR для всіх прогнозних кварталів дорівнює 1, що відображає збереження воєнного або поствоєнного макрофінансового режиму. Кількісні припущення по сценаріях наведено в таблиці 3.5.

Таблиця 3.2

Кількісні припущення для сценарного прогнозування NIR України на 2026-2027 рр.

Сценарій	INT (млн \$/кв., сер.)	AID (млн \$/кв.)	M2 (млрд грн, кінець 2026)
Базовий	-9 825	13 000	4 580
Оптимістичний	-8 425	16 000	4 480
Песимістичний	-11 675	9 500	4 820

Джерело: Сформовано автором на основі результатів економетричної моделі та припущень сценарного прогнозування.

Базовий сценарій передбачає продовження основних тенденцій 2025 р.: стабільний квартальний AID 13 000 млн дол., INT у діапазоні 9 200-11 100 млн дол. і помірне зростання M2. За цим сценарієм NIR становить 42,45 млрд дол. на кінець 2026 р. та 47,90 млрд дол. на кінець 2027 р.

Оптимістичний сценарій припускає нарощування зовнішньої підтримки до 6 000 млн дол./кв. і зниження потреби у валютних інтервенціях до 8 400 млн дол./кв. Такий варіант може реалізуватися за умов регулярного надходження нових пакетів підтримки G7 та ЄС, поступового відновлення експортного потенціалу і зменшення чистого попиту на іноземну валюту. Прогнозний рівень NIR: 44,08 млрд дол. на кінець 2026 р. та 49,23 млрд дол. на кінець 2027 р.

Песимістичний сценарій відображає ризики затримки або скорочення міжнародної допомоги до 9 500 млн дол./кв. при одночасному зростанні валютних інтервенцій до 11 700 млн дол./кв. і прискореному розширенні М2. За таких умов NIR знижується до 41,66 млрд дол. на кінець 2026 р., а у 2027 р. модель показує зростання до 48,38 млрд дол. Це зростання потребує застереження: воно значною мірою зумовлене додатним коефіцієнтом при М2 ($\beta_3 = 8,916$), який у прогностному періоді механічно підвищує розрахунковий рівень NIR за умови зростання грошової маси. Однак, як зазначалося у підпункті 3.2, цей зв'язок має умовний характер і може відображати ендогенність та спільну динаміку макрофінансових показників, а не прямий позитивний вплив М2 на резерви.

Таблиця 3.3

Сценарний прогноз NIR України на 2026-2027 рр.

Показник	Факт Q4 2025	Базовий 2026	Оптимістичний 2026	Песимістичний 2026	Базовий 2027	Оптимістичний 2027	Песимістичний 2027
NIR, млрд дол. США	43,33	42,45	44,08	41,66	47,9	49,23	48,38
Зміна до Q4 2025, млрд дол. США	-	-0,88	0,75	-1,67	4,57	5,9	5,05

Джерело: Сформовано автором на основі результатів економетричної моделі та припущень сценарного прогнозування.

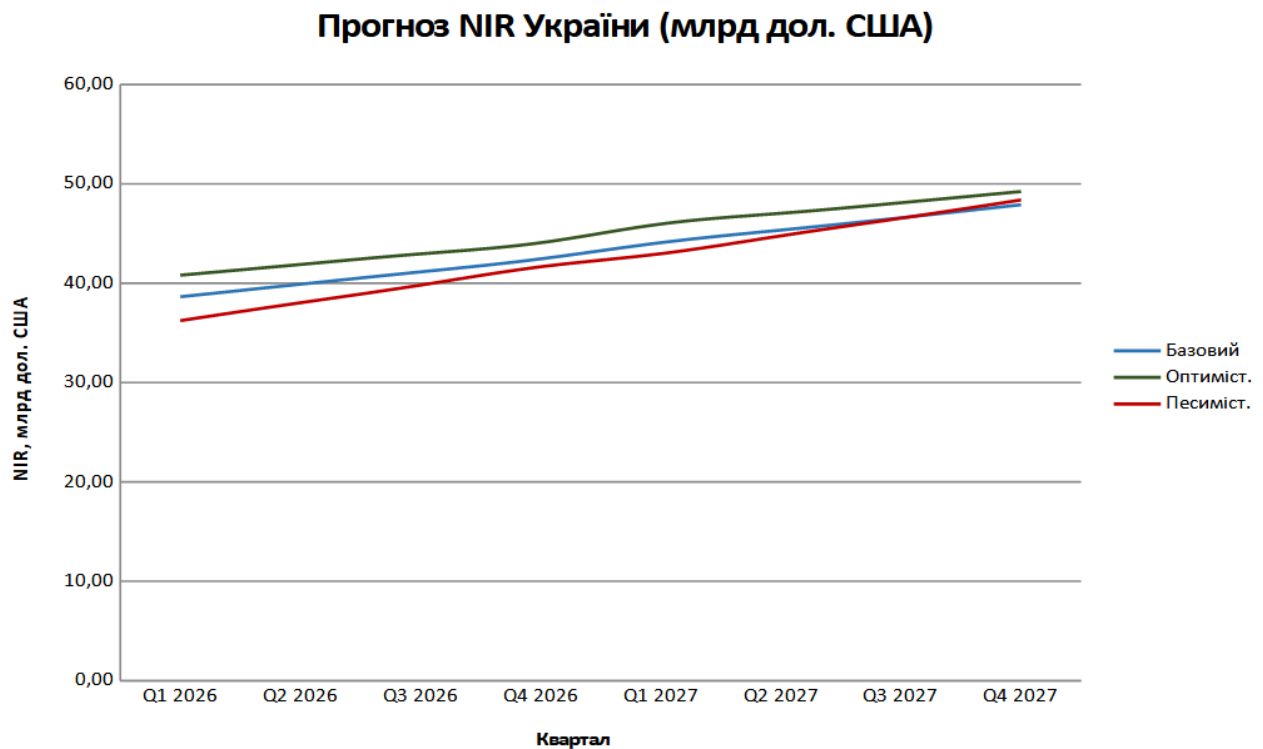


Рис. 3.1 Сценарний прогноз чистих міжнародних резервів України на 2026-2027 рр., млрд дол. США

Джерело: Побудовано автором на основі результатів економетричного моделювання та сценарного прогнозування.

Як видно з рис. 3.1, у 2026 р. сценарії мають чітке розмежування: оптимістичний сценарій демонструє найвищу траєкторію NIR, песимістичний найнижчу, а базовий займає проміжне положення. Це відповідає економічній логіці сценарного аналізу, оскільки саме у 2026 р. різниця в припущеннях щодо зовнішнього фінансування та валютних інтервенцій найбільш помітно впливає на прогнозний рівень резервів. У 2027 р. траєкторії сценаріїв поступово зближуються, що значною мірою пояснюється впливом змінної M2 у моделі. Оскільки додатний зв'язок між M2 і NIR має умовний характер, таке зближення не слід трактувати як надійний прогноз автоматичного відновлення резервної стійкості..

Результати прогнозування свідчать, що у 2026 р. чисті міжнародні резерви України можуть перебувати в діапазоні 41,66-44,08 млрд дол. США залежно від сценарію. Найнижче значення очікується за песимістичним сценарієм, що відповідає припущенню про скорочення зовнішнього фінансування та зростання інтервенційного навантаження на НБУ. Найвище значення прогнозу на кінець 2026 р. відповідає оптимістичному сценарію, за якого більші обсяги міжнародної допомоги та нижча потреба у валютних інтервенціях дозволяють зберегти резерви вище фактичного рівня кінця 2025 р.

У 2027 р. усі три сценарії демонструють зростання прогнозного рівня NIR. За базовим сценарієм чисті міжнародні резерви можуть зрости до 47,90 млрд дол. США, за оптимістичним до 49,23 млрд дол. США, а за песимістичним до 48,38 млрд дол. США. Однак такий результат потребує обережної інтерпретації. Зростання NIR у 2027 р., зокрема за песимістичним сценарієм, значною мірою зумовлене додатним коефіцієнтом при змінній M2 у побудованій моделі. Тому прогнозне збільшення резервів не слід автоматично трактувати як безумовне покращення зовнішньої стійкості. Воно відображає передусім механічне продовження статистичного зв'язку між грошовою масою та NIR, зафіксованого на історичному періоді 2021-2025 рр.

Отриманий прогноз не є точним передбаченням майбутнього рівня міжнародних резервів. Він є умовною оцінкою, побудованою на основі припущень щодо основних факторів моделі. Найбільшими джерелами невизначеності залишаються обсяги та строки надходження міжнародної допомоги, інтенсивність валютних інтервенцій НБУ, безпекова ситуація, стан зовнішньої торгівлі та боргові виплати. Крім того, сама OLS-модель базується на короткому часовому ряді, що обмежує точність довгострокового прогнозування.

OLS-модель на квартальних даних за Q1 2021 - Q4 2025 підтвердила високу пояснювальну здатність обраної специфікації: $R^2 = 0,859$, F-тест значущий на рівні $p < 0,001$. Це означає, що валютні інтервенції НБУ, офіційне

зовнішнє фінансування, грошова маса та фіктивна змінна війни разом пояснюють близько 86% варіації NIR – результат, достатній для кваліфікаційної роботи на короткому кварталному ряді.

Статистична незначущість індивідуальних коефіцієнтів при INT, AID і WAR не спростовує їхнього економічного змісту, а відображає структурну особливість воєнної економіки: ці змінні рухалися синхронно, і модель не здатна розмежувати їхні ізольовані ефекти. Єдиною статистично значущою змінною стала M2 ($p = 0,021$), однак її додатний коефіцієнт не слід трактувати як доказ прямого позитивного впливу грошової маси на резерви. Ймовірніше, цей результат відображає ендогенність і спільну динаміку показників у воєнний період: зовнішні надходження, бюджетне фінансування, банківська ліквідність і резерви змінювалися взаємопов'язано. Тому коефіцієнт при M2 має допоміжне, а не самостійне пояснювальне значення.

Знак коефіцієнта при WAR (-10 723 млн дол.) фіксує чистий стресовий ефект повномасштабної війни після вирахування компенсуючого впливу допомоги та контрольованих інтервенцій. Коефіцієнт при AID позитивний (0,857) і менший за одиницю, що кількісно підтверджує висновок другого розділу: міжнародна допомога лише частково трансформувалася у резервний приріст, оскільки решта поглиналася валютними інтервенціями та борговими виплатами.

Сценарний прогноз на 2026-2027 рр. визначив діапазон NIR у 41,66-44,08 млрд дол. на кінець 2026 р. та 47,90-49,23 млрд дол. на кінець 2027 р. Розкид між оптимістичним і песимістичним сценаріями у 2026 р. становить 2,42 млрд дол. і визначається виключно різницею в припущеннях щодо AID та INT, що є прямою кількісною ілюстрацією залежності резервної позиції від зовнішньої підтримки. Прогнозне зростання NIR у 2027 р. за всіма сценаріями потребує застереження: воно значною мірою є статистичним артефактом тренду M2, а не відображенням органічного зміцнення зовнішньої стійкості.

Висновки до розділу 3

У третьому розділі здійснено кількісну перевірку чинників динаміки чистих міжнародних резервів України. Для цього використано OLS-модель на квартальних даних за 2021-2025 рр. із фіктивною змінною війни. Такий підхід відповідає короткому часовому ряду та дозволяє оцінити напрям зв'язку між NIR і ключовими макрофінансовими змінними без надмірного ускладнення моделі.

Результати моделювання показали, що обрана специфікація має достатню пояснювальну здатність для прикладного аналізу. Додатний коефіцієнт при офіційному зовнішньому фінансуванні відповідає економічній логіці підтримки резервної позиції, а коефіцієнт менше одиниці свідчить, що зовнішні надходження лише частково перетворювалися на приріст чистих резервів. Від'ємний знак коефіцієнта при змінній WAR відображає негативний вплив воєнного структурного зламу на резервну позицію.

Окрему увагу приділено обмеженням моделі. Через короткий квартальний ряд, синхронний рух частини змінних у воєнний період і наближений характер окремих даних результати регресії не слід трактувати як точні причинно-наслідкові оцінки. Вони виконують допоміжну функцію кількісної перевірки аналітичної логіки, сформованої у попередніх розділах.

Сценарний аналіз у третьому розділі використано як інструмент оцінки чутливості резервної позиції до зміни основних припущень. Він показав, що прогнозна траєкторія NIR реагує передусім на регулярність офіційного зовнішнього фінансування, масштаб валютних інтервенцій НБУ та динаміку внутрішньої ліквідності. Також результати прогнозування мають умовний характер і мають розглядатися як аналітичні сценарії, а не як точне передбачення майбутнього рівня резервів.

ВИСНОВОК

Проведене дослідження дозволило сформулювати такі висновки:

1. З'ясовано, що міжнародні резерви є багатофункціональним інструментом макрофінансової стабільності держави. Їхня роль полягає у забезпеченні зовнішньої ліквідності, підтриманні довіри до національної валюти, згладжуванні валютних шоків, фінансуванні критичного імпорту та виконанні зовнішніх зобов'язань. Також **ефективність резервів визначається не тільки їх валовим обсягом**, а й ліквідністю, фактичною доступністю, якістю активів, структурою потенційних валютних відпливів і співвідношенням між GIR та NIR.
2. Систематизовано теоретичні моделі накопичення та управління міжнародними резервами показують, що резерви мають розглядатися як компроміс між вигодами від зовнішньої ліквідності та витратами їх утримання. Класична модель буферного запасу пояснює потребу в резервах через нестабільність зовнішніх платежів, концепція самострахування через захист від раптових зупинок припливу капіталу, а підхід подвійного відтоку через одночасний тиск зовнішнього і внутрішнього секторів. Для прикладної оцінки достатності резервів найбільш доцільною є логіка IMF ARA, оскільки вона враховує кілька джерел ризику одночасно, тоді як прості критерії покриття імпорту, короткострокового боргу чи M2 мають обмежений аналітичний потенціал.
3. Обґрунтовано, що міжнародні резерви виступають важливим чинником економічної безпеки держави, оскільки впливають на валютну стабільність, інфляційні очікування, довіру до фінансової системи, суверенний ризик, боргову стійкість і можливість фінансування критичного імпорту. Проте резерви не є самодостатньою гарантією безпеки: за високої залежності від зовнішнього фінансування та значних валютних відпливів формально достатній рівень GIR може не відображати реальної автономності валютно-фінансової системи.

4. Проведено аналіз структури, динаміки та достатності міжнародних резервів України у 2021-2025 рр. Після скорочення у 2022 р. до 28,5 млрд дол. США вони зросли до рекордних 57,3 млрд дол. США у 2025 р., однак це зростання не означало пропорційного посилення реальної резервної стійкості. Збереження розриву між GIR і NIR свідчить, що частина резервного приросту була пов'язана із зовнішніми кредитними ресурсами та резервно-пов'язаними зобов'язаннями. Отже, **GIR без аналізу NIR не дає повної оцінки фактично доступного резервного буфера України.**
5. Визначено, що основні фактори зміни міжнародних резервів України у воєнний період були валютні інтервенції НБУ, офіційне зовнішнє фінансування, боргові виплати, зовнішньоторговельні дисбаланси та зростання валютного попиту. Найсильніший тиск на резерви створювали валютні інтервенції НБУ, сукупний обсяг яких у 2022-2025 рр. перевищив 124 млрд дол. США. Власні ринкові канали поповнення резервів були недостатніми для компенсації такого навантаження, тому без зовнішньої підтримки резервний буфер України був би швидко вичерпаний.
6. Оцінено роль міжнародної фінансової підтримки у стабілізації міжнародних резервів. Підтримка стала визначальним фактором стабілізації міжнародних резервів України у 2022–2025 рр. Вона дала змогу компенсувати значну частину валютних інтервенцій, підтримати довіру до макрофінансової політики та зберегти здатність держави виконувати зовнішні зобов'язання. У той ж час значна частина підтримки мала кредитний характер, тому її вплив на GIR був сильнішим, ніж на NIR. Це означає, що **резервна стабілізація України у воєнний період мала переважно транзитний характер**: зовнішні надходження проходили через резерви та частково трансформувалися у валютну стабільність, але водночас формували майбутні зобов'язання.
7. Охарактеризовано методологічні підходи до моделювання міжнародних резервів. Для моделювання міжнародних резервів України найбільш

доцільним у межах цієї роботи є використання OLS-моделі з фіктивною змінною війни. Такий підхід відповідає короткому квартальному ряду даних за 2021–2025 рр., дозволяє оцінити напрям і силу зв'язку між NIR та ключовими макрофінансовими факторами, а також врахувати структурний злам після початку повномасштабного вторгнення.

8. Побудована економетрична модель підтвердила, що динаміка чистих міжнародних резервів України визначалася взаємодією стабілізаційних і дестабілізаційних чинників. Модель пояснює близько 86% варіації NIR, що свідчить про достатню пояснювальну здатність обраної специфікації. Позитивний коефіцієнт при офіційному зовнішньому фінансуванні підтверджує його стабілізаційну роль, однак значення коефіцієнта менше одиниці показує, що міжнародна допомога лише частково трансформувалася у приріст чистих резервів. Від'ємний коефіцієнт при змінній WAR фіксує стресовий вплив повномасштабної війни на резервну позицію України.
9. Сценарне прогнозування на 2026-2027 рр. показало, що майбутня динаміка чистих міжнародних резервів України залишатиметься залежною від обсягів і регулярності офіційного зовнішнього фінансування, масштабу валютних інтервенцій НБУ та здатності економіки відновлювати власні валютні надходження. За результатами прогнозу, у 2026 р. NIR можуть перебувати в діапазоні 41,66-44,08 млрд дол. США, а у 2027 р. 47,90-49,23 млрд дол. США залежно від сценарію. Але прогнозне зростання резервів не слід автоматично трактувати як ознаку органічного зміцнення зовнішньої стійкості, оскільки воно залежить від припущень моделі та подальшого надходження зовнішньої підтримки.

Отже, головний результат дослідження полягає в тому, що рекордний рівень міжнародних резервів України у 2023–2025 рр. не є самодостатнім індикатором зовнішньої стійкості. Реальна резервна стійкість має оцінюватися через співвідношення GIR і NIR, джерела поповнення резервів, масштаби

валютних інтервенцій, характер зовнішньої підтримки та здатність економіки самостійно генерувати валютні надходження. **Довгострокова валютна стійкість України можлива лише за умови відновлення власних джерел валютних надходжень, зменшення зовнішньоторговельних дисбалансів і поступового скорочення залежності від кредитної складової міжнародної допомоги.**

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Береславська О. І. Золотовалютні резерви України: джерела поповнення та ефективність управління. Наукові записки Національного університету «Острозька академія». Серія «Економіка». 2014. Вип. 27. С. 63-68.
2. Гладких Д. М. Міжнародні резерви як чинник економічної безпеки держави. Наукові записки НаУКМА. Економічні науки. 2024. Т. 9, № 1. С. 10-15.
3. Яремко І., Думич Н. Сутність та сучасні тенденції формування та управління міжнародними резервами. *Economics, Entrepreneurship, Management*. 2024. Т. 11, № 1. С. 37-47.
4. Aizenman J., Ho S.-H., Huynh L. D. T., Saadaoui J., Uddin G. S. Real Exchange Rate and International Reserves in the Era of Financial Integration. NBER Working Paper Series. 2024. No. 30891
5. Frenkel J. A., Jovanovic B. Optimal International Reserves: A Stochastic Framework. *The Economic Journal*. 1981. Vol. 91, No. 362. P. 507-514
6. International Monetary Fund. Revised Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2014. 45 p.
7. Obstfeld M., Shambaugh J. C., Taylor A. M. Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves. NBER Working Paper Series. 2008. No. 14217.
8. Rodrik D. The Social Cost of Foreign Exchange Reserves. *International Economic Journal*. 2006. Vol. 20, No. 3. P. 253-266.
9. Sitek P. Management of Foreign Exchange Reserves of the European Central Bank. *Przegląd Prawa i Administracji*. 2021. Vol. 127. P. 499-510.
10. Наближаємося до психологічної позначки. Міжнародні резерви України вийшли на нові цифри / NV Бізнес. 4 вересня 2025 р.

- URL:<https://biz.nv.ua/ukr/finance/mizhnarodni-rezervi-ukrajini-zrostannya-rezerviv-u-serpni-2025-roku-ta-dinamika-50542352.html>
11. Jeanne O., Rancière R. The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: Formulas and Applications. IMF Working Paper. 2006. No. WP/06/229. Washington, D.C.: International Monetary Fund. 34 p.
URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2006/wp06229.pdf>
 12. International Monetary Fund. Standardized Statistical Definition of Net International Reserves. BPM6 Update. Balance of Payments Task Team. IMF Committee on Balance of Payments Statistics. 2024.
URL: <https://www.imf.org/-/media/files/data/statistics/bpm6/approved-guidance-notes/b2-standardized-definition-of-net-international-reserves.pdf>
 13. International Monetary Fund. Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2001
URL: <https://www.imf.org/external/np/mae/ferm/eng/index.htm>
 14. Катишев К. Чисті резерви України оновили історичний рекорд. Korrespondent.net. 8 жовтня 2025 р.
URL: <https://ua.korrespondent.net/business/financial/4821978-chysti-rezervy-ukrainy-onovyly-istorychnyi-rekord>
 15. International Monetary Fund. Revised Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management. IMF Policy Paper. Washington D.C.: International Monetary Fund, 2013.
URL: <https://www.elibrary.imf.org/downloadpdf/view/journals/007/2013/001/article-A000-en.pdf>
 16. International Monetary Fund. Assessing Reserve Adequacy – Specific Proposals. IMF Policy Paper. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2014. URL: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2014/121914.pdf>
 17. International Monetary Fund. Balance of Payments and International Investment Position Manual: Sixth Edition (BPM6). Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2009.
URL: IMF. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/pdf/BPM6.pdf>

18. International Monetary Fund. Integrated Balance of Payments and International Investment Position Manual, Seventh Edition (BPM7): White Cover Version. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2025.
URL:<https://www.bundesbank.de/resource/blob/954640/bb19a2467c9a7cad1af85697ca241441/472B63F073F071307366337C94F8C870/bpm7-white-cover-version-data.pdf>
19. International Monetary Fund. International Reserves and Foreign Currency Liquidity: Guidelines for a Data Template. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2013.
URL: <https://www.imf.org/external/np/sta/ir/irprocessweb/pdf/guide2013.pdf>
20. International Monetary Fund. Assessing Reserve Adequacy. IMF Policy Paper. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2011.
URL: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/021411b.pdf>
21. International Monetary Fund. Assessing Reserve Adequacy – Further Considerations. IMF Policy Paper. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2013.
URL:<https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/111313d.pdf>
22. Міжнародні резерви та ліквідність в іноземній валюті : статистичні дані / Національний банк України.
URL: https://bank.gov.ua/ua/statistic/sdds#ir_fcl
23. Міжнародні резерви становили 42,4 млрд дол. США за підсумками березня / Національний банк України. 2025.
URL:<https://bank.gov.ua/ua/news/all/mijnarodni-rezervi-stanovili-424-mlrd-dol-ssha-za-pidsumkami-bereznya>
24. НБУ прогнозує скорочення міжнародних резервів до 40,5 млрд дол. США у 2025 році / Forbes.ua. 2025.
URL:<https://forbes.ua/news/nbu-prognozue-skorochennya-u-2025-rotsi-mizhnarodnikh-rezerviv-ukraini-do-405-mlrd-31012025-26768>

25. Міжнародні резерви України: підтримка стабільності в умовах війни / BizMag. 2023. URL: <https://bizmag.com.ua/tag/finansu/>
26. Національний банк України. Українська економіка під час війни: стан, виклики та перспективи. Київ : Національний банк України, 2023. PDF-файл.
27. Закладання фундаменту для відновлення в умовах війни / Світовий банк. 2023. URL: <https://www.worldbank.org/uk/results/2023/11/30/the-world-bank-and-ukraine-laying-the-groundwork-for-reconstruction-in-the-midst-of-war>
28. Допомога Україні у період війни та відновлення / Світовий банк. 2023. URL: <https://www.worldbank.org/uk/country/ukraine/brief/world-bank-emergency-financing-package-for-ukraine>
29. Литвинчук О., Шевчук А., Войтюк О. Міжнародна допомога Україні в умовах війни як вид співробітництва з міжнародними організаціями. Геополітика України: історія і сучасність. 2024. Вип. 1(32). С. 239-252. DOI: [https://doi.org/10.24144/2078-1431.2024.1\(32\).239-252](https://doi.org/10.24144/2078-1431.2024.1(32).239-252)
30. Латишева В. В., Бабіна В. О. Співробітництво України з міжнародними організаціями в умовах війни: проблеми, напрями та перспективи. Філософія та політологія в контексті сучасної культури. 2023. Т. 15, № 1. С. 149-157. DOI: <https://doi.org/10.15421/352317>
31. Гладких Д. М. Міжнародні резерви як чинник економічної безпеки держави. Наукові записки НаУКМА. Економічні науки. 2024. Т. 9, № 1. С. 10-15. DOI: <https://doi.org/10.18523/2519-4739.2024.9.1.10-15>
32. Результати валютних інтервенцій НБУ за 2018-2026 рр. : статистичні дані / Мінфін. URL: <https://index.minfin.com.ua/ua/banks/nbu/intervention/>
33. У 2025 році Мінфін України залучив 52,4 млрд дол. США зовнішнього фінансування, із яких понад 70 % – за рахунок доходів від заморожених активів рф / Міністерство фінансів України. 30 грудня 2025 р.

URL:https://mof.gov.ua/uk/news/in_2025_ukraines_ministry_of_finance_secured_524_billion_in_external_financing_more_than_70_of_which_came_from_revenues_generated_by_frozen_russian_assets-5520

34. У 2024 році Мінфін України залучив 41,7 млрд дол. США зовнішнього фінансування, із яких 30 % – у грантовій формі / Міністерство фінансів України. 30 грудня 2024 р.

URL:https://www.mof.gov.ua/uk/news/the_ministry_of_finance_of_ukraine_attracted_417_billion_in_external_financing_including_30_in_the_form_of_grants-4972

35. Стратегія валютних інтервенцій Національного банку України / Національний банк України. Затверджена рішенням Правління НБУ від 29.12.2020 № 769-рш. Втратила чинність згідно з рішенням Правління НБУ від 17.04.2025 № 136-рш.

URL:<https://bank.gov.ua/ua/news/all/strategiya-valyutnih-interventsiy-natsionalnogo-banku-ukrayini>

36. Результати валютних інтервенцій НБУ : статистичні дані / Національний банк України. Excel-файл.

37. У 2023 році Мінфін України залучив 42,6 млрд дол. США пільгового та грантового фінансування від міжнародних партнерів / Міністерство фінансів України. 28 грудня 2023 р.

URL:https://mof.gov.ua/uk/news/ministry_of_finance_of_ukraine_attracted_usd_426_billion_of_concessional_and_grant_financing_from_international_partners_in_2023-4370

38. Із 2022 року Україна отримала майже 173 млрд дол. США бюджетної підтримки – Мінфін / Укрінформ. 05 березня 2026 р.

URL:<https://www.ukrinform.ua/rubric-economy/4098494-iz-2022-roku-ukraina-otrimala-majze-173-milardiv-budzetnoi-pidtrimki-minfin.html>

39. Ukraine Historical Template Data: statistical data / National Bank of Ukraine. PDF-файл.
40. Міжнародні резерви України : статистичні дані / Національний банк України. Excel-файл.
41. Міжнародні резерви становили 22,4 млрд дол. США за підсумками липня / Національний банк України. 5 серпня 2022 р.
URL:<https://bank.gov.ua/ua/news/all/mijnarodni-rezervi-stanovili-224-mlrd-dol-ssha-za-pidsumkami-lipnya>
42. Рада МВФ схвалила восьмий перегляд програми розширеного фінансування та затвердила виділення траншу обсягом 0,5 млрд дол. США / Національний банк України. 1 липня 2025 р.
URL:<https://www.kmu.gov.ua/news/mvf-zatverdya-dlia-ukrainy-novu-programu-rozshyrenoho-finansuvannia-na-81-mlrd-dol>
43. Україна та ЄС підписали Меморандум та Кредитну угоду щодо отримання макрофінансової допомоги обсягом 18 млрд євро / European Integration Portal. 17 січня 2023 р.
URL:<https://bank.gov.ua/ua/news/all/rada-mvf-shvalila-vosmiy-pereglyad-programi-rozshyrenoho-finansuvannya-ta-zatverdila-vidilennya-transhu-obsyagom-05-mlrd-dol-ssha>
44. Україна та ЄС підписали Меморандум та Кредитну угоду щодо отримання макрофінансової допомоги обсягом 18 млрд євро / European Integration Portal. 17.01.2023.
URL:<https://eu-ua.kmu.gov.ua/news/ukrayina-ta-yes-pidpysaly-memorandum-ta-kredytnu-ugodu-shhodo-otrymannya-makrofinansovoyi-dopomogy-obsyagom-18-mlrd-yevro/>
45. Національний банк України. Консолідована фінансова звітність та Консолідований звіт про управління за роки, що закінчилися 31 грудня 2022 року, 31 грудня 2023 року, 31 грудня 2024 року та 31 грудня 2025 року. Київ : Національний банк України, 2023-2026. PDF-файли.

46. International Monetary Fund. Monetary and Financial Statistics Manual and Compilation Guide. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2016. 451 p.
47. Gross External Debt Position: Short-Term Remaining Maturity: statistical data / National Bank of Ukraine. Excel-файл: ZB_ShTRM_y_en.xlsx.
48. External Trade in Goods according to BPM6 Methodology: statistical data / National Bank of Ukraine. Excel-файл: Trade_y_en.xlsx.
49. International Investment Position of Ukraine on the BPM6 Basis: statistical data / National Bank of Ukraine. Excel-файл: IIP_y_en.xlsx. 2025.
50. Структура міжнародних резервів у розрізі інструментів : статистичні дані станом на 01.12.2021, 01.12.2022, 01.12.2023, 01.12.2024, 01.12.2025 / Національний банк України. Excel-файли.
51. Aizenman J., Lee J. International Reserves: Precautionary vs. Mercantilist Views, Theory and Evidence. IMF Working Paper. 2005. No. WP/05/198. Washington, D.C.: International Monetary Fund. 31 p.
52. Balance of Payments of Ukraine: statistical data / National Bank of Ukraine. Excel-файл: BOP_y.xlsx.
53. Актуальні соціально-економічні проблеми в умовах невизначеності : матеріали Всеукраїнської науково-практичної конференції молодих вчених, м. Київ, 17 квітня 2026 р. Київ : Національний університет «Києво-Могилянська академія», 2026. URL: <https://ekmair.ukma.edu.ua/handle/123456789/39159>

ДОДАТКИ

Додаток А

Категорії міжнародних резервів за ступенем ліквідності

Категорія	Зміст	Ступінь ліквідності	Коментар
FX reserves (валютні резерви)	Іноземна валюта, депозити та високоліквідні цінні папери, номіновані у конвертованій іноземній валюті	Високий	Основна та найбільш оперативна частина резервів; використовується насамперед для валютних інтервенцій і покриття короткострокових зовнішніх потреб..
Gold (монетарне золото)	Монетарне золото, що перебуває у власності або під ефективним контролем монетарної влади	Середній	Високонадійний резервний актив і засіб збереження вартості, але менш оперативний у використанні, ніж FX reserves, оскільки для мобілізації часто потребує продажу, свопу або іншої трансакції.
SDR (спеціальні права запозичення)	Спеціальні права запозичення (SDR holdings), емітовані МВФ	Високий / середній	Є резервним активом у безумовній формі. Мають високий рівень надійності, але практичне використання потребує обміну на вільно використовувану валюту через механізми МВФ.
Reserve position in IMF (резервна позиція в МВФ)	Резервна позиція країни в МВФ, тобто резервна транша та інші безумовні вимоги до Фонду	Високий	Належить до найбільш ліквідних компонентів резервів, оскільки є активом у безумовній формі та може бути досить швидко мобілізований.
Other reserve assets (інші резервні активи)	Інші резервні вимоги, зокрема окремі фінансові деривативи та інші фінансові інструменти, якщо вони відповідають критеріям резервного	Змінний / нижчий	Найменш однорідна категорія. Її ліквідність залежить від конкретного інструменту, ринкових умов і ступеня фактичної доступності для негайного використання.

	активу		
--	--------	--	--

Джерело: складено автором на основі [17; 19]

Фактори, що зменшували міжнародні резерви України у 2022-2025 рр.

Фактор	Механізм впливу	Напрямок впливу	Прояв у воєнний період
Валютні інтервенції НБУ	Продаж іноземної валюти з резервів для покриття дефіциту валюти на ринку та підтримання курсової стійкості	Негативний	Систематичне від'ємне сальдо валютних інтервенцій у 2022-2025 рр.; зростання масштабів чистого продажу валюти
Дефіцит торгівлі товарами	Перевищення імпорту товарів над експортом збільшувало попит на іноземну валюту та посилювало тиск на резерви	Негативний	Скорочення експорту через війну, руйнування виробництва, блокування портів, логістичні обмеження
Дефіцит торгівлі послугами	Зростання витрат на імпорт послуг формувало додатковий попит на валюту	Негативний	Значне збільшення імпорту послуг, зокрема у 2022-2023 рр.
Витрати громадян за кордоном	Купівля валюти для розрахунків та споживання за кордоном зумовлювала вплив валюти з країни	Негативний	Різке зростання витрат за статтею «подорожі» після початку повномасштабної війни
Зростання попиту на іноземну валюту	Посилення девальваційних очікувань і структурного попиту населення та бізнесу на валюту вимагало участі НБУ на ринку	Негативний	Підвищений попит на валюту в умовах воєнної невизначеності та макрофінансових ризиків
Логістичні обмеження і проблеми експорту	Скорочення валютної виручки експортерів зменшувало пропозицію іноземної валюти на ринку	Негативний	Блокування морських шляхів, ускладнення експорту, порушення ланцюгів постачання
Виплати за	Погашення та обслуговування зовнішніх зобов'язань	Негативний	Регулярні валютні виплати держави в умовах дефіциту

зовніш- нім бо- ргом	бов'язань потребувало використання резервних активів	зовнішнього фінансування та воєнного тиску
----------------------------	--	---

Джерело: складено автором на основі [2; 22; 36; 45;].

Основні форми міжнародної фінансової підтримки України у воєнний період

Джерело підтримки	Форма підтримки	Основний напрям використання	Значення для макрофінансової стабільності
Європейський Союз	макрофінансова допомога, Ukraine Facility, кредити, гранти	фінансування дефіциту бюджету, підтримка державних видатків, стабілізація зовнішнього фінансування	забезпечував один із найбільших і найбільш системних каналів офіційної підтримки України, знижував тиск на валютний ринок і резерви
Міжнародний валютний фонд	програма розширеного фінансування (EFF), транші	підтримка платіжного балансу, резервів, макрофінансової стабільності, проведення структурних реформ	формував якір довіри до економічної політики України, прямо підтримував резервну позицію та відкривав доступ до інших джерел фінансування
Світовий банк	кредити, гранти, цільові фінансові механізми	покриття соціальних, гуманітарних і бюджетних потреб, відновлення, підтримка державних програм	забезпечував значний обсяг ресурсів для бюджету та зменшував ризик фіскальної дестабілізації
США	гранти, кредити, бюджетна підтримка	фінансування державного бюджету, соціальних і безпекових витрат	були одним із ключових донорів прямої бюджетної підтримки, що зменшувало потребу в емісійному фінансуванні та опосередковано підтримувало резерви
Інші країни-партнери та міжнародні фінансові організації	двосторонні кредити, гранти, пільгове фінансування	додаткове покриття бюджетних і відновлювальних потреб, співфінансування програм	доповнювали основні канали офіційної підтримки та підвищували стійкість зовнішнього фінансування України

Джерело: складено автором на основі [29; 33; 34; 37].

Квартальні дані для економетричної моделі NIR, Q1 2021 – Q4 2025					
Квартал	INT	AID	M2	WAR	NIR
Q1 2021	271	672	1 850	-	16 744
Q2 2021	557	672	1 910	-	17 977
Q3 2021	535	672	1 924	-	19 095
Q4 2021	603	672	2 070	-	20 767
Q1 2022	1 676	7 675	2 078	1	17 570
Q2 2022	62	7 675	2 146	1	12 951
Q3 2022	1 278	7 675	2 276	1	15 184
Q4 2022	53	7 675	2 501	1	18 322
Q1 2023	(7 182)	10 650	2 558	1	22 430
Q2 2023	(5 096)	10 650	2 728	1	26 365
Q3 2023	(6 989)	10 650	2 798	1	28 213
Q4 2023	(9 343)	10 650	3 076	1	28 381
Q1 2024	(5 829)	10 425	3 128	1	31 763
Q2 2024	(8 340)	10 425	3 260	1	26 299
Q3 2024	(9 106)	10 425	3 263	1	25 547
Q4 2024	(11 911)	10 425	3 488	1	29 102
Q1 2025	(8 982)	13 100	3 455	1	27 950
Q2 2025	(8 059)	13 100	3 594	1	30 743
Q3 2025	(8 476)	13 100	3 660	1	32 306
Q4 2025	(10 545)	13 100	4 021	1	43 327

Джерело: сформовано та розраховано автором на основі статистичних даних НБУ, Мінфіну України [22; 32; 33; 34; 37; 47; 52].