

Електронний журнал «Ефективна економіка» включено до переліку наукових фахових видань України з питань економіки (Категорія «Б», Наказ Міністерства освіти і науки України № 975 від 11.07.2019). Спеціальності – 051, 071, 072, 073, 075, 076, 292.

*Ефективна економіка. 2026. № 5.
ISSN 2307-2105*



Copyright © The Author(s). This is an open access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution License 4.0 (<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>).

DOI: <http://doi.org/10.32702/2307-2105.2026.5.145>

УДК 336.748.2:339.74

О. В. Смирна,

к. е. н., доцент кафедри фінансів і бухгалтерського обліку,

Державний університет економіки і технологій, м. Кривий Ріг, Україна

ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0001-9463-0991>

Д. В. Якушева,

здобувачка вищої освіти спеціальності

“Фінанси, банківська справа та страхування”,

Державний університет економіки і технологій, м. Кривий Ріг, Україна

ORCID ID: <https://orcid.org/0009-0005-8952-3709>

МЕХАНІЗМИ ВАЛЮТНИХ ІНТЕРВЕНЦІЙ НБУ В СИСТЕМІ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ МАКРОФІНАНСОВОЇ СТАБІЛЬНОСТІ В УМОВАХ ВОЄННОГО СТАНУ

O. Smyrna,

PhD in Economics, Associate Professor of the Department of Finance and Accounting, State University of Economics and Technology, Kryvyi Rih, Ukraine

D. Yakusheva,

Applicant for higher education specialty Finance, Banking and Insurance, State University of Economics and Technology, Kryvyi Rih, Ukraine

**NBU CURRENCY INTERVENTION MECHANISMS IN THE SYSTEM OF
ENSURING MACRO-FINANCIAL STABILITY UNDER MARTIAL LAW**

У статті досліджено роль валютних інтервенцій Національного банку України як фундаментального інструменту забезпечення макроекономічної стабільності в умовах воєнного стану. Проаналізовано вимушену трансформацію монетарних режимів: від довоєнного інфляційного таргетування до жорсткої фіксації обмінного курсу та подальшого переходу до режиму керованої гнучкості. Автори обґрунтовують, що в умовах війни інтервенції перетворилися на безальтернативний механізм покриття структурного дефіциту іноземної валюти на ринку та стабілізації цінової динаміки. На основі детального аналізу статистичних даних за період 2018–2026 років виявлено критичну функціональну залежність міжнародних резервів від ритмічності зовнішньої допомоги. Доведено високу ефективність дій регулятора у запобіганні гіперінфляції, проте наголошено на довгостроковій вразливості поточної моделі через значні обсяги щомісячного продажу валюти. Окрему увагу приділено викликам валютної лібералізації, яка створює додатковий тиск на валютну систему держави.

The article is devoted to a comprehensive study of the mechanisms and effectiveness of the currency interventions of the National Bank of Ukraine as a key instrument for maintaining the country's economic stability in conditions of full-scale armed aggression. The authors consider the transformation of the macroeconomic environment caused by the destruction of production capacities, logistical obstacles and a significant reduction in the volume of national production. The focus is on the analysis of the forced change of monetary regimes: from the policy of price targeting with free exchange rate formation to the introduction of strict administrative restrictions and fixing the value of the national currency with the subsequent transition to a regime of managed flexibility.

The theoretical basis of the study is based on the modern concept of integrated policy, developed by leading international financial institutions. This approach justifies the need for the coordinated use of currency interventions

together with interest rate policy and regulation of capital movements to overcome market dysfunctions. The article explains in detail that in conditions of deep crisis, the exchange rate ceases to function as an automatic stabilizer, which requires the regulator to play an active role in smoothing out excessive fluctuations and ensuring market liquidity.

Particular emphasis is placed on the functional transformation of interventions, which during the period of martial law turned into the main mechanism for covering the structural deficit of foreign exchange. The authors conduct a detailed analysis of the factors affecting the volume of international reserves, highlighting the role of external financial assistance, payments on public debt and revaluation of assets. It is proven that the ability of the state to maintain stability in the foreign exchange market directly depends on the rhythm and volume of grant and credit support from international partners.

The study contains a thorough analysis of the structure of official reserve assets, where the vast majority of funds are concentrated in the most liquid instruments, such as cash currency, deposits and reliable securities, which guarantees the efficiency of the regulator's actions. A separate block examines the stages of currency liberalization, which, despite its importance for the investment climate, creates additional pressure on reserves through servicing pre-war debts and capital outflows.

The conclusions of the article confirm the high effectiveness of the chosen strategy in the context of preventing financial chaos, curbing inflationary pressure, and maintaining confidence in the banking system. At the same time, the authors warn about the strategic vulnerability of the current model, which is characterized by significant monthly reserve expenditures and critical dependence on geopolitical factors and grant support volumes. The work emphasizes the difficult compromise between the need for currency liberalization for business and the need to maintain the financial strength of the state in conditions of a protracted military conflict.

Ключові слова: валютні інтервенції, макрофінансова стабільність, міжнародні резерви, керована гнучкість, валютна лібералізація, інтегрований підхід (IPF), зовнішня фінансова допомога, структурний дефіцит валюти.

Keywords: currency interventions, macro-financial stability, international reserves, managed flexibility, currency liberalization, integrated policy framework (IPF), foreign financial assistance, structural currency deficit.

Постановка проблеми у загальному вигляді та її зв'язок із важливими науковими чи практичними завданнями. Глобальні макроекономічні дестабілізаційні чинники та геополітичні кризи зумовлюють необхідність активного використання центральними банками нетрадиційних інструментів монетарної політики з метою забезпечення макрофінансової стабільності. Повномасштабне вторгнення на територію України у лютому 2022 року створило загрозу для вітчизняної економіки, спровокувавши колосальний відтік капіталу, руйнування логістичних ланцюгів та тиск на фінансові ринки.

За оцінками міжнародних організацій, масштаби та тривалість військової агресії призвели до скорочення валового внутрішнього продукту України майже на 30% у перший рік війни. Водночас втрати потенційного обсягу виробництва перевищили 150 млрд дол. США, що еквівалентно приблизно 20% довоєнного рівня економічного розвитку. Станом на кінець 2023 року обсяг прямих збитків інфраструктурі оцінювався у 152 млрд дол. США, тоді як сукупні потреби у відбудові та відновленні економіки в середньостроковій перспективі можуть сягнути 486 млрд дол. США [1].

Аналіз останніх досліджень і публікацій. В умовах глибокої кризи класичний режим інфляційного таргетування з плаваючим валютним курсом, який демонстрував ефективність у діяльності НБУ протягом 2015-2021 років, виявився неспроможним протидіяти масштабним внутрішнім і зовнішнім шокам. Традиційний механізм монетарної трансмісії, що ґрунтується на зміні

облікової ставки, втратив ефективність через руйнування виробничого потенціалу, скорочення експортних операцій та посилення панічних настроїв серед економічних суб'єктів.

З метою мінімізації ризиків макрофінансової нестабільності, дестабілізації міжнародних розрахунків, системних банкрутств у банківському секторі та інфляційного тиску, Національний банк України здійснив перехід до якісно нового режиму монетарної політики. Це передбачало тимчасову відмову від плаваючого валютного курсу, запровадження його фіксації та встановлення жорстких адміністративних обмежень на транскордонний рух капіталу [2].

У результаті зазначених вимушених заходів валютні інтервенції трансформувалися у ключовий, а на окремих етапах - безальтернативний операційний інструмент згладжування структурного дефіциту іноземної валюти на ринку та підтримання цінової стабільності. Водночас перехід від процентного каналу монетарної трансмісії до прямого використання міжнародних резервів зумовив необхідність балансування між забезпеченням нагальних потреб економіки та збереженням адекватного рівня золотовалютних резервів на майбутнє [3].

Формулювання цілей статті (постановка завдання). У таких умовах особливої актуальності набуває теоретичне осмислення сутності валютних інтервенцій як інструменту монетарної політики. Це зумовлює необхідність уточнення економічного змісту та функціонального призначення валютних інтервенцій у сучасних умовах.

Виклад основного матеріалу дослідження. Валютна інтервенція - це цілеспрямована діяльність центрального банку, що полягає у купівлі або продажу іноземної валюти на внутрішньому чи зовнішньому міжбанківському ринку з метою безпосереднього впливу на обмінний курс національної грошової одиниці, управління ліквідністю та підтримання міжнародних резервів. Цей механізм є ключовим елементом системи валютного регулювання, який дозволяє врівноважувати вартість національної

валюти щодо іноземних валют, що безпосередньо впливає на конкурентоспроможність експорту, вартість імпорту та загальний рівень інфляції [4].

Попри чітке визначення сутності валютних інтервенцій, їх ефективність та доцільність застосування значною мірою залежать від загального підходу до формування макроекономічної політики. У цьому контексті особливого значення набувають сучасні теоретичні концепції, що обґрунтовують місце валютних інтервенцій у системі державного регулювання.

Найбільш вагомим теоретичним досягненням останніх років у сфері макроекономічної політики стала розробка та імплементація Міжнародним валютним фондом інтегрованого підходу до формування політики, який передбачає узгоджене використання різних інструментів державного регулювання для забезпечення макрофінансової стабільності. У програмних документах 2023-2024 років зазначена концепція була суттєво поглиблена та систематизована, що дозволило сформувати цілісне бачення взаємодії монетарних, макропруденційних та валютних інструментів.

На відміну від традиційної парадигми, відповідно до якої ключова роль у згладжуванні зовнішніх шоків відводилася режиму гнучкого валютного курсу, а монетарна політика зосереджувалася виключно на досягненні цінової стабільності, сучасний підхід виходить із визнання обмеженості такого механізму. Зокрема, наявність структурних недосконалостей фінансових ринків, асиметрії інформації, обмеженого доступу до міжнародного капіталу та інших фрикційних чинників знижує ефективність валютного курсу як автоматичного стабілізатора економіки. У таких умовах необхідним стає застосування комплексної політики, яка передбачає поєднання процентної політики, макропруденційних заходів, регулювання руху капіталу та валютних інтервенцій [5].

У межах інтегрованого підходу особлива увага приділяється визначенню обґрунтованих випадків застосування валютних інтервенцій як інструменту стабілізаційної політики.

По-перше, інтервенції доцільні в умовах порушення нормального функціонування валютного ринку. Йдеться про ситуації різкої дестабілізації, спричиненої панічними настроями або масовим відтоком капіталу, що призводить до непропорційних коливань обмінного курсу, не зумовлених фундаментальними економічними чинниками. У таких випадках центральний банк, здійснюючи продаж міжнародних резервів, виконує функцію стабілізатора, сприяючи відновленню ліквідності та довіри на фінансовому ринку [5].

По-друге, вагомим аргументом на користь використання валютних інтервенцій є наявність значних валютних дисбалансів у балансах економічних агентів. У разі, коли підприємства або державний сектор мають істотні зобов'язання в іноземній валюті за відсутності відповідних валютних надходжень, девальвація національної валюти може істотно погіршити їхню платоспроможність. Це, у свою чергу, створює ризики системної фінансової нестабільності. За таких умов валютні інтервенції виступають інструментом пом'якшення курсових шоків та запобігання деструктивним ефектам для фінансової системи [5].

По-третє, важливим напрямом застосування валютних інтервенцій є управління інфляційними очікуваннями в економіках із підвищеним рівнем макроекономічної нестабільності. У країнах, для яких характерний високий ступінь перенесення змін валютного курсу у внутрішні ціни, його коливання швидко трансформуються у прискорення інфляційних процесів. За умов недостатнього рівня довіри до монетарної політики та нестабільності інфляційних очікувань валютні інтервенції можуть виконувати додаткову стабілізаційну функцію, сприяючи стримуванню інфляційного тиску [5].

Таким чином, інтегрований підхід до формування макроекономічної політики обґрунтовує доцільність гнучкого використання валютних

інтервенцій як складової ширшого інструментарію державного регулювання. Його ключовою перевагою є можливість підвищення ефективності політики за рахунок урахування структурних особливостей економіки, рівня розвитку фінансових ринків та характеру зовнішніх і внутрішніх шоків.

Для України, яка протягом останнього десятиліття перебуває у стані перманентного пошуку оптимального монетарного режиму, валютні інтервенції Національного банку України трансформувалися з допоміжного інструменту згладжування коливань у фундаментальний механізм забезпечення макрофінансової стабільності та цінової стійкості.

У реалізації своєї основної функції НБУ керується пріоритетністю досягнення та підтримання цінової стабільності в державі. Валютні інтервенції як інструмент монетарної політики регламентуються Постановою Правління НБУ № 26 від 31 січня 2019 року «Про затвердження Положення про здійснення валютних інтервенцій Національного банку України на валютному ринку України» [6]. Цей документ визначає інтервенції як операції з купівлі, продажу або обміну іноземної валюти на міжбанківському ринку, що проводяться для досягнення цілей монетарної політики та підтримання належного рівня міжнародних резервів. Також критично важливим є Закон України «Про валюту і валютні операції», який заклав фундамент для валютної лібералізації, розпочатої у 2019 році, та визначив межі втручання регулятора у ринкові процеси [7].

З погляду інституційної стратегії, НБУ використовує три основні типи режимів обмінного курсу залежно від фази економічного циклу та безпекової ситуації: плаваючий курс (до лютого 2022 року), жорстку фіксацію (перший етап повномасштабного вторгнення) та керовану гнучкість (сучасний етап) [8]. У кожному з цих режимів інтервенції виконують специфічні завдання - від простого накопичення резервів до активного покриття структурного дефіциту валюти, що є характерним для періоду 2024-2026 років. Стратегія валютних інтервенцій на 2016-2020 роки та наступні середньострокові орієнтири грошово-кредитної політики наголошують на тому, що НБУ не

протидіє фундаментальним ринковим тенденціям, а лише нівелює надмірну волатильність, яка може зашкодити фінансовій стабільності [9].

Практична реалізація окреслених підходів до здійснення валютних інтервенцій знаходить своє відображення у динаміці їхніх обсягів у різні періоди, що дозволяє перейти до кількісного аналізу операцій Національного банку України на валютному ринку.

Таблиця 1. Динаміка валютних інтервенцій Національного банку України за 2018-2026 роки

Рік	Обсяг продажу (млн. дол)	Обсяг купівлі (млн. дол)	Сальдо (продаж - купівля)
2018	1801,82	3173,78	-1371,96
2019	529,23	8462,6	-7933,37
2020	3891	4929	-1038
2021	1275,7	3690,7	-2415
2022	26380,59	3267,95	23112,64
2023	28829,73	219,85	28609,88
2024	35312,64	126,28	35186.36
2025	36103,47	42,15	36061.32
2026	9680,18	-	9680.18

Джерело: сформовано на основі [10]

Аналіз даних таблиці 1 свідчить про те, що 2019 рік став рекордним за обсягами чистої купівлі валюти регулятором (майже 8 млрд USD), що було безпосереднім результатом лібералізації доступу нерезидентів до ринку облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП). Така політика дозволила не лише зміцнити гривню, а й створити значну «подушку безпеки» у формі резервів. Проте пандемічна криза 2020 року змусила регулятора збільшити продажі валюти для стримування девальваційного тиску, хоча за підсумками року НБУ все одно залишився в позиції чистого покупця.

До кінця 2021 року міжнародні резерви утримувалися на стабільному рівні, забезпечуючи понад три місяці майбутнього імпорту, що відповідає міжнародним стандартам достатності.

Еволюція монетарного ландшафту в цей період демонструвала здатність НБУ балансувати між інтересами експортерів та необхідністю стримування інфляції. Використання облікової ставки як головного інструменту таргетування інфляції супроводжувалося інтервенціями як допоміжним механізмом, що дозволяло ринку самостійно знаходити рівноважну точку курсу в більшості випадків. Цей досвід став критично важливим для розуміння того, як ринок реагує на втручання регулятора, що згодом було використано при розробці стратегії «керованої гнучкості».

24 лютого 2022 року стало точкою радикального зламу у функціонуванні валютного ринку України. У відповідь на повномасштабне вторгнення РФ Національний банк був змушений припинити режим плаваючого курсоутворення та перейти до жорсткої фіксації офіційного курсу гривні до долара США. Першочерговим завданням такого кроку було запобігання паніці, стримування відтоку капіталу та забезпечення безперебійного функціонування критичного імпорту.

Початкова фіксація на рівні 29,25 UAH/USD утримувалася до липня 2022 року, після чого регулятор провів девальвацію на 25% до рівня 36,57 UAH/USD. Ця корекція була обумовлена значним вичерпанням резервів та необхідністю вирівнювання офіційного курсу з ринковими реаліями, адже готівковий ринок демонстрував значне відхилення [11]. Валютні інтервенції в цей період набули абсолютно іншої природи - вони стали єдиним джерелом пропозиції валюти на міжбанку, оскільки експортна виручка різко скоротилася, а попит на валюту з боку енергетичних компаній та держави зріс.

Дані за 2022 та 2023 роки демонструють колосальний масштаб втручання НБУ. Якщо у 2021 році чиста купівля становила 2,4 млрд дол, то у 2022 році чистий продаж перевищив 23 млрд дол, а у 2023 році сягнув понад 28,6 млрд дол. Це підтверджує, що в умовах війни валютні інтервенції виконують роль фундаментального компенсатора структурного дефіциту. Ефективність цих заходів була підтримана значними обсягами міжнародної

допомоги, що дозволяло НБУ проводити інтервенції без критичного обвалу резервів.

Зміна курсового режиму та поступова лібералізація валютного ринку створили нові умови функціонування валютної системи України, що зумовлює необхідність подальшого аналізу динаміки міжнародних резервів та масштабів валютних інтервенцій як ключових індикаторів ефективності монетарної політики.

Перехід до режиму «керованої гнучкості» 3 жовтня 2023 року став результатом успішної адаптації економіки та стабілізації очікувань. У межах цього режиму НБУ перестав гарантувати незмінність курсу, дозволивши йому коливатися під впливом попиту та пропозиції, але при цьому зберігаючи активну присутність на ринку для згладжування надмірних піків. Це рішення дозволило ринку знову стати механізмом розподілу ресурсів та повернуло бізнесу відчуття валютного ризику, що є необхідним для здорового функціонування економіки [9].

Паралельно зі зміною курсового режиму Національний банк України розпочав поетапну реалізацію стратегії пом'якшення валютних обмежень, що має поступовий характер і залежить від макроекономічних передумов, зокрема стабільності валютного ринку, рівня міжнародних резервів та збалансованості платіжного балансу. Такий підхід спрямований на мінімізацію ризиків фінансової дестабілізації.

Перший етап був орієнтований на зниження диспропорцій валютного ринку та підтримку зовнішньоекономічної діяльності. Зокрема, було розширено строки розрахунків за експортно-імпортними операціями, дозволено використання акредитивів, передоплату іноземних кредитів і виплати за страхуванням воєнних ризиків, що сприяло частковій нормалізації ринку та активізації бізнесу [12].

Другий етап передбачає розширення фінансових можливостей підприємств і управління валютними ризиками. Важливим інструментом стало запровадження «кредитного ліміту» на основі нових валютних

надходжень, що дозволяє обмежено обслуговувати «старі» борги, здійснювати розрахунки за довоєнними імпортними контрактами та стимулювати приплив капіталу. Це сприяє відновленню довіри інвесторів при збереженні контролю за валютними потоками [12].

Третій етап передбачає повну валютну лібералізацію, включаючи зняття обмежень на погашення кредитів, розширення транскордонних операцій та розвиток фінансових ринків, що забезпечить інтеграцію у світову економіку [13].

Водночас реалізація цієї стратегії має двосторонній вплив на макрофінансову стабільність: з одного боку, вона стимулює інвестиції та економічне відновлення, з іншого - підвищує попит на іноземну валюту, що потребує активніших інтервенцій НБУ та може створювати тиск на міжнародні резерви.

Для емпіричного підтвердження теоретичних висновків та оцінки реального масштабу дій НБУ необхідно провести детальний статистичний аналіз офіційних даних щодо міжнародних резервів України та обсягів валютних інтервенцій.

Незважаючи на руйнівний вплив війни, падіння ВВП та масштабний структурний дефіцит валюти, завдяки макрофінансовій підтримці міжнародних донорів резерви України досягли історичних максимумів. Динаміка валових та чистих міжнародних резервів подана у Таблиці 2.

Аналіз темпів приросту демонструє високу циклічність і волатильність, що корелює з графіком отримання макрофінансової допомоги. Наприклад, стрибки у травні (+10,17%) та грудні 2025 року (+10,58%) прямо пов'язані з надходженням великих траншів від ЄС та Світового банку. Водночас місяці, коли допомога затримується або зменшується (червень, серпень 2025 р., лютий 2026 р.), демонструють стрімке падіння показників (на 4-5% щомісяця), оскільки резерви активно витрачаються на валютні інтервенції.

**Таблиця 2. Динаміка міжнародних резервів України
(березень 2025 - лютий 2026)**

Дата звітності	Валові міжнародні резерви (Gross Reserves), млрд дол. США	Чисті міжнародні резерви (Net Reserves), млрд дол. США	Темп приросту валових резервів (м/м), %	Спред між валовими та чистими резервами, млрд дол. США
01.03.2025	40,15	25,61	-	14,54
01.04.2025	42,38	27,95	+5,55%	14,43
01.05.2025	46,69	32,04	+10,17%	14,65
01.06.2025	44,55	29,97	-4,58%	14,58
01.07.2025	45,07	30,74	+1,17%	14,33
01.08.2025	43,03	28,4	-4,53%	14,63
01.09.2025	46,04	31,47	+6,99%	14,57
01.10.2025	46,64	32,31	+1,30%	14,33
01.11.2025	49,52	35,4	+6,18%	14,12
01.12.2025	54,76	40,72	+10,58%	14,04
01.01.2026	57,3	43,33	+4,64%	13,97
01.02.2026	57,67	43,75	+0,65%	13,92
01.03.2026	54,75	40,98	-5,06%	13,77

Джерело: сформовано на основі [14]

Окремої уваги заслуговує спред між валовими та чистими резервами. Чисті резерви не включають зобов'язання перед МВФ та іншими короткостроковими кредиторами. Стабільність цього спреду у діапазоні 13,7-14,6 млрд дол. США свідчить про те, що зростання валових резервів відбувається паралельно зі зростанням власного (чистого) ресурсу держави, а не лише за рахунок накопичення нових короткострокових боргів. Поступове зменшення спреду на початку 2026 року (до 13,77 млрд дол.) відображає успішне планове погашення заборгованостей перед МВФ.

Виявлені тенденції динаміки міжнародних резервів та їх залежність від зовнішнього фінансування й інтервенційної політики НБУ потребують подальшого поглибленого аналізу їхньої внутрішньої структури, що дозволяє оцінити якість та ліквідність резервних активів.

Таблиця 3. Структура офіційних міжнародних резервів України за активами (дані на 31 грудня 2025 року)

Компонент резервів	Обсяг (млн дол. США)	Питома вага (%)
1. Активи в іноземній валюті, у тому числі:	53409,67	93,21%
а. Цінні папери	25676,03	44,81%
б. Валюта та депозити	27733,64	48,40%
2. Резервна позиція в МВФ	0,33	0,00%
3. Спеціальні права запозичення (СПЗ)	14,77	0,03%
4. Монетарне золото	3877,64	6,77%
УСЬОГО (Валові резерви)	57302,41	100,00%

Джерело: сформовано на основі [15].

Згідно даних, представлених у таблиці 3, структура резервів НБУ цілком відповідає завданням оперативного реагування на ринкові шоки в умовах війни. Понад 93% резервів сконцентровано у високоліквідних інструментах - іноземній валюті та депозитах (48,4%), а також у цінних паперах (44,81%). Саме ця ліквідна подушка (валюта та депозити) забезпечує НБУ здатність щоденно виходити на міжбанківський ринок із мільярдними інтервенціями без необхідності термінового та потенційно збиткового продажу довгострокових активів чи золота (яке займає лише 6,77% портфеля). Така консервативна диверсифікація є оптимальною для збереження прибутковості та гарантування миттєвого доступу до ліквідності.

Щоб зрозуміти механіку виснаження та поповнення міжнародних резервів у площині застосування валютних інтервенцій, розкладемо зміну резервів на ключові компоненти. Математичну тотожність зміни резервів у періоді можна записати як:

$$\Delta R_t = FA_t - FXI_t - DS_t + Rev_t \quad (1)$$

де:

- FA_t (Foreign Assistance) - надходження іноземної валюти на рахунки Уряду (кредити, гранти, розміщення валютних ОВДП);

- FXI_t (Foreign Exchange Interventions) - чистий продаж валюти Національним банком на внутрішньому ринку (оскільки це відтік з резервів, береться зі знаком мінус);

- DS_t (Debt Service) - виплати уряду та НБУ на обслуговування і погашення зовнішнього і внутрішнього валютного боргу;

- Rev_t (Revaluation) - переоцінка вартості фінансових інструментів унаслідок коливань курсу та ринкової вартості.

Ця математична модель ілюструє всю макроекономічну драму управління економікою в стані війни. Структурний дефіцит валюти на ринку є величезним і невідворотним. Щомісяця Національний банк України змушений «спалювати» на міжбанківському ринку від 2,6 до 3,4 мільярдів доларів США виключно для того, щоб задовольнити попит імпортерів та підтримати політику керованої гнучкості курсу.

**Таблиця 4. Декомпозиція факторів зміни міжнародних резервів НБУ
(грудень 2025 - лютий 2026), млрд дол. США**

Фактор впливу	Грудень 2025	Січень 2026	Лютий 2026	Вектор впливу
Надходження на рахунки Уряду (FA _t)	+6,915	+3,124	+1,000	Позитивний
з них: Світовий банк / ініціатива ERA	3,91	н/д	0,691	
з них: Європейський Союз	2,7	н/д	н/д	
з них: Розміщення валютних ОВДП	н/д	н/д	0,31	
Чистий продаж валюти НБУ (FXI _t)	-3,354*	-2,659*	-2,989	Негативний
Виплати за валютним боргом (DS _t)	-1,889*	-0,482	-1,084	Негативний
з них: Погашення/обслуговування ОЗДП/ОВДП та інші	н/д	0,31	0,804	
з них: Виплати МВФ	171,4 млн	171,6 млн	279,7 млн	
Переоцінка активів (Rev _t)	+1,162	+0,396*	+0,153	Позитивний
Фактична зміна резервів (ΔR_t)	+2,834	+0,379	-2,92	

Джерело: сформовано на основі [16].

У грудні 2025 року та січні 2026 року Україна отримала потужні транші макрофінансової допомоги (FA_t), зокрема 3,91 млрд дол через Світовий банк та 2,7 млрд дол від ЄС у грудні, і ще 3,124 млрд дол у січні. Ці

масивні вливання з надлишком перекрили і шалені витрати на інтервенції (FXI_t), і виплати за боргами (DS_t), що дозволило резервам зрости.

Проте лютий 2026 року став індикативним прикладом крихкості цієї системи. Зовнішні надходження різко скоротилися до 1,0 млрд доларів США (переважно завдяки ініціативі G7 ERA та розміщенню ОВДП). Водночас обсяг інтервенцій залишався стабільно високим - майже 3 млрд доларів. Додатково Уряд здійснив планові боргові виплати на суму понад 1 млрд доларів. Як наслідок рівняння, резерви миттєво скоротилися на 5%, або на 2,92 млрд дол. США. Цей розрахунок доводить: політика валютних інтервенцій НБУ є повністю функціонально залежною від ритмічності іноземної грантової та кредитної допомоги. Власні генератори валюти (експорт) в умовах війни не здатні самостійно фінансувати життєдіяльність економіки та потреби оборони.

За критеріями кризового управління, дії Національного банку України слід визнати високоефективними.

Своєчасна реакція НБУ - фіксація курсу на початку війни з подальшим переходом до керованої гнучкості, підкріплена постійними інтервенціями, - дозволила уникнути найгіршого сценарію розвитку подій: валютно-фінансової кризи, розгортання паніки та гіперінфляції. НБУ продемонстрував високий ступінь відповідальності та креативності, що забезпечило довіру до центрального банку як інституції. Завдяки прив'язці інфляційних очікувань до контрольованого курсового коридору, НБУ вдалося збити інфляцію з понад 26% у 2022 році до 5,8% наприкінці 2023 року. Збереження контрольованої цінової динаміки є фундаментальним доказом ефективності обраного інструментарію.

Незважаючи на очевидні тактичні успіхи, з позиції довгострокової макроекономічної стійкості модель, що спирається на постійні масштабні валютні інтервенції, містить приховані вразливості, які ставлять під сумнів її довгострокову ефективність.

Фундаментальна проблема полягає у швидкості «спалювання» резервів. Як довів проведений розрахунковий аналіз (Таблиця 4), структурний дефіцит

валюти вимагає від НБУ продавати близько 3 мільярдів доларів США щомісяця (понад 35 мільярдів доларів на рік). Згідно з дослідженнями, такі високі обсяги інтервенцій супроводжуються колосальним тиском на національну валюту і є економічно нестійкими без перманентної донорської підтримки.

Крім того, послідовна валютна лібералізація, хоча й є необхідною умовою для покращення інвестиційного клімату та стимулювання припливу капіталу, об'єктивно посилює тиск на міжнародні резерви. Дозвіл на обслуговування зовнішніх зобов'язань минулих періодів та здійснення переказів нерезидентам означає, що частина іноземної валюти, яка акумулюється на міжбанківському ринку та підтримується інтервенціями НБУ, фактично трансформується у відтік капіталу з країни. За умов обмеженого експортного потенціалу та високої залежності валютного ринку від зовнішнього фінансування кожна одиниця валюти, реалізована на міжбанку, значною мірою формується за рахунок міжнародної фінансової допомоги або запозичень.

У таких умовах спрямування валютних ресурсів на погашення корпоративних зобов'язань приватного сектору може розглядатися як дискусійне з точки зору ефективності їх використання в період воєнного стану, коли пріоритетом є забезпечення критичного імпорту та макрофінансової стабільності.

Висновки та перспективи подальших розвідок у даному напрямі. Грунтуючись на теоретичному узагальненні, аналізі міжнародного досвіду, зокрема в межах Інтегрованої концепції політики МВФ, а також на основі розрахунково-статистичного опрацювання даних за 2022-2026 роки, можна сформулювати такі системні висновки щодо ефективності валютних інтервенцій Національного банку України:

В умовах повномасштабного вторгнення та руйнування інституційних ринкових зв'язків, валютні інтервенції перестали бути виключно інструментом згладжування курсових коливань або управління портфельним балансом. Вони перетворилися на безальтернативний механізм фінансування структурного

дефіциту торгівельного балансу. Рішення НБУ про відмову від плаваючого курсу на користь фіксації, а згодом - керованої гнучкості, цілком відповідає як світовому досвіду кризового менеджменту, так і концепції МВФ.

Застосування масштабних валютних інтервенцій продемонструвало високу ефективність як інструмента антикризової макроекономічної політики. Політика Національного банку України була інституційно узгоджена з програмами зовнішньої фінансової підтримки. Це сприяло стабілізації інфляційних очікувань, зниженню інфляції до низьких значень, уникненню множинності валютних курсів і підтриманню довіри до банківської системи.

Результати факторного аналізу динаміки міжнародних резервів виявляють критичну залежність їх стабільності від обсягів зовнішнього фінансування. Систематичні чисті валютні інтервенції формують сталий відтік резервів, який компенсується виключно за рахунок зовнішніх надходжень. Таким чином, стійкість моделі визначається умовою перевищення або принаймні відповідності обсягів фінансової допомоги сумарним потребам у валютних інтервенціях та обслуговуванні державного боргу. Зниження інтенсивності зовнішнього фінансування здатне оперативно трансформуватися у прискорене скорочення резервів, що створює ризики для макрофінансової стабільності.

Поступова лібералізація валютного регулювання, яка реалізується в післякризовий період, формує складний політичний та економічний компроміс. З одного боку, вона є необхідною передумовою відновлення інвестиційної активності, розвитку зовнішньоекономічних зв'язків і інтеграції у глобальні фінансові ринки. З іншого боку, розширення можливостей транскордонного руху капіталу об'єктивно посилює тиск на валютний ринок і підвищує потребу в інтервенціях для підтримання курсової стабільності в умовах режиму керованої гнучкості. Відтак ефективність подальшої лібералізації безпосередньо залежить від синхронізації з динамікою зовнішнього фінансування та загальною макрофінансовою ситуацією.

Література

1. Two years of war: The state of the Ukrainian economy in ten charts / European Parliament. URL: [https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document/IPOL_BRI\(2024\)747858](https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document/IPOL_BRI(2024)747858) (Accessed 10.03.2026).
2. OECD (2025), *OECD Economic Surveys: Ukraine 2025*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/940cee85-en>.
3. Posmitna, M. (2024). Efficiency of monetary policy implementation as a basis for central bank stabilisation policy under martial law (ukrainian and israeli practices). *Baltic Journal of Economic Studies*, 10(3), 289-294. <https://doi.org/10.30525/2256-0742/2024-10-3-289-294>
4. Квасницька , Р., Іщук , О. (2025). Інструментарій регулятивного впливу центрального банку на валютний ринок країни . *Науково-теоретичний альманах Грані*, 28(3), 103-113. <https://doi.org/10.15421/172575>
5. Integrated Policy Framework. *IMF*. URL: <https://www.imf.org/en/topics/ipf-integrated-policy-framework> (Accessed 11.03.2026).
6. Про затвердження Положення про здійснення валютних інтервенцій Національного банку України на валютному ринку України : Постанова Нац. банку України від 31.01.2019 № 26: станом на 16 груд. 2023 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0026500-19#Text> (дата звернення: 28.03.2026).
7. Про валюту і валютні операції : Закон України від 21.06.2018 №2473-VIII : станом на 1 січ. 2026 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2473-19#Text> (дата звернення: 28.03.2026).
8. About Monetary Policy. *National Bank of Ukraine*. URL: <https://bank.gov.ua/en/monetary/about> (Accessed 28.03.2026)
9. National Bank of Ukraine. What does the NBU plan to do with the exchange rate and FX restrictions?. *National Bank of Ukraine*.

URL: <https://bank.gov.ua/en/news/all/scho-nbu-planuye-robiti-z-kursom-ta-valyutnimi-obmejennyami> (Accessed 28.03.2026).

10. Результати валютних інтервенцій НБУ (2018-2026). URL: <https://index.minfin.com.ua/ua/banks/nbu/intervention/> (дата звернення: 24.03.2026).

11. de Groot, O., Skok, Y. (2025). Foreign exchange regimes in (normal times and) times of war: Insights from Ukraine, Working Paper in Economics, 202501. University of Liverpool. <https://www.liverpool.ac.uk/media/livacuk/schoolofmanagement/departmentofeconomics/workingpapers/ECON,WP,202501,de,Groot.pdf>

12. Краснова, І., Громницька, І., Нікітін, А., Ходакевич, С., & Шевалдіна, В. (2023). Монетарні антикризові заходи в умовах воєнного стану в Україні. *Financial and Credit Activity Problems of Theory and Practice*, 4(51), 274-287. <https://doi.org/10.55643/fcaptp.4.51.2023.4100>

13. FX restrictions and exchange rate policy. *National Bank of Ukraine*. URL: <https://bank.gov.ua/en/markets/liberalization> (Accessed 28.03.2026).

14. Динаміка міжнародних резервів. *Національний банк України*. URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/international-reserves-allinfo/dynamics> (дата звернення: 26.03.2026).

15. Золотовалютні резерви України (2025) URL: <https://index.minfin.com.ua/ua/finance/assets/2025/> (дата звернення: 28.03.2026).

16. National Bank of Ukraine. Ukraine's International Reserves Increased by More Than 30% to USD 57.3 billion in 2025. *National Bank of Ukraine*. URL: <https://bank.gov.ua/en/news/all/mijnarodni-rezervi-ukrayini-zrosli-uprodovj-2025-roku-na-ponad-30-do-573-mlrd-dol-ssha> (Accessed 28.03.2026).

References

1. European Parliament (2024), “ Two years of war: The state of the Ukrainian economy in ten charts ”, available at:

[https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document/IPOL_BRI\(2024\)747858](https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document/IPOL_BRI(2024)747858)
(Accessed 10.03.2026).

2. OECD (2025), OECD Economic Surveys: Ukraine 2025, OECD Publishing, Paris. <https://doi.org/10.1787/940cee85-en>.

3. Posmitna, M. (2024), “Efficiency of monetary policy implementation as a basis for central bank stabilisation policy under martial law (ukrainian and israeli practices)”, Baltic Journal of Economic Studies, vol. 10(3), pp. 289-294. <https://doi.org/10.30525/2256-0742/2024-10-3-289-294>

4. Kvasnyts'ka, R. and Ischuk, O. (2025), “Tools for the regulatory influence of the central bank on the country's foreign exchange market”, Naukovo-teoretychnyj al'manakh Hrani, vol. 28(3), pp. 103-113. <https://doi.org/10.15421/172575>

5. IMF (2026), “Integrated Policy Framework”, available at: <https://www.imf.org/en/topics/ipf-integrated-policy-framework> (Accessed 11.03.2026).

6. National Bank of Ukraine (2019), “On approval of the Regulation on currency interventions of the National Bank of Ukraine in the foreign exchange market of Ukraine”, available at: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0026500-19#Text> (Accessed 28.03.2026).

7. Verkhovna Rada of Ukraine (2018), The Law of Ukraine “About currency and currency operations”, available at: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2473-19#Text> (Accessed 28.03.2026).

8. National Bank of Ukraine (2026), “About Monetary Policy”, available at: <https://bank.gov.ua/en/monetary/about> (Accessed 28.03.2026)

9. National Bank of Ukraine (2026), “What does the NBU plan to do with the exchange rate and FX restrictions?”, available at: <https://bank.gov.ua/en/news/all/scho-nbu-planuye-robiti-z-kursom-ta-valyutnimi-obmejennyami> (Accessed 28.03.2026).

10. Minfin (2026), “Results of NBU foreign exchange interventions (2018-2026)”, available at: <https://index.minfin.com.ua/ua/banks/nbu/intervention/> (Accessed 24.03.2026).

11. de Groot, O. and Skok, Y. (2025). “Foreign exchange regimes in (normal times and) times of war: Insights from Ukraine”, Working Paper in Economics, 202501, University of Liverpool, available at: <https://www.liverpool.ac.uk/media/livacuk/schoolofmanagement/departamentofeconomics/workingpapers/ECON,WP,202501,de,Groot.pdf> (Accessed 28.03.2026).

12. Krasnova, I., Hromnyts'ka, I., Nikitin, A., Khodakevych, S., & Shevaldina, V. (2023), “Monetary anti-crisis measures under martial law in Ukraine”, Financial and Credit Activity Problems of Theory and Practice, vol. 4(51), pp. 274-287. <https://doi.org/10.55643/fcaptp.4.51.2023.4100>

13. National Bank of Ukraine (2026), “FX restrictions and exchange rate policy”, available at: <https://bank.gov.ua/en/markets/liberalization> (Accessed 28.03.2026).

14. National Bank of Ukraine (2026), “Dynamics of international reserves”, available at: <https://bank.gov.ua/ua/markets/international-reserves-allinfo/dynamics> (Accessed 26.03.2026).

15. Minfin (2025), “Gold and foreign exchange reserves of Ukraine”, available at: <https://index.minfin.com.ua/ua/finance/assets/2025/> (Accessed 28.03.2026).

16. National Bank of Ukraine (2025), “Ukraine's International Reserves Increased by More Than 30% to USD 57.3 billion in 2025”, available at: <https://bank.gov.ua/en/news/all/mijnarodni-rezervi-ukrayini-zrosli-uprodovj-2025-roku-na-ponad-30-do-573-mlrd-dol-ssha> (Accessed 28.03.2026).

Отримано редакцією журналу / Received: 10.05.26

Прорецензовано / Revised: 20.05.26

Дата публікації / Published: 26.05.26