МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ОДЕСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ

Кафедра банківської справи

Допущено до захисту
Завідувач кафедри
_____
(підпис)
“___”_____20___ р.

КВАЛІФІКАЦІЙНА РОБОТА
на здобуття освітнього ступеня бакалавра
зі спеціальності **072 Фінанси, банківська справа та страхування**
за освітньою програмою **Міжнародний банківський бізнес**

на тему: **«Міжнародні резерви центрального банку та їх вплив на національну економіку»**

Виконавець:
студент 43 групи факультету ФБС
Погорєлова Марина Юріївна _____
/підпис/

Науковий керівник:
к.е.н., доцент
Деркач Юлія Борисівна _____
/підпис/

Одеса 2024

АНОТАЦІЯ

Погорєлова М. Ю. «Міжнародні резерви центрального банку та їх вплив на національну економіку».

Кваліфікаційна робота на здобуття освітнього ступеня бакалавра зі спеціальності «072 Фінанси, банківська справа та страхування» за освітньою програмою «Міжнародний банківський бізнес». – Одеський національний економічний університет. – Одеса, 2024.

У роботі розглядається теоретико-методичне підґрунтя формування міжнародних резервів центрального банку, а саме їх сутність, необхідність для національної економіки, склад, структура, призначення та функції. Запропоновано власну дефініцію досліджуваної категорії. Проаналізовано такі практичні засади формування міжнародних резервів України, як їх накопичення, витрачання, структурування та достатність за період 2002-2023 рр. Розроблено модель множинної лінійної регресії, на основі чого підтверджено й обчислено позитивний вплив міжнародних резервів на вітчизняну економіку. Досліджено, узагальнено та порівняно світові тенденції формування міжнародних резервів, зокрема в Ізраїлі, Польщі та Україні з огляду на вимоги достатності. Оцінено їх фактичні та перспективні джерела поповнення на національному рівні. Виявлено шляхи оптимізації рівня міжнародних резервів України з огляду на військові ризики та розроблено відповідні рекомендації на стратегічному, тактичному та оперативному рівнях планування.

***Ключові слова**:* міжнародні резерви, золотовалютні резерви, центральний банк, критерії достатності міжнародних резервів, національна економіка, модель множинної лінійної регресії

ANNOTATION

Pohorielova M. "International reserves of a central bank and their impact on the national economy".

Qualifying work on obtaining a bachelor's degree in the specialty «072 Finance, Banking and Insurance» for the educational program «International Banking». – Odessa National Economics University. – Odesa, 2024.

The work examines the theoretical and methodological foundations of international reserves' formation by a central bank, namely their identity, necessity for the national economy, composition, structure, objectives, and functions. The tailored definition of the researched category is proposed. The practical principles of the Ukrainian international reserves' formation, such as their accumulation, spending, structuring, and adequacy during the period 2002-2023, are analysed. The multiple linear regression model is developed, based on which the positive impact of international reserves on the national economy is approved and estimated. Global trends in international reserves accumulation, particularly in Israel, Poland, and Ukraine given the adequacy requirements, are studied, summarized, and compared. At the national level, their current and prospective replenishment sources are considered. The ways to optimize the Ukrainian international reserves' holding under military risks are identified and relevant recommendations are developed throughout the strategic, tactic and operation levels of planning.

Keywords: international reserves, gold and foreign exchange reserves, central bank, international reserves adequacy criteria, national economy, multiple linear regression model

ЗМІСТ

ВСТУП ……. 4
РОЗДІЛ 1 ТЕОРЕТИКО-МЕТОДИЧНІ ЗАСАДИ ФОРМУВАННЯ МІЖНАРОДНИХ РЕЗЕРВІВ ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКУ 6
1.1. Сутність міжнародних резервів центрального банку та необхідність їх формування 6
1.2. Склад, структура та функції міжнародних резервів центрального банку 14
Висновки до розділу 1…… 24
РОЗДІЛ 2 ПРАКТИЧНІ АСПЕКТИ ФОРМУВАННЯ МІЖНАРОДНИХ РЕЗЕРВІВ УКРАЇНИ ТА МОДЕЛЮВАННЯ ЇХ ВПЛИВУ НА НАЦІОНАЛЬНУ ЕКОНОМІКУ 25
2.1. Аналіз динаміки накопичення, використання та структурування міжнародних резервів України 25
2.2. Оцінка міжнародних резервів НБУ за різними критеріями достатності 34
2.3. Моделювання впливу обсягу міжнародних резервів України на розвиток національної економіки 42
Висновки до розділу 2…… 52
РОЗДІЛ 3 НАПРЯМИ ОПТИМІЗАЦІЇ МІЖНАРОДНИХ РЕЗЕРВІВ УКРАЇНИ З МЕТОЮ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ФУНКЦІОНУВАННЯ ВОЄННОЇ ЕКОНОМІКИ 54
3.1. Світовий досвід формування достатнього рівня міжнародних резервів в умовах ведення війни 54
3.2. Розробка рекомендацій щодо формування НБУ достатнього рівня міжнародних резервів в умовах воєнного стану 63
Висновки до розділу 3…… 72
ВИСНОВКИ 74
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ…… 79
ДОДАТКИ…… 87

ВСТУП

Валютні відносини є невід'ємною складовою сучасної ринкової економіки відкритого типу, але досягнення мети забезпечення стійких темпів її зростання потребує їх відповідального регулювання та нагляду, тобто провадження валютної політики центрального банку. До провідних елементів валютної політики з огляду на властивості нівелювання ринкових ризиків та пом'якшення економічних шоків належать державні міжнародні (золотовалютні) резерви.

Оскільки сучасний етап розвитку світової економіки характеризується загостренням фінансово-економічних криз, торговельних війн та економічної нерівності, то дослідження процесів формування, структурування та використання міжнародних резервів як фонду самострахування національної економіки стає все більш на часі. Проте найвищої актуальності означена проблематика набуває в Україні через колізії економічного розвитку з моменту здобуття незалежності в 1991 році до введення воєнного стану з 2022 року.

До того ж, варто наголосити, що попри вагомий внесок вітчизняних і зарубіжних науковців у дослідження міжнародних резервів, проблеми оцінки їх достатності та моделювання впливу на українську економіку потребують подальшого висвітлення з урахуванням сучасних викликів.

Метою кваліфікаційної роботи є аналіз теоретико-методичних і практичних аспектів формування міжнародних резервів центрального банку, обґрунтування їх впливу на розвиток національної економіки та виявлення шляхів оптимізації їх рівня в сучасних умовах в Україні.

Завдання кваліфікаційної роботи полягають у тому, щоб:

- з'ясувати сутність і необхідність формування міжнародних резервів;
- визначити складові міжнародних резервів і їх функції;
- проаналізувати динаміку формування, структурування та використання міжнародних резервів Національного банку України (НБУ);

- оцінити динаміку рівня міжнародних резервів НБУ з огляду на традиційні та альтернативні критерії достатності;
- перевірити та оцінити характер і ступінь впливу динаміки обсягу міжнародних резервів НБУ в комплексі макроекономічних чинників на розвиток національної економіки України;
- проаналізувати та узагальнити світовий досвід формування міжнародних резервів в нормальних умовах та в період воєнного стану;
- оцінити джерела поповнення міжнародних резервів НБУ та розробити відповідні рекомендації для їх формування на достатньому рівні.

Об'єктом дослідження є економічні відносини, які виникають з приводу операцій центрального банку з міжнародними резервами.

Предмет дослідження – теоретико-методичні та практичні засади формування та використання міжнародних резервів НБУ.

Методи. Для здійснення дослідження на теоретичному та практичному рівнях застосовано такі методи: історичний; термінологічний; системний; аналізу та синтезу; індукції та дедукції; графічний; статистичного моделювання.

Інформаційною базою дослідження є вітчизняні та міжнародні наукові публікації (О. В. Дзюблюка, В. В. Козюка, А. Т. Грицишин, B. J. Eichengreen, S. Arslanalp та ін.); законодавство України (Закони Верховної Ради, Постанови Національного банку, Декрети Кабінету Міністрів); методичні та аналітичні матеріали державних органів України (Національного банку, Державної служби статистики, Міністерства фінансів, Державної служба геології та надр) та міжнародного рівня (Світового банку, Міжнародного валютного фонду, Всесвітньої ради по золоту).

Результати дослідження оприлюднено на V Всеукр. наук.-практ. Інтернет-конференції «Сучасні гроші, банківські послуги та фінансові інновації в умовах інтеграції України в ЄС» (м. Київ, 12 квітня 2023 р.), IX Міжнар. наук.-практ. Інтернет-конференції «Економіка, фінанси, банківська справа та освіта: актуальні питання розвитку, досягнення та інновації» (м. Одеса, 4-5 квітня 2024 р.), а також опубліковано в науковій статті.

РОЗДІЛ 1
ТЕОРЕТИКО-МЕТОДИЧНІ ЗАСАДИ ФОРМУВАННЯ МІЖНАРОДНИХ РЕЗЕРВІВ ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКУ

1.1. Сутність міжнародних резервів центрального банку та необхідність їх формування

Зазвичай перший рівень банківської системи країни представлений її центральним банком, який виконує низку функцій для досягнення цільових орієнтирів загальноекономічного значення. Зокрема, центральний банк здійснює валютну політику шляхом регулювання та нагляду у сфері валютних відносин з метою забезпечити стабільне економічне зростання, підтримку цінової та курсової стабільності, рівновагу платіжного балансу. Одним із важливих елементів валютної політики виступають міжнародні резерви.

Міжнародні (золотовалютні) резерви становлять частину національного багатства держави та формуються для забезпечення комплексу потреб її економіки, а також самострахування від зовнішніх та внутрішніх потрясінь. Глобальні економічні проблеми сучасності, як фінансово-економічні кризи, торговельні війни й економічна нерівність, відображають нагальну потребу в дослідженні особливостей формування міжнародних резервів для досягнення їх позитивного впливу на національну економіку. Зважаючи на турбулентний процес розвитку вітчизняної економіки з 1991 року та після запровадження воєнного стану в 2022 році, в Україні цей напрям стає особливо актуальним.

Феномен міжнародних резервів досліджують провідні українські та зарубіжні вчені, зокрема О. В. Дзюблюк, В. В. Козюк, А. Т. Грицишин, М. М. Король, В. О. Степанова, Л. В. Сус і Ю. Ю. Сус, B. J. Eichengreen, S. Arslanalp та інші. Тим не менш, проблеми оцінки достатності золотовалютних резервів Національного банку України (НБУ) та моделювання їх впливу на економічний розвиток потребують подальшого висвітлення з урахуванням сучасних викликів.

З метою проведення такого дослідження слід спершу проаналізувати теоретико-методичні основи формування міжнародних резервів центрального банку (скорочено МР або ЗВР від «золотовалютні резерви»). Оскільки підходи до розуміння їх сутності викристалізовувались впродовж тривалого часу, а саме під впливом трансформації валютної системи з XIX століття дотепер, доречно охарактеризувати основні етапи цього процесу (табл. 1.1).

Таблиця 1.1

Трансформація підходів до визначення сутності міжнародних резервів центральних банків країн світу

№	Етапи розвитку валютної системи	Період	Характеристика сутності міжнародних резервів центрального банку
I.	Система «золотого стандарту»	Кінець XIX – початок XX ст.	Ототожнення із золотими резервами
II.	Генуезька валютна система	1922 – 1943 рр.	Міжнародні резерви як сукупність золотого та валютного запасів, де валютні запаси є джерелом прибутку. Посилення ролі британського фунту стерлінгів як основної резервної валюти.
III.	Бреттон-Вудська валютна система	1944 – 1975 рр.	Міжнародні резерви включають золотий і валютний запаси, причому світові золоті запаси сконцентровано в США, основна резервна валюта – долар, а також новий тип резервних активів – СПЗ
IV.	Ямайська валютна система (до кризи)	1976 – 2007 рр.	Пріоритет валютних активів міжнародних резервів завдяки стабілізації валютної структури внаслідок появи євро
V.	Ямайська валютна система (після кризи)	2008 р. – дотепер	Відновлення ролі золотого запасу. Міжнародні резерви – це диверсифіковані запаси ліквідності в іноземній валюті.

Джерело: складено автором за матеріалами [1-4]

Згідно з проведеним дослідженням, міжнародні резерви центрального банку як явище виникли ще за часів «золотого стандарту» в 1870-х роках, але як категорія на першому етапі ототожнювались з запасами лише одного виду резервних активів. Зокрема, вони розумілись як золотий запас у провідних країнах світу (Великій Британії, Німеччині, Франції, США – найбільших експортерах золота XIX ст.), де відбувався розвиток економічної науки.

У 1922 році під егідою Генуезької валютної системи відбувся перехід до «золотодевізного стандарту». Як зазначає американський дослідник B. J. Eichengreen, це посилило значення валютної складової ЗВР, адже валютні

запаси почали розміщувати для отримання відсотків. Оскільки «… кредитори вимагали від урядів, які позичали в Лондоні, Парижі чи Берліні, зберігати частину доходів на депозитах…», 40% світових валютних резервів припадало на фунт стерлінгів, 40% – на французькі франки та німецькі марки [1, с. 22].

Третій етап пов'язаний із «золотовалютним стандартом», який почав діяти в межах Бреттон-Вудської валютної системи з 1944 року. Він позначився втратою фунтом стерлінгів (після кризи в 1929-1931 рр.) статусу головної резервної валюти та його переходу до долару США. М. М. Король пояснює зростання ролі долару США тим, що за двох світових війн ХХ ст. «центральні банки країн, що мали дефіцитні платіжні баланси, відправляли золото до США та обмінювали його на долари» [2, с. 129]. Для вирівняння даної асиметрії президент Франції Ш. де Голль на зустрічі Міжнародного валютного фонду (МВФ) в 1967 році ініціював створення спеціальних прав запозичень (СПЗ).

Зрештою, запровадження режиму плаваючого валютного курсу в 1970-х роках заклало підвалини сучасного етапу розвитку валютної системи, який бере відлік від Ямайської конференції 1976 року [3]. Даний етап можна умовно розділити на дві частини з огляду на фінансово-економічну кризу 2007-2008 рр. У докризовий період провідною рисою міжнародних резервів була надійність і стабільність, досягнута завдяки включенню до їх складу євро. Однак такі події 2007-2008 рр., як «… зростання цін на нафту та золото, торгова війна між США та Китаєм, стрімке накопичення золота центральними банками Росії, Китаю та Туреччини (тобто сучасна «золота лихоманка»)…» призвели до перегляду підходів до формування ЗВР [4, с. 27]. Передусім, він відбувся в напрямі диверсифікації резервних активів, зокрема зменшення питомої ваги долару США та євро на користь золота та інших іноземних валют.

Зазначимо, що тоді як у світовій економічній науці та практиці видозміна концептуальних засад міжнародних резервів центрального банку відбувалась еволюційним шляхом, в Україні вона розпочалась лише в 1991 році. Це підтверджують вітчизняні дослідники М. М. Король, М. М. Палінчак і М. Ю. Цебер, відмічаючи, що відсутність відокремлених золотовалютних

резервів УРСР призвела до браку досвіду управління ними, кадрів та інфраструктури на початку процесу відбудови української державності [5, с. 17].

З цієї причини перші теоретико-методичні дослідження сутності ЗВР в Україні та їх практична реалізація відбувались протягом обмеженого часу, а саме в 1991-1992 рр. було створено інституційне та організаційне підґрунтя (в 1991 р. – НБУ, в 1992 р. – валютну біржу), а протягом 1993-1995 рр. розроблено та законодавчо закріплено підходи до їх формування у парадигмі валютного регулювання і контролю (зокрема, шляхом введення нормативу продажу частини валютних надходжень експортерів) [5, с. 18].

Охарактеризовані історичні колізії призвели до відокремлення певних підходів до визначення сутності міжнародних резервів центрального банку. Якщо систематизувати їх відповідно до сучасної економічної науки, то можна виділити такі аспекти інтерпретації даної категорії, як фінансовий, функціональний, матеріальний та правовий (табл. 1.2).

Таблиця 1.2

Підходи до визначення сутності поняття «міжнародні резерви центрального банку»

Підходи	Джерела	Узагальнена сутність МР
Фінансовий	Н. І. Ковальчук , С. В. Мочерний, М. М. Король, С. І. Вінницький	Спеціальні фінансові фонди, які належать державі та якими розпоряджаються органи грошово-кредитного регулювання для досягнення цілей загальноекономічного значення
Функціональ-ний	Д. А. Дяковський, С. І. Вінницький, Jung Kuk Mo, Pyun Ju Hyun	Основа захисту національної валютної системи й показник її здоров'я для зовнішніх контрагентів
Матеріальний	Д. А. Дяковський	Частина національного багатства країни, яка включає безпечні активи золотого і валютного запасів
Правовий	Закон України «Про Національний банк України», Закон України «Про державне регулювання видобутку, виробництва і використання дор. металів і дор. каміння та контроль за операціями з ними», Постанова НБУ «Про офіційний валютний резерв та валютні операції НБУ в 1994 році»	Валютні й золоті запаси держави, які складаються з міжнародно визнаних високоліквідних активів на балансі центрального банку та управляються ним для виконання обґрунтованих цілей

Джерело: складено автором за матеріалами [6-17]

Фінансову природу міжнародних резервів якнайкраще розкривають українські науковці. Зокрема, згідно з визначенням Н. І. Ковальчука, золотовалютні резерви – «… це фінансові фонди з певною структурою, яка обумовлена їх цільовим призначенням та спеціальною метою створення – забезпечення стабільності грошової одиниці та платоспроможності держави». [6, с. 81]. Варто додати, що в такому випадку міжнародні резерви повинні розглядатись не як розрізнені фонди, але як система взаємопов'язаних цільових фондів державних фінансів. Вживання термінів «цільові фонди» та «державні фінанси» обумовлюється тим, що ЗВР мають використовуватись відповідно до мети їх створення та знаходяться в розпорядженні національного центрального банку або уряду (міністерства фінансів чи казначейства).

Інші науковці, зокрема С. В. Мочерний, М. М. Король та С. І. Вінницький, пояснюють фінансову сутність міжнародних резервів тим, що вони перебувають під контролем державних фінансових органів для забезпечення функціонування фінансової системи. Якщо узагальнити дефініції, запропоновані даними вченими, то ЗВР слід розуміти як запаси монетарного золота та міжнародних фінансових активів, які належать державі та якими розпоряджаються органи грошово-кредитного регулювання для досягнення цілей загальноекономічного значення, зокрема для здійснення міжнародних розрахунків і платежів [7, с. 183; 2, с. 128; 8, с. 217].

Із фінансово-економічною парадигмою поняття міжнародних резервів центрального банку пов'язаний їх ***функціональний зміст***. У його межах інтерпретація ЗВР вітчизняними дослідниками така: Д. А. Дяковського – страховий фонд, «… який має на меті захист національної валютної системи від спекулятивних переміщень капіталів або глобальних фінансово-валютних криз» [9, с. 53]; С. І. Вінницького – «… джерело фінансування тимчасового дефіциту платіжного балансу, забезпечення міжнародних розрахунків держави та проведення девізної політики» [8, с. 217]. Китайські науковці також зауважують, що «… міжнародні резерви слугують барометром фінансового здоров'я, тим

самим сприяючи притоку капіталу з-за кордону та прямому іноземному інвестуванню» [10, с. 5].

Визначати сутність офіційних золотовалютних резервів можна й за ***матеріальним змістом***. Загалом, у межах даного підходу ЗВР розглядаються в якості складової національного багатства країни, яка перебуває в розпорядженні центрального банку. Інакше кажучи, це «… валютні активи держави, які включають золото та міжнародні платіжні засоби…» [9, с. 49]. Крім того, з позиції експертів Європейського центрального банку (ЄЦБ), матеріальна сутність міжнародних резервів полягає в тому, що вони існують у формі «… доступних авуарів в безпечних зовнішніх активах ... включно з резервами в іноземній валюті та невалютними резервами» [11].

Правова характеристика сутності золотовалютних резервів центрального банку в українській юрисдикції визначається Законами Верховної Ради України та Постановами Національного Банку України. Першим кроком із формування вітчизняної регулятивної бази було прийняття Закону «Про систему валютного регулювання і валютного контролю» (наразі не є чинним) в лютому 1993 року. Він регулював створення валютних резервів та визначав, що їх розпорядником є НБУ, а процес управління має на меті підтримку валютного (обмінного) курсу національної валюти [12].

Подальший розвиток українського законодавства з міжнародних резервів пов’язаний із прийняттям в липні 1994 року Постанови Правління НБУ «Про Офіційний валютний резерв та валютні операції Національного банку України в 1994 році». Вона надала вичерпні теоретико-методологічні пояснення щодо призначення офіційного валютного резерву, джерел його утворення, розміру та структури, порядку створення й використання, обліку [13].

Це заклало підвалини Закону «Про Національний банк України», прийнятого 20 травня 1999 року. Закон затвердив остаточне визначення міжнародних резервів в юрисдикції Україні: «… золотовалютний резерв – резерви України, відображені у балансі Національного банку України, що включають в себе активи, визнані світовим співтовариством як міжнародні і

призначені для міжнародних розрахунків» [14]. Дана дефініція відповідає матеріальному та функціональному змісту сутності ЗВР.

Необхідно відмітити, що в Україні процес законодавчого осмислення сутності міжнародних резервів було зосереджено переважно на валютних запасах. Характеристика золотого запасу в складі золотовалютних резервів НБУ надається лише в Законі «Про державне регулювання видобутку, виробництва і використання дорогоцінних металів і дорогоцінного каміння та контроль за операціями з ними» від 18.11.1997. Він визначає форму власності (державна) та склад (афіноване золото в зливках) золотого запасу [15].

Розрізнені пояснення засад золотовалютних резервів центрального банку, які можна знайти у вітчизняних нормативно-правових документах, об'єднала Державна служба статистики України в такій інтерпретації: «міжнародні резерви – ліквідні фінансові активи держави, визнані світовим співтовариством як міжнародні та відображені в балансі Національного банку України і перебувають у його управлінні» [16].

У межах дефініції ЗВР національне законодавство України переважно гармонізовано зі світовим. Зокрема, МВФ визначає міжнародні резерви як «… високоліквідні зовнішні активи, які управляються органами монетарної влади та задовольняють потреби фінансування платіжного балансу, проведення валютних інтервенцій та впливу на обмінний курс валюти, а також інших пов'язаних цілей…» [17].

Зважаючи на проведене дослідження підходів до визначення даного поняття, вважаємо доцільним запропонувати власну узагальнюючу дефініцію: міжнародні резерви центрального банку – це сукупність офіційних високоліквідних активів, які визнані світовою спільнотою як резервні та які належать державі, перебувають під контролем її центрального банку, розміщуються на її території та за її межами для виконання завдань, у комплексі спрямованих на забезпечення стабільності національної економіки.

Визначення сутності дозволяє встановити необхідність формування ЗВР, яка обумовлюється такими потребами загальноекономічного значення:

1. Покриття дефіциту платіжного балансу. Дефіцит, який спричиняється пасивним сальдо платіжного балансу, відображає одночасне виникнення нестач за рахунками поточних операцій та операцій з капіталом і фінансовими інструментами. Потреба вирівняти ці негативні різниці та обслуговувати зовнішній державний борг, зростання якого вони обумовлюють, призводить до створення резервів міжнародних платіжних засобів, тобто ЗВР [8, с. 218].

2. Підтримка платоспроможності та кредитоспроможності країни на міжнародному рівні. Для збереження позицій держави в кредитних рейтингах уряд має забезпечувати своєчасне та повне погашення зовнішніх зобов'язань. Тож у зв'язку з регулярним обслуговуванням зовнішнього державного боргу виникає потреба у створенні фондів ліквідних резервних активів в іноземній валюті, якими є міжнародні резерви центрального банку [9, с. 50].

3. Забезпечення зовнішніх торгово-економічних відносин. Також уряд має забезпечувати виконання державних контрактів імпорту, що досягається завдяки дотриманню фінансової дисципліни в зовнішньоекономічних відносинах. Однак страхування ризиків внаслідок її невиконання (зокрема, через обставини непереборної сили) зумовлює потребу в ЗВР [23, с. 22].

4. Забезпечення матеріальної бази монетарної політики центрального банку. Зазвичай країни, що розвиваються, мають потребу в проведенні девізної політики з метою стабілізації валютно-обмінного курсу національної грошової одиниці [23, с. 22]. Оскільки її реалізація передбачає здійснення валютних інтервенцій центрального банку (купівля-продаж іноземної валюти на ринку), то виникає необхідність наявності доступного резервного фонду, як ЗВР.

5. Підтримка довіри бізнесу та населення до регулятора й управління їх інфляційними очікуваннями. Від ефективності формування та використання міжнародних резервів залежить довіра до держави як на національному, так і на міжнародному рівнях. Причому зарубіжні вчені-економісти припускають, що ЗВР можуть мати вплив на премію за ризик іноземних портфельних інвестицій, тим самим обумовлюючи приплив іноземного капіталу та його структуру [17, с. 2].

Підсумовуючи, необхідність формування міжнародних резервів пояснюється операційним, запобіжним і незапобіжним (меркантилістським) мотивами центрального банку [11, с. 40]. Операційна необхідність пов'язана з фінансуванням регулярних операцій (з обслуговування зовнішнього державного боргу, розрахунків за імпорт і т. д.); запобіжна – з протидією шокам платіжного балансу та підтримкою валютної ліквідності в кризових умовах; незапобіжна – з упередженням значних коливань валютно-обмінного курсу.

Отже, на основі проведеного дослідження можна зробити висновок, що теоретико-методичні засади сутності міжнародних резервів центрального банку та їх формування пройшли поетапну еволюцію, пов'язану з трансформацією світової валютної системи з XIX ст., що зараз дозволяє виокремити їх фінансовий, функціональний, матеріальний і правовий аспекти. Враховуючи встановлену необхідність формування ЗВР на підставі виконання економічних операційних, запобіжних і незапобіжних потреб, необхідно продовжувати досліджувати це економічне явище.

1.2. Склад, структура та функції міжнародних резервів центрального банку

Як було з'ясовано, необхідність формування міжнародних резервів центрального банку обумовлюється низкою потреб загальноекономічного значення. Однак для задоволення цих потреб регулятору недостатньо накопичити певний обсяг резервів – натомість вони повинні пройти певний «життєвий цикл». Окрім стадії створення, такий цикл передбачає стадії зберігання та використання, тим самим відображаючи процес управління ЗВР.

В економічній науці існує багато підходів до визначення сутності управління міжнародними резервами. Зокрема, під цим явищем часто розуміється послідовність етапів набуття, збереження та використання реальної

вартості резервних активів. Окремо слід виділити підхід українського дослідника С. І. Вінницького, який ввів в обіг категорію «управління активами золотовалютних резервів» – «… процес розміщення активів золотовалютних резервів з метою збереження або нарощення їх вартості, підтримання високого рівня ліквідності та доступності до використання органами грошово-кредитного регулювання» [8, с. 218].

Дефініція С. І. Вінницького заслуговує на особливу увагу, адже вказує на важливість визначення складу й структури ЗВР. Це ж підтверджують результати досліджень інших вітчизняних науковців, включно М. М. Король, М. Ю. Цебер, М. М. Палінчак, що одним із ключових завдань НБУ при управлінні резервами є формування їх структури за складом валютних активів та забезпечення при цьому таких умов, як «… відповідність цієї структури спрямуванню платежів за зовнішньоекономічними операціями та обслуговуванню зовнішнього боргу, недопущення знецінення …, забезпечення … дохідності…» [5, с. 18].

Тож проаналізуємо теоретико-методичні засади складу й структури золотовалютних резервів. Загалом, існує багато критеріїв визначення складу міжнародних резервів центрального банку, передусім – джерело походження резервних активів, які поділяються на власні та залучені.

При використанні власних коштів регулятора задіються такі канали поповнення ЗВР: видобуток золота, дорогоцінних металів та коштовного каміння; купівля монетарного золота в зливках або купівля золотого брухту з подальшим афінажем; фінансування за рахунок профіциту торговельного балансу; фінансування за рахунок розподілу прибутку НБУ «…у розмірі 10 відсотків від обсягу грошово-кредитних зобов’язань Національного банку» [18]; придбання на міжнародному або міжбанківському ринку іноземної валюти за кошт емітованої (емісійний канал). До того ж, дослідники Л. В. Сус і Ю. Ю. Сус зауважують, що у випадку дефіцитного торговельного балансу можуть бути задіяні інструменти прямого валютного регулювання, а саме норматив продажу валютної виручки експортерів або її частини [19, с. 300].

Формування міжнародних резервів за рахунок залучених коштів здійснюється в такі способи: залучення інвестицій та позик міжнародних фінансових організацій (МФО), іноземних урядів і фінансово-кредитних установ, інших суб'єктів світових фінансових ринків; випуск валютних облігацій внутрішньої та зовнішньої позик; використання залишків коштів у вільноконвертованих валютах на рахунках клієнтів центрального банку.

Під структурою міжнародних резервів, за визначенням вітчизняного науковця О. В. Дзюблюка, слід розуміти «… сукупність підібраних у певній пропорції … активів, використання яких дає змогу центральним банкам забезпечувати регулятивний вплив на валютні відносини та організацію зовнішньоекономічної діяльності в країні» [20, с. 130]. Її обумовлює широкий спектр чинників, включаючи зовнішні, як стан світової валютної системи, та внутрішні, як рівень економічного розвитку окремої країни, стабільність національної валюти, торгово-економічні зв'язки, участь у міжнародному поділі праці, тощо. При цьому точна структура ЗВР є таємницею.

Згідно з Рішенням Правління Національного банку України №229 «Про затвердження Положення про політику управління міжнародними (золотовалютними) резервами України», до їх структури входять такі активи, як монетарне золото; СПЗ; резервна позиція в МВФ; іноземна валюта у вигляді банкнот і монет або кошти на рахунках за кордоном; цінні папери (крім акцій), що оплачуються в резервній валюті; будь-які інші міжнародно визнані резервні активи за умови забезпечення їх надійності та ліквідності [21]. Але провідним підходом, який відповідає практиці центральних банків більшості країн світу, є систематизація в більш широкі складові групи, як відображено в табл. 1.3:

1. Золотий запас. Золото є найдавнішим елементом міжнародних резервів. Як показало дослідження 2008 року, проведене на замовлення Лондонської біржі, вартість однієї корови в Стародавньому Римі та тогочасній Великобританії при «золотому стандарті» була би однаковою – 50 грамів золота [22, с. 44]. Однак з античного періоду роль золота значно зменшилась, що обумовлюється трансформацією світової валютної системи.

Таблиця 1.3

Характеристика активів у складі міжнародних резервів центрального банку

Елементи МР	Матеріальна форма	Шляхи розміщення
Золотий запас	Монетарне золото, депозити в золоті, золото за контрактами своп	У сховищах центрального банку або уряду, допускається продаж на світових ринках для придбання іноземної валюти
Вільноконвертована валюта	Долар США, австралійський долар, канадський долар, британський фунт стерлінгів, китайський юань, євро, японська єна, швейцарський франк	На поточних і короткострокових депозитних рахунках у надійних банках-нерезидентах; у ринкових фінансових інструментах; у касі центрального банку
Спеціальні права запозичень (СПЗ)	Потенційна вимога в кошику валют (долар США, євро, китайський юань, японська єна та британський фунт стерлінгів)	У Міжнародному валютному фонді (МВФ)
Резервна позиція в МВФ	Вимоги членів МВФ у вільно конвертованих валютах (25% квоти в МВФ)	У Міжнародному валютному фонді (МВФ)

Джерело: складено автором за матеріалами [22-28]

На сьогодні під золотим запасом розуміється «…централізований резерв золота … , яке зберігається у сховищах центрального банку або уряду, яке в будь-який момент можна продати за іноземну валюту на світових ринках золота» [2, с. 128]. Причому, як зазначає професор О. В. Дзюблюк, допускається золото у вигляді безпосередньо монетарного золота, а також депозити в золоті й золото за своп-контрактами [23, с. 23].

Схильність центрального банку окремої держави до накопичення золотого запасу залежить від рівня розвитку її економіки. На сьогодні велика частка золота в структурі ЗВР притаманна економічно розвиненим країнам. На противагу, країни, що розвиваються, більш схильні віддавати перевагу вільноконвертованим валютам, адже вони приносять дохід, який є вищим за, наприклад, дохід від розміщення депозитів у золоті. Вітчизняна вчена-економіст М. М. Король узагальнила ці тенденції, сформулювавши наступну закономірність: «… чим вищий рівень стабільності національної валюти, тим більший відсоток золота в її золотовалютному резерві» [24, с. 775].

Слід зауважити, що сьогодні зі значною часткою золотого запасу в структурі міжнародних резервів центрального банку пов'язаний певний рівень ризику через волатильність цін на світових ринках золота. Тож золото не має статусу оптимального (визначального) резервного активу.

2. Вільноконвертована валюта. Більшість центральних банків країн світу утримують переважну частину своїх міжнародних резервів у формі вільноконвертованої валюти – стабільної іноземної валюти, яка виконує резервну функцію й приносить дохід від розміщення.

Необхідність забезпечення прибутковості валютних вкладень при дотриманні підвищених вимог до їх надійності та ліквідності диктує їх розміщення на кореспондентських та поточних рахунках у надійних іноземних банках, у короткострокових вимогах до нерезидентів та високоліквідних ринкових фінансових інструментів. До останньої форми розміщення валютних запасів можна віднести казначейські облігації уряду США та облігації урядів країн ЄС [23, с. 22]. Також припустиме зберігання частини іноземної валюти готівкою в касі центрального банку, а деякі країни «… до складу валютних резервів … включають стабілізаційні фонди, призначенням яких є згладжування коливань валютного курсу в разі несприятливих змін цінової кон'юнктури і спекулятивних впливів… » [25, с. 96].

Згідно з МВФ, резервними вільноконвертованими валютами визнано такі: долар США, австралійський долар, британський фунт стерлінгів, канадський долар, китайський юань, євро, японська єна, швейцарська франк [26]. При цьому провідною резервною валюто є долар США завдяки історичній обумовленості та тому, що на сьогодні розрахунки за операції купівлі-продажу на ключових товарних ринках (наприклад, нафти) здійснюються переважно в цій валюті. Також деякі економіки, включаючи Саудівську Аравію, прив'язують свої національні валюти до долару США.

Зазначимо, що позиція долару США як головної резервної валюти не є абсолютною. Перші прогнози його занепаду стосувались періоду світової фінансової кризи 2007-2008 років та не справдились, однак поточні економічні

потрясіння, спричинені пандемією та війною в Україні, знову загострюють питання дедоларизації. Зокрема, Китайська Народна Республіка (КНР) намагається посилити глобальну роль юаня з кінця 2000-х років. У третьому кварталі 2023 року на юань припадало 2,37% загальносвітових ЗВР (на долар США – 59,17%), однак КНР продовжує наполягати на використанні юаня у торгівлі. Тим не менш, експерти поки сходяться на думці, що долар США залишиться провідною резервною валютою світу, щонайбільше поступившись часткою свого впливу іншим валютам [26].

3. Спеціальні права запозичень (СПЗ). За часів Бреттон-Вудської валютної системи з метою дедоларизації глобальних розрахунків і структури світових міжнародних резервів було запроваджено спеціальні права запозичень – резервний актив у складі золотовалютних резервів центральних банків країн-членів МВФ [27].

Хоча МВФ не вважає СПЗ валютою, а потенційною вимогою в кошику валют з долару США, євро, китайського юаня, японської єни та британського фунту стерлінгів, в українській економічній літературі пересічним є підхід як до «штучної валюти». Зокрема, на думку М. М. Король, СПЗ – це «… компонент золотовалютних резервів, який складається із запасів коштів у емітованих МВФ міжнародних резервних і платіжних засобах, які розподіляються між країнами-членами пропорційно їхнім квотам...», або «… штучна колективна грошова одиниця МВФ…» [2, с. 129]

4. Резервна позиція в МВФ. Іншим особливим активом у складі міжнародних резервів центрального банку є резервна позиція в МВФ. З 1988 року організація використовує таку дефініцію: «… це ліквідні вимоги членів Фонду, які частково виникають унаслідок сплати частини резервних активів підписки на квоту, але переважно внаслідок використання Фондом у його транзакціях та операціях валют членів із сильними позиціями платіжного балансу» [28, с. 1].

Функціональний механізм резервної позиції в МВФ полягає в тому, що кожна країна, яка є членом фонду, зобов’язана внести свою квоту (тобто частку капіталу) на 75% в національній валюті, а решту – у вільно конвертованій валюті.

За необхідності 25% підлягатимуть вилученню на вимогу даною країною, що можна порівняти з кредитним лімітом, який не потребує попередньої згоди та не має часових обмежень.

Слід зауважити, що оскільки обсяги даних резервних активів перебувають на балансі МВФ, то використання одним членом належної йому резервної позиції призводить до збільшення резервної позиції країни, валюту якої було вилучено, або до зменшення авуарів МВФ у СПЗ.

Підбиваючи підсумки теоретичного аналізу складу та структури золотовалютних резервів, можна зробити висновок про наявність таких ознак їх елементів: підвищені вимоги до ліквідності; підвищені вимоги до надійності; вимоги до прибутковості; необхідність диференціації; контрольованість центральним банком або урядом за збереження державної власності; доступність для використання в загальноекономічних цілях.

У сучасних економічних умовах міжнародні резерви країн світу виконують потрійне призначення. З одного боку, їх трансакційне призначення полягає в тому, що вони є джерелом міжнародних платіжних засобів, які використовуються в розрахунках за зобов'язаннями з іноземними урядами, банками й МФО. Тобто ЗВР обслуговують зв'язки систем народного й світового господарств. З іншого боку, вони виконують інтервенційну роль, оскільки також призначені для проведення валютних інтервенцій з метою забезпечення стабільності курсу національною валюти. Крім того, О. М. Левченко відокремлює фінансово-економічне призначення міжнародних резервів, яке пов'язано з реалізацією мети національного регулятора з «… підтримання платоспроможності країни на світовому ринку та визначення її рейтингових оцінок, отримання дохідності за мінімальної ризиковості» [29, с. 26].

Призначення золотовалютних резервів центрального банку втілюється через функції, які вони виконують. У свою чергу, виконання міжнародними резервами покладених на них функцій розкриває їх вплив на національну економіку. У процесі дослідження спеціалізованої економічної літератури запропоновано так систематизувати функції ЗВР:

1. Платіжно-розрахункові функції. Коли центральний банк використовує активи в складі золотовалютних резервів для покриття зовнішніх державних зобов'язань з обслуговування зовнішнього державного боргу та сплати за імпорт товарів та послуг за зовнішньоекономічними контрактами, він реалізує платіжно-розрахункові функції ЗВР як одиниці міжнародних розрахунків на товарних і фінансових ринках [2, с. 129].

Від ефективності виконання міжнародними резервами даної функції через повноту та своєчасність погашення зовнішніх вимог до уряду країни залежить стан її національної економіки, а саме: динаміка попиту та пропозиції на внутрішніх товарних ринках залежно від постачання імпорту готової продукції та напівпродуктів і напівфабрикатів, які можуть використовуватись національними виробниками; застосування фінансових санкцій за порушення умов кредитного договору чи договору на імпорт товарів і послуг, які можуть призвести до незапланованих витрат державного бюджету; зміни кредитних рейтингів; зміни інвестиційної привабливості країни; імовірність дефолту.

2. Монетарне та валютне регулювання. На центральний банк покладається відповідальність за проведення грошово-кредитної та валютної політики. Наприклад, в країнах, де діє фіксований режим курсоутворення, мета забезпечення курсової та цінової стабільності обумовлює необхідність реалізації так званої девізної політики – інструменту прямого впливу зі здійснення інтервенцій регулятора на валютному ринку [5, с. 19].

У процесі валютних інтервенцій центральний банк здійснює операції купівлі-продажу іноземної валюти, тим самим впливаючи на стан економіки країни. Зокрема, її купівля призводить до ін'єкції ліквідності в національній валюті на фінансові ринки та, як наслідок, її девальвації; продаж – спричиняє «стерилізацію» надлишкової ліквідності в національній валюті та її ревальвацію відповідно. Тож як одиниця проведення валютних інтервенцій центрального банку, міжнародні резерви обумовлюють динаміку грошової маси та інфляції, а також дозволяють калібрувати валютний курс (високий валютний курс сприяє розвитку експортоорієнтованих видів економічної діяльності, а низький –

імпортоорієнтованих), що може обмежувати або стимулювати розвиток національної економіки.

3. Управління ризиками. Дана функція полягає в тому, що центральний банк формує золотовалютні резерви як певний запас ліквідності в іноземній валюті, щоб у майбутньому використати його за потреби пом'якшення шоків платіжного балансу, забезпечення валютної ліквідності банківської системи в кризовий період, використання в якості застави в зовнішніх кредитних відносинах (в останньому випадку управління кредитним ризиком здійснює зовнішній кредитор, а уряд держави задовольняє його вимоги завдяки ЗВР).

Нівелювання ринкових ризиків, яке досягається завдяки формуванню міжнародних резервів, позитивно відображається на стані національної економіки, адже сприяє її стійкості, особливо щодо раптового припинення притоку світового капіталу [11, с. 44]. Це означає, що за відсутності надходжень грошових коштів в іноземній валюті до країни (зокрема, за каналами експорту та зовнішнього фінансування) вона буде спроможна забезпечувати економічний розвиток на рівні базисного періоду завдяки фінансуванню імпорту та зобов'язань. На позначення останнього в іноземних джерелах прийнято використовувати термін "rollover risk" – «ризик опрокинення» [11, с. 45].

4. Створення прибутку. Оскільки розміщення резервних активів має приносити прибуток центральному банку, український вчений-економіст О. В. Дзюблюк вважає доречним виокремлювати ліквідну (потрібну для досягнення традиційних цілей валютної політики, як підтримка стабільності національної грошової одиниці та забезпечення фінансової системи ліквідністю в іноземній валюті) та інвестиційну частини міжнародних резервів [23, с. 24].

Найвищий інвестиційний інтерес представляють такі активи ЗВР, як облігації міжнародних фінансових організацій та певні категорії неурядових цінних паперів (наприклад, емітовані федеральними агентствами в США). Їх компетентне розміщення передбачає покращення показників прибутковості, що важливо для всієї економіки. Якщо розглядати приклад України, то зростання нерозподіленого прибутку НБУ корисне з двох причин. По-перше, як одне з

власних джерел формування міжнародних резервів, отримання прибутку від розміщення ЗВР сприяє їх самовідтворенню на безпроцентній (невідшкодній) основі. По-друге, решта грошових коштів, яка залишається після відрахування до резервів, у повному обсязі спрямовується до державного бюджету України [14]. Отже, в обох випадках відбувається позитивний вплив на економіку країни.

Таким чином, проведене дослідження показало, що визначення складу та структури міжнародних резервів є одним із основних завдань центрального банку в процесі управління ними. Формування резервних активів може здійснюватися як за рахунок власних коштів регулятора, так і з залучених ресурсів. При цьому структурно сформовані активи ЗВР підпадають під ознаки однієї з чотирьох категорій (груп): золотий запас, вільноконвертовані валюти, спеціальні права запозичень, резервні позиції в МВФ. Зрештою, компетентне формування складу й структури міжнародних резервів виступає необхідною умовою виконання ними комплексу притаманних функцій відповідно до трансакційного, інтервенційного та фінансово-економічного призначення в економіці, тим самим впливаючи на її стан і розвиток.

Висновки до розділу 1

Отже, на підставі вивчення економічної літератури та законодавчої бази досліджено теоретико-методичні засади формування міжнародних резервів. Зокрема, визначено сутність даного явища та запропоновано його дефініцію, встановлено необхідність формування золотовалютних резервів, теоретично охарактеризовано їх склад, структуру та функції.

Результати проведеного дослідження дозволяють дійти наступних висновків.

1. Поняття «міжнародні резерви центрального банку» загалом використовується для позначення сукупності офіційних запасів резервних активів держави. Подальша деталізація даної категорії можлива за умови врахування її фінансового, функціонального, матеріального та правового аспектів.

2. Поява та еволюція явища міжнародних резервів пов’язана з трансформацією світової валютної системи. Необхідність формування – обумовлена широким спектром потреб національної економіки.

3. Завдання регулятора з визначення структури ЗВР за їх складом є ключовою в процесі управління ними. Набуття резервних активів відбувається з внутрішніх та зовнішніх джерел із подальшим розміщенням структурованих запасів відповідно до їх типу в способи, які забезпечують найкраще співвідношення прибутковості до ризику.

4. Реалізація трансакційного, інтервенційного та фінансово-економічного призначення міжнародних резервів відбувається завдяки виконанню ними низки функцій та обумовлює їх вплив на розвиток національної економіки.

Таким чином, у подальшому дослідженні слід зосередитись на вивченні прикладних аспектів функціонування міжнародних резервів в економіках України та інших країн з огляду на опрацьоване теоретико-методологічне підґрунтя.

РОЗДІЛ 2
ПРАКТИЧНІ АСПЕКТИ ФОРМУВАННЯ МІЖНАРОДНИХ РЕЗЕРВІВ УКРАЇНИ ТА МОДЕЛЮВАННЯ ЇХ ВПЛИВУ НА НАЦІОНАЛЬНУ ЕКОНОМІКУ

2.1. Аналіз динаміки накопичення, використання та структурування міжнародних резервів України

Визначена теоретична конотація поняття міжнародних резервів центрального банку обумовлює характер емпіричного дослідження процесів їхнього життєвого циклу, а саме накопичення, використання, структурування та впливу на національну економіку. Його важливість обумовлюється необхідністю встановити взаємозв'язок між формуванням золотовалютних резервів та економічним розвитком країни.

Для здійснення цього дослідження передусім використовуватиметься методологія обчислення й аналізу динаміки складу та структури ЗВР України. Репрезентативним періодом є 2002-2023 рр., адже він відображає фінансово-економічні кризи, пандемію COVID-19, війну в Україні, а також зміну режимів валютного курсу в нашій країні. Базою для розрахунків слугуватимуть дані щодо офіційних резервів в поточних цінах у доларовому еквіваленті. Їхнім джерелом є бухгалтерський баланс НБУ, впорядкований відповідно до положень Керівництва з платіжного балансу та міжнародної інвестиційної позиції (МВФ, 2009) та Керівництва з міжнародних резервів та ліквідності в іноземній валюті (МВФ, 2013) [30, с. 2].

Згідно з проведеними розрахунками, за 2002-2023 рр. обсяг золотовалютних резервів НБУ збільшився з 4,629 млрд. дол. США до 40,514 млрд. дол. США, тобто на 35,885 млрд. дол. США, або у 8,75 разів. З одного боку, це є позитивним явищем, адже свідчить про розширення можливостей регулятора з їх використання у загальноекономічних цілях. З іншого боку, як

показують рис. 2.1, табл. 2.1 та табл. Додатку А, на тлі зміни комплексу показників (валютних інтервенцій НБУ, валового зовнішнього боргу, офіційного валютного курсу та зведеного платіжного балансу), які пов'язані з використанням ЗВР, їх рівень значно коливався, що слід проаналізувати детальніше.

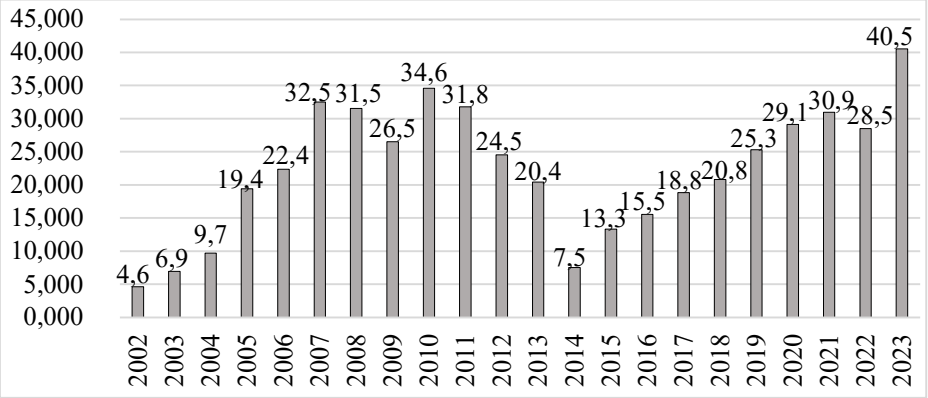


Рис. 2.1. Рівень міжнародних резервів України за період 2002-2023 рр., млрд. дол. США

Джерело: складено та розраховано автором за матеріалами [31]

У 2002-2007 рр. міжнародні резерви НБУ постійно зростали, причому в 2005 році зафіксовано їхнє найбільше відносне збільшення порівняно з попереднім роком, а саме на 99,60% (майже вдвічі). Український дослідник Є. Ю. Власенко вказує на взаємозв'язок із зовнішнім фінансуванням, адже в цей період МВФ надав Україні позику в 16,5 млрд. дол. США стабілізаційного кредиту Stand-by [32, с. 44]. Дійсно, впродовж 2002-2007 рр. обсяг валового зовнішнього боргу України збільшився в 3,37 разів. Зокрема, це сприяло спроможності НБУ підтримувати режим фіксованого валютного курсу.

Таблиця 2.1

Динаміка міжнародних резервів України за період 2002-2023 рр.

Роки	Зміна, млрд. дол. США	Темпи приросту, %	Роки	Зміна, млрд. дол. США	Темпи приросту, %
А	1	2	3	4	5
2002	1,54	49,84	2013	-4,13	-16,83
2003	2,314	49,99	2014	-12,882	-63,1
2004	2,772	39,92	2015	5,767	76,55

Продовження таблиці 2.1

A	1	2	3	4	5
2005	9,676	99,6	2016	2,239	16,84
2006	2,968	15,3	2017	3,269	21,04
2007	10,121	45,27	2018	2,012	10,7
2008	-0,936	-2,88	2019	4,482	21,53
2009	-5,038	-15,97	2020	3,831	15,14
2010	8,071	30,45	2021	1,808	6,21
2011	-2,781	-8,04	2022	-2,446	-7,91
2012	-7,248	-22,8	2023	12,02	42,18

Джерело: складено та розраховано автором за матеріалами [31]

Наслідки глобальної фінансово-економічної кризи 2007-2008 рр. призупинили зростання золотовалютних резервів України. У 2009 році знецінення національної грошової одиниці (зростання курсу долару США відносно гривні в 1,47 разів порівняно з 2008 роком) та дефіцит платіжного балансу в розмірі 13,726 млрд. дол. США зумовили активне використання офіційних резервів та їх відповідне зменшення на 5 млрд. дол. США, або 15,97% порівняно з попереднім роком. Але завдяки отриманню фінансової допомоги від МВФ (у 2008 році – 3 млрд. СПЗ, або 4,6 млрд. дол. США; у 2009 році – 5,3 млрд. СПЗ, або 8,3 млрд. дол. США) регулятор на 2010 рік зміг виправити ситуацію та покращити стан ЗВР.

Найгіршим за досліджуваний період виявилось абсолютне та відносне зменшення обсягу міжнародних резервів у 2014 році порівняно з 2013 роком (12,882 млрд. дол. США, або 63,10%). Насамперед, це було спричинено обслуговуванням зовнішньої заборгованості України, яка скоротилась на 16,782 млрд. дол. США, або на 11,81% порівняно з 2013 р.. До того ж, В. О. Степанова пов’язує це зменшення з «…бажанням втримати курс гривні напередодні парламентських виборів 2012 року» [33, с. 156]. Р. В. Руда додає, що в жовтні 2014 року скорочення ЗВР НБУ відбулось внаслідок «… підтримки НАК «Нафтогаз України» (майже 2 млрд. дол. США) …» та розрахування з зовнішніми контрагентами за контрактами імпорту газу [34, с. 124].

За період 2014-2021 рр. впровадження інфляційного таргетування й валютної лібералізації зумовило перехід до плаваючого курсоутворення, що забезпечило зростання міжнародних резервів України на 17,641 млрд. дол. США, тобто вдвічі. До того ж, цьому сприяла ліквідація дефіциту платіжного балансу – в 2021 році підсумок платіжного балансу зріс на 4,416 млрд. дол. США, або на 3,52% порівняно з 2014 роком, отже необхідність подальшого використання офіційних резервів для його фінансування зникла.

Однак збройний напад на Україну в лютому 2022 року, часткова окупація та анексія низки територій призвели до девальвації гривні на 18,53% порівняно з попереднім періодом. Це зумовило повернення до режиму фіксованого валютного курсу та підтримку ліквідності валютного ринку з боку НБУ (у 2022 році сальдо валютних інтервенцій склало 3,164 млрд. дол. США, що в 20,74 рази більше, ніж у 2021 році). Разом із необхідністю фінансування дефіциту платіжного балансу в розмірі 2,9 млрд. дол. США це викликало значні витрати міжнародних резервів, які за рік оцінюються в 2,446 млрд. дол. США (7,91% порівняно з попереднім роком).

У 2023 році завдяки підтримці міжнародних партнерів (на валютні рахунки НБУ надійшло 5,5 млрд. дол. США, з яких 44,5% було перераховано через трастовий фонд Світового банку, зокрема від Японії, Норвегії та США) обсяг золотовалютних резервів України зріс до 40,514 млрд. дол. США, що є рекордним значенням за весь звітний період [35]. Порівняно з 2022 роком, ЗВР збільшились на 12,020 млрд. дол. США, або на 42,18%. Насамперед, це дозволило перейти до режиму керованої гнучкості обмінного курсу, а також профінансувати дефіцит платіжного балансу країни (підсумок у 2023 році позитивний – 9,451 млрд. дол. США).

Таким чином, динаміка стану міжнародних резервів України протягом 2002-2023 рр. є неоднозначною. Періодичність розвитку ЗВР, яка пов’язана з циклічністю економіки, розмита через непередбачувані події, як акти збройної агресії. Також помітно, що під час фінансово-економічних й інших криз активізуються зовнішні запозичення, які призводять до тимчасового зростання

резервів. Однак воно нівелюються витратами для стабілізації курсу та ліквідації дефіциту платіжного балансу. Загалом, спостерігається зростання міжнародних резервів України.

Зміна обсягу золотовалютних резервів НБУ за 2002-2023 рр. обумовила зміну їхньої структури. Проаналізуємо її з огляду на трилему цілей управління міжнародними резервами, а саме безпечність, ліквідність та дохідність, адже їхнє дотримання сприяє можливості ефективного використання резервів для задоволення загальноекономічних потреб [36, с. 3].

Оскільки дослідження динаміки міжнародних резервів України в 2002-2023 рр. виявило вагому роль міжнародного фінансування при формуванні запасів ліквідності регулятора в іноземній валюті, то в першу чергу заслуговує на оцінку структура резервів за джерелами походження (рис. 2.2). Її обчислення та аналіз дозволить встановити умовний рівень безпеки ЗВР НБУ, який у даному контексті транслюється крізь залежність від світових ринків капіталу та допомоги міжнародних фінансових організацій і країн-донорів.

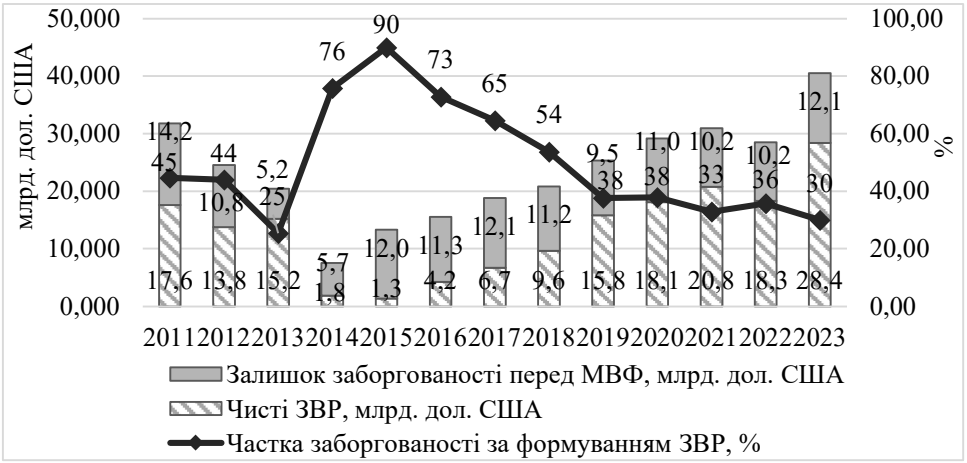


Рис. 2.2. Динаміка структури міжнародних резервів Національного банку України за джерелами походження за період 2011-2023 рр.

Джерело: складено та розраховано автором за матеріалами [31]

Зазначимо, що через відсутність даних обліку та звітності НБУ щодо розподілу резервних активів на чисті та залишок заборгованості до 2011 року такий аналіз проводився за період 2011-2023 рр. Він показав, що в 2011-2015 рр. частка чистих золотовалютних резервів у складі валових золотовалютних

резервів України скоротилась на 45,29 п. п., досягши свого історичного мінімуму в 2015 році – 10,04%. Це пов'язано з низкою чинників, як покриття попередньої заборгованості перед МВФ, штучною підтримкою заниженого валютного курсу та агресією проти України, які виснажували резервний ресурс. Проте позитивним явищем є збільшення чистих міжнародних резервів в 2015-2023 рр., яке відбувалось з-поміж іншого завдяки отриманню безповоротної фінансової допомоги від міжнародних партнерів.

Тож встановлена структура ЗВР України в 2011-2023 рр. за критерієм походження складових активів дає підстави для незадовільної оцінки їхнього рівня автономності, що може обумовити загрозу для економіки загалом у випадку припинення міжнародного фінансування.

Для подальшого обґрунтування цього припущення проаналізуємо структуру зобов'язань, які обліковує НБУ відносно офіційних резервів за строками їхнього погашення (Додаток Б). Як свідчать розрахунки, найбільша частка залишків умовної заборгованості в іноземній має строки виплати від 3 місяців до 1 року (в середньому 68,41%). Це може позитивно позначитись на керованості міжнародними резервами та на їхній ліквідності, адже більшість виплат носять відтермінований характер.

Також необхідно проаналізувати структуру золотовалютних резервів України з огляду на їхні складові відповідно до Рішення Правління НБУ №299 впродовж досліджуваного періоду (Додаток В). У цілому, проведені розрахунки показали, що в 2002-2023 рр. найбільшу частку міжнародних резервів України становили активи в іноземній валюті. З 2002 року по 2007 рік включно їхня питома вага складала в середньому 96,8%, після чого почала зменшуватись на користь золотого запасу.

Зокрема, якщо в 2002 році на золото припадало лише 3,6% загального обсягу вітчизняних золотовалютних резервів, то в 2014 році – 12,1%. Схильність до накопичення золотого запасу понад валютний впродовж 2007-2014 років можна пов'язати з потребою нівелювати ризики девальвації головних резервних валют (долару США та євро) внаслідок глобальної фінансово-економічної кризи

2007-2008 рр. Однак у період з 2015 по 2023 рр. частка золота в структурі міжнародних резервів НБУ зменшилась до 4,4%.

Повернення зацікавленості в дохідності ЗВР зумовило посилення ролі активів в іноземній валюті в їхньому складі. Загалом, за період 2015-2023 рр. середнє арифметичне значення їхньої питомої ваги, враховуючи зростання частки спеціальних прав запозичень в 2016-2017 рр. та в 2022-2023 рр., становило 90,4%. Що характерно, включно з 2006 року за міркуваннями дохідності відбувалось розміщення активів в іноземній валюті переважно в цінні папери. Це спонукало зростання частки цінних паперів від обсягу групи від 20,8% в 2005 році до 74,7% в 2023 році.

Тож обчислення структури міжнародних резервів України за їх складовими в 2002-2023 рр. виявило гнучкість політики Національного банку з управління ними, адже він намагався адаптуватись до змін у глобальному фінансовому середовищі, та розширення доступу нашої країни до міжнародних фінансових ринків, зокрема фондових, з 2005 року для забезпечення дохідності ЗВР.

Аналіз валютної структури міжнародних резервів України в 2002-2023 рр. показав, що протягом всього періоду найбільша частка (в середньому 93,28%) в їхньому складі припадала на вільноконвертовані валюти, що входять до кошику спеціальних прав запозичень: долар США, євро, китайський юань, японську єну, британський фунт стерлінгів (Додаток Г). Зауважимо, що НБУ почав публікувати дані щодо розподілу перелічених валют з 2012 року, й відтоді найбільшу питому вагу в валютній структурі групи вітчизняних ЗВР (у групі валют, що входять до СПЗ) мав долар США.

В 2023 році резервні активи в цій валюті становили 37,3 млрд. дол. США, або 92,0% від обсягу вільноконвертованих валют міжнародних резервів, що на 22,2 млрд. дол. США більше, ніж у 2012 році (тоді частка долару США в групі валют у кошику СПЗ складала відповідно 64,6%). Друге місце за питомою вагою в досліджуваній структурі посідала єдина європейська валюта: в 2023 році в складі ЗВР на балансі НБУ перебувало євро в еквіваленті 1,9 млрд. дол. США,

або 4,8% в складі вільноконвертованих валют українських резервів. Натомість, у 2012 році їхній обсяг відповідав 5,4 млрд. дол. США, або 23,0%.

Так само, зазнала скорочення частка британського фунту. Тоді як на початку періоду вони складали 1,1 млрд. дол. США, або 4,7% від валютного резерву України, що номінується у валютах СПЗ, то в 2023 році – 364 млрд. дол. США в еквіваленті, або 0,9%. Щодо решти валют даної групи, вона представлена китайським юанем та японською єною. Активне накопичення резервних активів у цих валютах відбувалось у 2015 по 2017 рр. У 2017 році на юань та єну припадало 4,8% та 3,7% обсягу ЗВР у валютах, що входять до СПЗ, відповідно. Але в 2023 році, попри приріст єни майже вдвічі в 2020 році порівняно з 2019 роком, їхні частки становили 1,4% та 0,8% відповідно.

Отже, у міжнародних резервах України впродовж 2012-2023 рр. найвагомішою структурною складовою були вільноконвертовані валюти, а саме долар США. Обчислена частка долару США в 2012-2023 рр. є завеликою, враховуючи вимогу до диференціації резервних активів, що окреслює потенційну загрозу для української економіки. Зазначимо, що дана ситуація може мати прецедент, адже під час фінансово-економічної кризи 2007 року, за даними ЗМІ та Всеукраїнського центру сприяння підприємницькій діяльності, близько 21 млрд. дол. США ЗВР України могли бути розміщені в цінні папери американських фінансових установ-банкротів Bear Stearns, Lehman Brothers, Merrill Lynch, Goldman Sachs і Morgan Stanley, Fannie Mae і Freddie Mac [37].

У цьому зв’язку американські вчені-економісти B. J. Eichengreen, S. Arslanalp та C. Simpson-Bell зауважують, що в умовах гострої невизначеності економічної, фінансової та геополітичної природи, а також при низькій доходності інших складових золотовалютних резервів центрального баку, золото сприймається як «… надійна гавань і бажаний резервний актив …» [38, с. 4]. Якщо розглядати динаміку золотого запасу України, в тому числі депозитів у золоті та золота за контрактами «своп», в 2002-2023 рр., то помітно суттєве зростання його вартості, попри незначне збільшення сукупної ваги в тройських унціях (рис. 2.3).

Рис. 2.3. Динаміка ваги та вартості золотого запасу НБУ за період 2002-2023 рр.

Джерело: складено та розраховано автором за матеріалами [31]

Тоді як у 2002 році фізична оцінка золота на балансі НБУ становила 0,8 млн. тройських унцій, а грошова – 275 млн. дол. США, то в 2023 році вони складали 0,87 млн. тройських унцій та 1,799 млрд. дол. США відповідно. Тож у досліджуваний період вага вітчизняного золотого запасу збільшилась на 700 тис. тройських унцій, а вартість – на 1,524 млрд. дол. США, або в 6,5 разів. Цьому сприяло зростання попиту на світових ринках золота внаслідок поширення глобальної невизначеності, викликаної фінансово-економічними кризами, пандемією COVID-19 та регіональними конфліктами.

Варто зазначити, що зростання запасу та грошової оцінки золота в складі міжнародних резервів України відбувалось нерівномірно. У період 2002-2004 рр. золотий запас скорочувався в обох одиницях виміру, і в 2005 році його стан можна охарактеризувати як найгірший (630 тис. тройських унцій золота вартістю 260 млн. дол. США). Однак до 2014 року регулятор значно збільшив золотий запас (у 2013 році 1,4 млн. тройських унцій українського золотого резерву оцінювалось у 1,640 млн. дол. США), який доволі активно використовувався в наступні турбулентні роки. Тож накопичення золотого запасу потенційно може позитивно вплинути на дохідність та диверсифікацію міжнародних запасів України, якщо відбуватиметься зменшення курсу долару, зниження ключової ставки Федеральної резервної системи США, суверенний дефолт України тощо.

Підсумовуючи, аналіз динаміки та структури міжнародних резервів України в 2002-2023 рр. показав, що суттєве збільшення обсягу ЗВР за досліджуваний період відбулось здебільшого при погіршенні стану їхньої структури. Зокрема, виявлено проблеми залежності України від світового капіталу в процесі формування бази резервних активів та відсутність належного рівня їхньої диверсифікації. Це обумовлює безпекові ризики, адже в умовах скорочення міжнародної фінансової допомоги, а також при девальвації долара США існує імовірність обмеження функцій міжнародних резервів для забезпечення безперебійності та стабільності вітчизняної економіки. З іншого боку, виявлено резерв підвищення ліквідності та дохідності ЗВР, отже спроможності виконувати їхнє загальноекономічне призначення, у вигляді золотого запасу.

2.2. Оцінка міжнародних резервів НБУ за різними критеріями достатності

Сприяння чи обмеження участі міжнародних резервів у функціонуванні національної економіки здійснюється не тільки під впливом їхньої структури та її відповідності управлінським цілям центрального банку. Ці процеси також пов’язані з дотриманням вимог достатності золотовалютних резервів, тобто адекватності їхнього обсягу в масштабах системи народного господарства.

Загалом, проблематика формування міжнародних резервів пов’язана з певною дилемою: при їх нестачі погіршується платоспроможність країни в зовнішніх розрахунках та посилюється її вразливість до кризових явищ; а надлишок – призводить до невикористання повного потенціалу національного багатства та замороження його частини на балансі центрального банку через нерівномірність виробництва і споживання. Згідно з концепцією поведінкової

економічної теорії, останнє можна пояснити систематичними відхиленнями від раціональності на всіх рівнях економіки [39, с. 159].

Існують різні погляди на визначення орієнтиру, в межах якого має коливатись фактичний обсяг золотовалютних резервів країни. Наприклад, дослідниця А. Т. Грицишин розрізняє вплив рівня офіційних резервів на економіку країни таким чином: «… оптимальний рівень – … резервів достатньо для попередження різких девальвацій і ревальвацій національної валюти; граничний рівень – … унеможливлення дефолту за державними зовнішніми зобов'язаннями; критичний рівень – … міжнародні резерви менші вартості трьохмісячного імпорту» [40, с. 39]. Наведена характеристика заснована на методологічних підходах до кількісної оцінки достатності ЗВР, які розроблялись із середини XX століття, як показано в табл. 2.2. Вони поділяються на традиційні та альтернативні за критерієм кількості складових.

Таблиця 2.2

Підходи до оцінки достатності міжнародних резервів центрального банку та їх характеристика

Критерії	Сутність	Межі достатності
Критерій покриття імпорту (Р. Триффін, 1947 р.)	Покриття імпорту, міс.	Більше 3 (4-6)
Критерій П. Гвідотті та А. Грінспена («розширений показник», 1999-2000 рр.)	Покриття короткострокового зовнішнього боргу, міс.	Мінімум 12
Відношення до ВВП (2000-і рр.)	Частка МР у ВВП, %	8–10
Відношення до М2 («звужений» критерій О. Війнхольдса та Е. Кептейна, 2001 р.)	Частка МР у М2, %	При фіксованому ВР: 10–20
		При плаваючому ВР: 5–10
Методика МВФ (2011, 2013, 2015 рр.)	При фіксованому ВР: МР (опт) = 10% × експ. + 10% × М2 + 30% × ЗКБ + 20% × інші зобов'язання	
	При плаваючому ВР: МР (опт) = 5% × експ. + 5% × М2 + 30% × ЗКБ + 15% × інші зобов'язання	

Джерело: складено автором за матеріалами [9; 40; 41; 42; 43; 44]

Зокрема, комбіновані критерії включають такі: критерій Я. Редді (покриття імпорту і витрат на обслуговування зовнішнього боргу, 1997 р.); критерій Р. Геллера, О. Джіна та Р. Ранс'єра (рівність граничної корисності резервів до їх граничних витрат); критерій втрат від кризи та втрат від володіння ЗВР (2003 р.);

метрика Ratio of Reserve / Assessing Reserve Adequacy (ARA) (МВФ, 2011, 2013, 2015 рр.) [40, с. 29, 35; 41, с. 652; 42, с. 256].

З метою оцінки достатності міжнародних резервів України доцільно застосувати традиційні методики, що дозволить обчислити адекватність обсягу офіційних резервів НБУ з огляду на різні канали їхнього прояву в національній економіці, а також альтернативний композитний критерій МВФ (ARA метрику) для збалансування та узагальнення отриманих результатів. Дослідження проводитиметься за даними НБУ та МВФ за період 2002-2023 рр.

Методологію оцінки достатності міжнародних резервів центрального банку за спроможністю покриття імпорту впродовж трьох місяців було розроблено Р. Триффіном ще в 1947 році, що обумовлює її загальноприйнятний статус, хоча, за іншими оцінками, даний період має бути довшим – 4-6 місяців [40, с. 28, 31]. На думку вітчизняного науковця П. В. Кондро, трьохмісячний проміжок є мінімально необхідним для того щоб економіка адаптувалась до зовнішньоторговельних шоків [45, с. 189].

Проведені розрахунки показали, що в Україні протягом 2002-2023 рр. міжнародних резервів вистачало для покриття від мінімум 3 до майже 6 місяців імпорту, окрім 2002 року (нестача ЗВР для покриття трьохмісячного імпорту – 744,5 млн. дол. США) та 2012-2014 рр. (нестача – в середньому 2,2 млрд. дол. США) (рис. 2.4). Щодо показників 2012-2014 рр., слід зауважити, що вони значно обумовлені підвищенням залежності української економіки від імпорту як такого, адже в цей період його частка від валового внутрішнього продукту (ВВП) коливалась у межах 52,85-59,37% (Додаток Д). У цілому, незважаючи на імпортоорієнтованість економіки України, протягом досліджуваного періоду обсяг її золотовалютних резервів заслуговує на доволі високу оцінку за даним критерієм.

Причому слід наголосити, що з 2015 року час фінансування імпорту поступово зростав, а в 2023 році обсягу міжнародних резервів НБУ вистачало для покриття майже 5,5 місяців, що особливо важливо для країни, яка перебуває в стані війни.

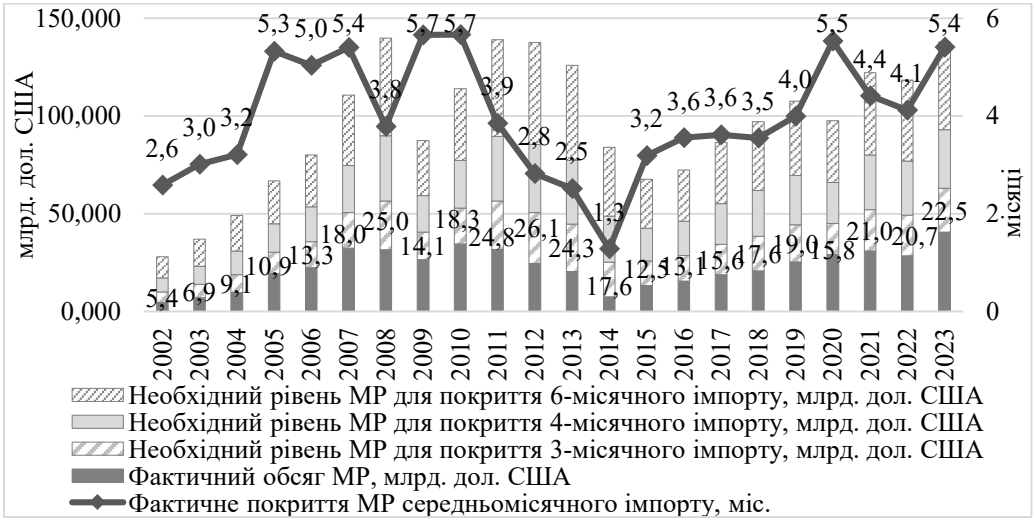


Рис. 2.4. Оцінка достатності міжнародних резервів НБУ за період 2002-2023 рр. за критерієм покриття імпорту

Джерело: складено та розраховано автором за матеріалами [31; 44]

Іншим важливим критерієм достатності, відомим як критерій Гвідотті-Грінспена (1999-2000-і рр.), виступає фінансування існуючої зовнішньої короткострокової заборгованості за рахунок золотовалютних резервів центрального банку протягом одного року. Вітчизняні дослідники наголошують на його використанні для оцінки здатності держави обслуговувати власний зовнішній борг у випадку відсутності рефінансування існуючих зобов'язань та надходжень іноземного капіталу [40, с. 31]. Як це видно з рис. 2.5, обсяг міжнародних резервів України впродовж всього аналізованого періоду не відповідав рекомендованим значенням.

Найкраща ситуація спостерігалась у 2005 році, коли ЗВР НБУ було достатньо для фінансування зовнішнього короткотермінового боргу протягом 11,4 місяців (проти 12), тобто нестача до достатнього рівня складала 1 млрд. дол. США; найгірша – в 2014-2016 роках. Тоді показник не перевищував у середньому 3 місяці, а дефіцит становив 37,131 млрд. дол. США.

Поступове покращення оцінки достатності міжнародних резервів України за критерієм Гвідотті-Грінспена в 2016-2023 рр. від майже 4 до майже 10 місяців покриття запланованого рівня амортизації зовнішнього боргу можна пов’язати в тому числі з отриманням нашою країною в цей період середньо- та

довгострокових позик на пільгових умовах від Єврокомісії, трастового фонду Світового банку, Європейського банку реконструкції та розвитку, країн-донорів [46, с. 265].

Рис. 2.5. Оцінка достатності міжнародних резервів НБУ за період 2002-2023 рр. за критерієм Гвідотті-Грінспена

Джерело: складено та розраховано автором за матеріалами [31; 44]

Для оцінки адекватності рівня золотовалютних резервів центрального банку також використовується показник їх співвідношення з ВВП, який іноді називають синтетичним [47, с. 42]. Така назва пов’язана з тим, що він, з одного боку, відображає період нормального існування країни в умовах розладу національного господарства (окрім секторів, які не можна замінити імпортом), а з іншого – обсяг ліквідності в іноземній валюті, який може використовувати регулятор для подолання валютної кризи. Оскільки втрати національного доходу під час останнього складають 8-10% від обсягу ВВП, цей проміжок вважається нормативним значенням даного показника[40, с. 40].

Як це видно з рис. 2.6, в 2002-2023 рр. НБУ переважно утримував надлишок міжнародних резервів, адже їхня питома вага в складі ВВП складала в середньому 16,86%. Виключенням є 2014 рік, коли показник знизився до 5,64%, тобто дефіцит становив принаймні 3,147 млрд. дол. США. Профіцит міжнародних резервів за їхньою часткою в ВВП не варто розцінювати позитивно,

адже таке явище вказує на розбалансованість вітчизняної економіки, отже на її внутрішню слабкість.

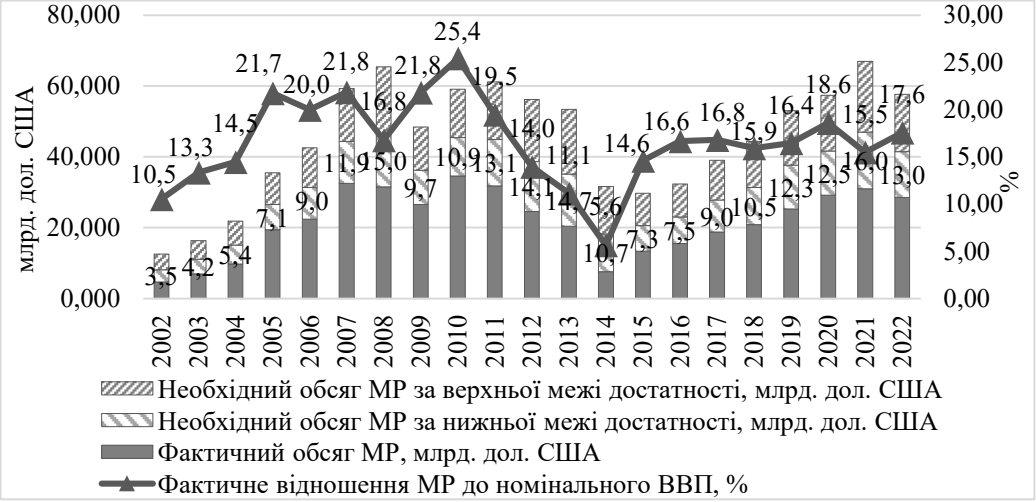


Рис. 2.6. Оцінка достатності міжнародних резервів НБУ за період 2002-2022 рр. за критерієм питомої ваги в складі номінального ВВП

Джерело: складено та розраховано автором за матеріалами [31; 44]

З іншого боку, слід відзначити, що піки зростання частки золотовалютних резервів НБУ від ВВП здебільшого припадають на періоди отримання міжнародної фінансової допомоги: 2007 р. (2009 р.) – 21,8%; 2010 р. – 24,5%, 2020 р. – 18,6%, 2022 – 17,8%. Швидше за все, це свідчить про періодичний тимчасовий профіцит офіційних резервів на балансі регулятора, аніж про хронічну проблему недовикористання частини національного багатства. До того ж, НБУ може притримуватись стратегії формування надлишків ЗВР з огляду на нестабільне політичне та макроекономічне середовище ззовні та всередині країни.

Також надлишок міжнародних резервів України в 2002-2023 роках виявлено за показником їхньої частки в грошовому агрегаті М2 (2001 р.). Дану методологію розробили вчені-економісти О. Війнхольдс та Е. Кептейн. Загалом, вона дозволяє визначати не лише «зовнішню» втечу капіталу, як критерій Гвідотті-Грінспена, але й «внутрішню» – шляхом визначення рівня покриття грошового агрегату М2 резервами, що в економічній літературі сприймається як звужена методика або взагалі ототожнюється. Її перевагою є розрізнення потреб

формування золотовалютних резервів центрального банку при фіксованому та плаваючому режимах валютного курсу, що обумовлює два нормативи достатності – 5-10% і 10-20% відповідно [40, с. 35].

Для проведення відповідних розрахунків щодо України було використано методологічний підхід НБУ, за якого в суму грошового агрегату М2 включаються «… готівкові кошти в обігу поза депозитними корпораціями (М0) переказні депозити в національній валюті (М1-М0), переказні депозити в іноземній валюті й інші депозити (М2-М1) …» [48, с. 6-7]. Результати обчислення частки вітчизняних золотовалютних резервів в М2 за 2002-2023 рр. дозволили дійти висновку, що протягом всього періоду грошова маса була занадто забезпечена ЗВР (рис. 2.7). Зокрема, при режимі фіксованого валютного курсу середня питома вага ЗВР НБУ в складі М2 становила 41,9%, при плаваючому – 35,8%, що вище відповідних інтервалів значень достатності.

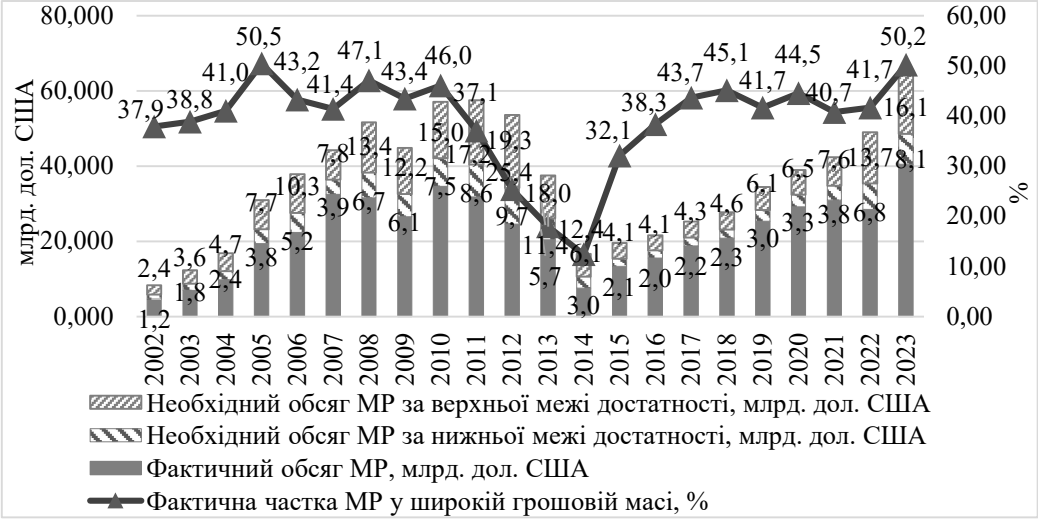


Рис. 2.7. Оцінка достатності міжнародних резервів НБУ за період 2002-2022 рр. за критерієм покриття М2

Джерело*:* складено та розраховано автором за матеріалами [31; 44]

Зрештою, для врахування всього комплексу джерел ризиків, які в кризових умовах спричиняють вилучення резервних активів, доречно обчислити оптимальний рівень міжнародних резервів центрального банку за методикою Assessing reserve adequacy (ARA) metric, розробленою МВФ. У межах даної методики враховуються показники експорту, М2, зовнішнього короткострокового

боргу, інших портфельних зобов'язань, що зважені на коефіцієнти, встановлені експертним шляхом залежно від режиму курсоутворення. Інтервал достатності охоплює значення 100-150% частки фактичного обсягу міжнародних резервів країни від нормативного [44].

Проведені розрахунки показали, що протягом 2002-2023 рр. були періоди як достатності, так і нестачі міжнародних резервів НБУ (рис. 2.8). Зокрема, в 2005 році частка сформованих офіційних резервів від їхнього нормативного обсягу становила 106,24%, а в 2007 зафіксовано її максимальне значення за весь досліджуваний період – 131,47% (обсяг накопичених резервів становив 32,479 млрд. дол. США проти необхідних 24,704 млрд. дол. США). До того ж, завдяки підтримці міжнародних фінансових організацій та країн-донорів обсяги ЗВР України були наближеними до оптимальних в 2020-2021 рр. (нестача до достатнього рівня – трохи більше 1 млрд. дол. США в середньому) та в 2023 році (дефіцит – 1,605 млрд. дол. США).

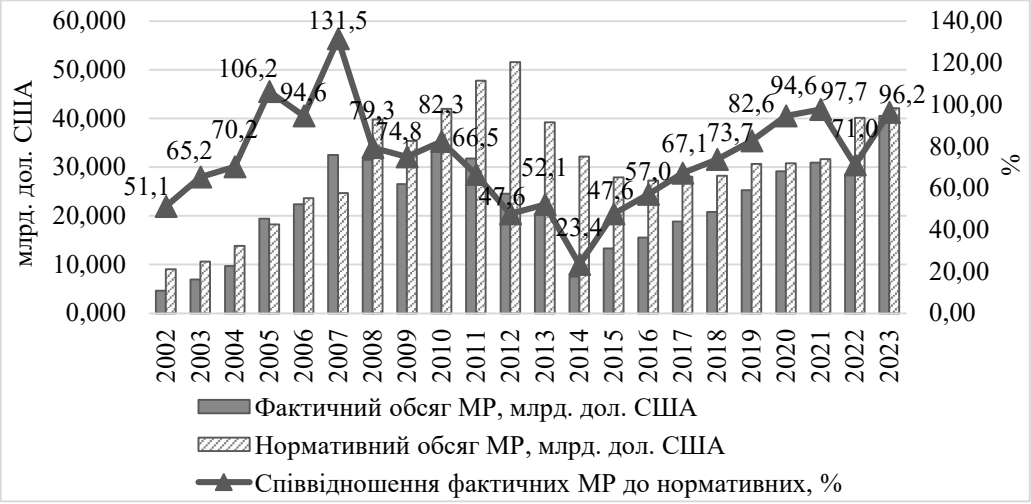


Рис. 2.8. Оцінка достатності міжнародних резервів НБУ за період 2002-2023 рр. за композитною методикою МВФ

Джерело*:* складено та розраховано автором за матеріалами [31; 44]

З іншого боку, в період з 2008 по 2019 рр. рівень сформованих золотовалютних резервів НБУ значно поступався достатньому. Так, у найгіршому стані міжнародні резерви перебували в 2012 та 2014 роках: тоді дефіцит складав 27,013 млрд. дол. США й 24,657 млрд. дол. США відповідно.

Таким чином, під час аналізу динаміки золотовалютних резервів України за період 2002-2023 рр. було отримано наступні результати щодо їхнього стану: достатні за критерієм покриття імпорту (3-5 місяців); надлишкові – за критеріями частки у ВВП (16,5% проти 8-10%) та Війнхольдса-Кептейна (41,9% замість 10-20% при фіксованому курсоутворенні; 35,8% проти 5-10% при плаваючому); недостатні – за критерієм Гвідотті-Грінспена (1-11 місяців фінансування зовнішнього короткострокового боргу замість 12); недостатні – за композитним критерієм МВФ (частка сформованих міжнародних резервів від їх нормативного рівня – в середньому 74,20%).

Це дає підстави оцінити стан вітчизняних міжнародних резервів за спроможністю виконання ними відведених завдань у масштабі національної економіки як посередній через асиметричні проблеми їх формування за різними критеріями (наявність профіцитів і нестач за різними критеріями). Рівень ЗВР НБУ відповідає проміжному між критичним та граничним, зважаючи на те, що Україна може самостійно фінансувати імпорт впродовж трьох та більше місяців, але не повністю захищена від ризику дефолту за зовнішньою короткостроковою заборгованістю. Це погано позначається на фіскальній, а отже економічній безпеці й стабільності держави.

2.3. Моделювання впливу обсягу міжнародних резервів України на розвиток національної економіки

Як показують теорія й практика, міжнародні резерви центрального банку займають вагоме місце в системі національної економіки. Динаміка їхнього рівня та структури в комплексі з іншими ключовими показниками формують економічний ландшафт країни на поточний момент, а також закладають вектор його зміни в майбутньому. Для встановлення впливу рівня золотовалютних

резервів на розвиток національної економіки та його кількісного виміру доречно скористатись методологією економетричного моделювання.

Загалом, моделюванням вважається «… дослідження будь-якого об'єкта або системи об'єктів шляхом побудови і вивчення їх моделей», де модель позначає абстракцію, тобто спрощене представлення дійсності [49, с. 30]. Оскільки сутність економетрики як науки полягає в синтезі економічної теорії, математики та статистики для дослідження фінансово-економічних явищ, це обумовлює спеціалізацію економетричного моделювання на кількісному аналізі економіки шляхом специфікації, параметризації та апробації певного рівняння (економетричної моделі), яке описує взаємозв'язки між змінними, його аналізу та використання в цілях прогнозування.

Українські науковці (зокрема, В. Єрьоменко та інші) конкретизують, що під економетричною моделлю розуміється «… скалярне або векторне рівняння, яке описує кореляційно-регресійний зв'язок між економічними показниками …» [50, с. 7]. Класична модель лінійної регресії (КМЛР) застосовується для якісного та кількісного дослідження причинно-наслідкових зв'язків фінансово-економічних показників та має такий вигляд:

$$y_i = a + b_{1i}x_{1i} + b_{2i}x_{2i} + \cdots + b_{pi}x_{pi} + u_i, \qquad (2.1)$$

де y_i – залежна (екзогенна) змінна;

a – вільний член;

b_i – коефіцієнти регресії;

x_i – незалежні (ендогенні) змінні;

u_i – регресійний залишок (збурення).

У підручнику "Introductory Econometrics for Finance" (C. Brooks) наголошено на таких передумовах КМЛР: математичне сподівання збурень дорівнює нулю; збурення мають однакову дисперсію (гомоскедастичні); збурення не корелюють між собою; випадкові збурення розподілені за нормальним законом [51, с. 44]. Зауважимо, що хоча вищенаведене рівняння

відображає модель множинної лінійної регресії (адже воно містить декілька незалежних змінних), для нього так само діють перелічені вимоги.

Як процес, моделювання лінійної регресії складається з декількох етапів, а саме з розробки нової або дослідження існуючої фінансово-економічної теорії, формулювання на її підґрунті теоретичної моделі, збору даних, оцінки специфікації моделі на адекватність з огляду на передумови КМЛР (якщо встановлюється обернене, то відбувається ітерація циклу), інтерпретації та практичного застосування отриманих результатів [51, с. 9]. Майже на всіх етапах доречне застосування інформаційно-програмних засобів: наприклад, спеціалізованого програмного забезпечення (EViews, MATLAB, RATS, Stata, Statistica, у вищих навчальних закладах – Gretl) та пакету «Аналіз даних» в Excel (Microsoft).

В економічній літературі моделюванню кореляційно-регресійних взаємозв'язків золотовалютних резервів центрального банку з іншими макроекономічними показниками присвячено багато наукових праць, особливо зарубіжних вчених. Зокрема, позитивний вплив обсягу міжнародних резервів (x_1) на економічне зростання (y), виражене крізь реальний або валовий внутрішній продукт (ВВП) в залежності від конкретного дослідження, підтверджують такі науковці:

- M. Benli та інші – аналіз вибірки з 41 країни, що розвиваються, в 1970-2019 рр. методами CS-ARDL і CS-DL, x_2 – рівень інфляції [51, с. 822];
- P. I. Nwosa – Нігерія, 1981-2014 рр., метод найменших квадратів (МНК), x_2 – офіційний валютний курс [52, с. 119];
- B. K. Awoderu та інші – Нігерія, 1980-2014 рр., дисперсійний аналіз, x_2 – реальний ефективний обмінний курс, x_3 – експорт, x_4 – імпорт [53, с. 87];
- J. Alam та інші – Бангладеш, 1980-2014 рр., розширений тест Дікі-Фулера, x_2 – прямі іноземні інвестиції, x_3 – рівень інфляції, x_4 – сальдо торгового балансу) [54, с. 102].

Дане дослідження має на меті перевірити та оцінити характер і ступінь розвитку національної економіки України під впливом комплексу макроекономічних факторів, зокрема зміни обсягу міжнародних резервів НБУ. Для її досягнення потрібно вирішити низку завдань, а саме: визначити теоретичну і функціональну форму моделі регресії, оцінити її параметри та інтерпретувати отримані результати. Зважаючи на проведений аналіз наукових джерел, в якості показника економічного розвитку України доцільно використовувати ВВП, а як його чинники розглядати міжнародні резерви НБУ, прямі іноземні інвестиції, офіційний валютний курс, торговельний баланс (експорт як його складову) та інфляцію:

1. Валовий внутрішній продукт (ВВП). Згідно з методологією стандартів системи національних рахунків 2008 року (СНР-2008) та європейської системи рахунків 2010 року (ESA-2010), ВВП позначає вартість кінцевої продукції, виробленої на економічній території країни за певний період (найчастіше за рік) [55, с. 82]. Тож його вибір в якості залежної зміни пояснюється тим, що ВВП виступає своєрідним інтегральним показником розвитку національної економіки. Зазначимо: якщо ВВП розраховується в поточних (фактичних) цінах, тобто в цінах звітного періоду, його називають номінальним, а реальний ВВП розраховується в цінах базового року. У зв'язку з тим, що облік міжнародних резервів здійснюється в поточних цінах, для збереження методологічної єдності обрано саме показник номінального ВВП.

2. Міжнародні резерви центрального банку (МР). З огляду на проведені дослідження їх теоретичних і практичних засад, а також на аналіз відповідних наукових джерел, випливає припущення про позитивний вплив міжнародних резервів на економічний розвиток. Зокрема, він пояснюється їх функціями з обслуговування зовнішніх торгово-економічних і фінансово-кредитних відносин держави, реалізації монетарної політки, фінансування від'ємного сальдо платіжного балансу та самострахування національної економіки від ризиків ліквідності та пролонгації зобов'язань в кризовий період, створення прибутку. Тож у процесі формування та використання міжнародних резервів центральний

банк формує позитивну кон'юнктуру національних товарних та валютних ринків, управляє грошовою масою, сприяє збереженню (підвищенню) позицій країни у світових кредитних рейтингах та її інвестиційної привабливості, нівелює збитки від кризових явищ, забезпечує частину надходжень до державного бюджету, що в сукупності сприяє економічному зростанню.

3. Прямі іноземні інвестиції (ПІІ). За теоретико-методологічним підходом НБУ, це транскордонні інвестиції в господарський сектор країни шляхом участі зовнішніх інвесторів у капіталі суб'єктів господарювання [31]. Теоретично ПІІ мають здійснювати позитивний вплив на ВВП, адже слугують джерелом капіталовкладень для підприємств, надаючи їм змогу провести переоснащення та модернізацію ланцюгів виробництва для підвищення загальної продуктивності. Важливість прямих іноземних інвестицій для економічного розвитку України підтверджується аудит-консалтинговою компанією Ernst & Young, яка на запит Уряду України розробила операційний план з підвищення інвестиційної привабливості вітчизняних підприємств для забезпечення економічного розвитку [56].

4. Офіційний валютний курс. У даному контексті за офіційний валютний курс приймається офіційний курс гривні до долара США (середньозважене значення його купівлі та продажу за всіма угодами на міжбанківському ринку протягом дня), зважаючи на його статус у міжнародних розрахунках та «доларизацію» структури золотовалютних резервів України. Через те, що зростання валютного курсу призводить до знецінення національної валюти, він виступає фактором негативного впливу на ВВП. Його дія полягає в зростанні витрат на імпорт та падіння реальної купівельної спроможності населення як чинників вітчизняного виробництва.

5. Торговельний баланс. Як частина платіжного балансу України, він відображає вартість експорту та імпорту вітчизняної продукції. Сальдо торговельного балансу (різниця між експортом та імпортом) таким чином впливає на національну економіку: виникнення профіциту свідчить про отримання значної експортної виручки, підкріплення банківської системи

ліквідністю в іноземній валюті та відповідно зростання темпів приросту ВВП (відповідно до цього, може виявитись доречним виокремити вплив експорту на економічне зростання в певній специфікації моделі); з іншого боку, потреба фінансування дефіциту торговельного балансу призводить до вилучення частини фінансових ресурсів НБУ, які інакше могли бути спрямовані на потреби забезпечення стабільності гривні та економічного розвитку.

6. Інфляція. Рівень інфляції відображає темпи зростання цін. Практика свідчить, що інфляція може бути як позитивним, так і негативним чинником зміни ВВП. Як індикатор зміни загального рівня цін на продукцію для населення, споживча інфляція може стимулювати її пропозицію. Однак неконтрольована інфляція призводить до зменшення купівельної спроможності національної грошової одиниці, зниження попиту, підвищення облікової ставки НБУ в межах політики «дорогих грошей», що в кінцевому результаті негативно позначається на економічному розвитку.

Джерелом вхідних даних щодо перелічених показників вітчизняної економіки слугує публічна звітність Національного банку України (НБУ), Державної служби статистики України (ДССУ) та Міжнародного валютного фонду (МВФ) у доларовому еквіваленті за період 2002-2023 рр. Відповідно, тип вхідних даних – кількісний (безперервний) панельний.

Перевірка висунутої гіпотези щодо залежності економічного розвитку України від даного комплексу факторів потребує визначити специфікацію моделі множинної лінійної регресії та оцінити її невідомі параметри. Для останнього доречно застосувати один із найпоширеніших методів, а саме найменших квадратів – МНК, прийнявши за рівень статистичної значущості 5%, або 0,05.

Результати розробки найбільш адекватної специфікації регресійної моделі залежності зміни номінального ВВП України від зміни міжнародних резервів НБУ та інших чинників, розрахованих як темпи просту відповідних показників, наведено в табл. 2.3. Їх отримано з використанням прикладного програмного пакету для економетричного моделювання «Гретл» (Gretl).

Таблиця 2.3

Результати кореляційно-регресійного аналізу залежності економічного розвитку України від зміни рівня міжнародних резервів НБУ та інших макроекономічних чинників за період 2002-2023 рр.

(значення коефіцієнтів при змінних)

Незалежні змінні	Специфікації моделей									
	1		2		3		4		5	
	коефіцієнт	Р-значущість	коефіцієнт	Р-значущість	коефіцієнт	Р-значущість	коефіцієнт	Р-значущість	коефіцієнт	Р-значущість
Темпи приросту МР	0,1355	0,0210	0,1282	0,0206	0,1238	0,0078	0,1269	0,0038	0,1320	0,0020
Темпи приросту ПІІ	−0,0031	0,5772*	x	x	0,0011	0,7922*	x	x	x	x
Темпи приросту офіційного валютного курсу	−1,0788	<0,0001	−1,0778	<0,0001	−0,5472	0,0009	−0,5522	0,0005	−0,4845	<0,0001
Темпи приросту ТБ	−0,0186	0,0244	−0,0185	0,0218	x	x	x	x	x	x
Рівень інфляції	0,8049	0,0154	0,8239	0,011	0,1529	0,5092*	0,1498	0,5040*	x	x
Темпи приросту експорту	x	x	x	x	0,4158	0,0003	0,4111	0,0002	0,4338	<0,0001
R-квадрат	0,9003		0,8982		0,9413		0,9411		0,9393	
Р-значущість F–критерію	5,23E-07		9,47E-08		1,04E-08		1,24E-09		1,51E-10	
Р-значущість LM-статистики тесту на гетероскедастичність (Уайта)	0,3675		0,3574		0,7971		0,2850		0,8547	
Р-значущість chi-square-статистики тесту на нормальний розподіл залишків	0,8928		0,9043		0,0812		0,1228		0,1950	
DW-критерій	2,746554**		2,8280**		1,6864**		1,6738**		1,4080**	
Р-значущість LMF-статистики тесту на автокореляцію (Бройш-Годфрі)	0,0834		0,0542		0,7869		0,7780		0,3772	

* – незначуща змінна

** – проміжок невизначеності (для статистики Дарбіна-Уотсона)

Джерело: складено автором за матеріалами [31; 44]

З отриманих результатів випливає, що залежність розвитку національної економіки України від зміни рівня золотовалютних резервів НБУ та інших макроекономічних чинників в 2002-2023 рр. найкраще описує наступна модель множинної лінійної регресії:

$$pc_GDP = 9{,}6752 + \ 0{,}1320 * pc_RES - 0{,}4845 * pc_USD + 0{,}4348 * pc_XPOT \ + u, \quad (2.2)$$

де pc_GDP – темпи приросту номінального ВВП України, %;

pc_RES – темпи приросту міжнародних резервів НБУ, %;

pc_USD – темпи приросту офіційного валютного курсу гривні до долара США, %;

pc_XPOT – темпи приросту експорту, %;

u_i – регресійний залишок (збурення).

По-перше, Р-значення F-критерію Фішера та t-критеріїв Стьюдента свідчать, що в межах даної специфікації модель та всі її чинники з імовірністю 95% є статистично значущими. Величина коефіцієнту детермінації (R-квадрату) є припустимо високою – 0,9393. Це означає, що 93,93% зміни темпів приросту ВВП України пояснюється зміною темпів приросту міжнародних резервів НБУ, офіційного валютного курсу та експорту.

По-друге, результати перевірки гіпотези про гетероскедастичність залишків регресійної моделі за тестом Уайта показують, що оскільки Р-значення LM-статистики (0,8547) вище прийнятого рівня статистичної значущості (0,05), то немає підстав відхилити нульову гіпотезу про їхню гомоскедастичність.

По-третє, в моделі в даній специфікації відсутня автокореляція залишків першого порядку. Хоча критерій Дарбіна-Уотсона (1,4080) потрапляє в проміжок невизначеності (від 1,0262 до 1,6694), це підтверджується тестом Бройш-Годфрі, за яким Р-значення LMF-статистики перевищує прийнятий рівень статистичної значущості (0,3772 > 0,05), тож нульова гіпотеза про відсутність автокореляції приймається.

Зрештою, зазначена модель відповідає нормальному закону розподілу залишків, про що свідчить тест Дурніка-Хансена. Згідно з цим тестом, Р-значення критерію хі-квадрат дорівнює 0,1950 (більше рівня статистичної значущості 0,05), отже підстав для відхилення нульової гіпотези, що залишки регресії розподілені за нормальним законом, відсутні.

Отже, остання наведена специфікація моделі множинної лінійної регресії економічного розвитку України є найбільш точною та надійною. Якщо аналізувати отримані за нею коефіцієнти при незалежних змінних, то можна дійти наступних висновків щодо характеру та ступеню їхнього впливу на залежну змінну:

1. Формування НБУ міжнародних резервів позитивно впливає на розвиток української економіки, адже зростання темпів приросту їх рівня на 1 п. п. призводить до зростання темпів приросту номінального ВВП на 0,13 п. п. Це пов'язано з тим, що за період 2002-2023 рр. обсяг золотовалютних резервів України оцінюється як переважно недостатній, тож усунення дефіциту ЗВР завдяки підвищенню ефективності реалізації їх функцій сприяє нормалізації кон'юнктури вітчизняних товарних ринків, стану грошової маси, пом'якшенню коливань офіційного валютного курсу, зростанню інвестиційної привабливості, збільшенню надходжень до державного бюджету та підвищенню стійкості до кризових явищ. Таким чином, позитивна динаміка рівня міжнародних резервів України створює передумови для розвитку національної економіки.

2. Наявна динаміка офіційного валютного курсу перешкоджає розвитку вітчизняної економіки: якщо темпи приросту курсу гривні до долару США, який розраховує НБУ, збільшується на 1 п. п., то темпи приросту номінального ВВП України зменшуються на 0,49 п. п. Дана залежність пояснюється в т. ч. тим, що падіння курсу національної валюти призводить до зменшення оцінки номінального ВВП в доларовому еквіваленті, але головним чином – тим, що українська економіка є значно орієнтованою на імпорт, тож його подорожчання виливається в зростання цін для виробників і населення, а як наслідок – зростання облікової ставки НБУ та скорочення економічної активності.

3. Постачання товарів і послуг за кордон сприяє економічному розвитку України, а саме збільшення темпів приросту експорту на 1 п. п. обумовлює підвищення темпів приросту номінального ВВП на 0,44 п. п. Позитивний вплив експорту на ВВП реалізується шляхом покращення структури платіжного балансу держави, надходження валютної виручки на банківські рахунки національних підприємств-експортерів, а отже забезпечення ліквідності в іноземній валюті в банківській системі загалом, стимулюванням виробництва та інновацій. Зазначимо, що зростанню експорту теоретично сприяє зниження курсу національної валюти, однак дана специфікація моделі показує коефіцієнт кореляції Пірсона між приростом експорту та офіційного валютного курсу на рівні -0,6, що за модулем менше 0,8, отже проблема мультиколінеарності змінних відсутня.

Варто зауважити, що єдина змінна, яка виявилась незначущою під час моделювання в усіх специфікаціях, це темпи приросту прямих іноземних інвестицій. На думку І. Бабець, це пов'язано з неефективною структурою ПІІ в економіці країни, адже в ній «… переважають інвестиції у сировинні та низькотехнологічні галузі промисловості ….», що не може забезпечити швидкі темпи росту національної економіки [57, с. 135]. Також у четвертій специфікації моделі залежності темпів приросту номінального ВВП України від темпів приросту її золотовалютних резервів не відповідає вимогам статистичної значущості змінна, яка позначає темпи приросту рівня споживчих цін (іншими словами, рівень інфляції).

Таким чином, можна дійти висновку, що в результаті моделювання доведено позитивний вплив міжнародних резервів НБУ в комплексі з низкою інших макроекономічних параметрів на розвиток вітчизняної економіки. Зокрема, зростання темпів приросту рівня вітчизняних золотовалютних резервів на 1 п. п. може забезпечити підвищення темпів приросту номінального ВВП на 0,13 п. п. Це свідчить про необхідність пошуку резервів зростання даного показника для забезпечення сталого розвитку національної економіки України в майбутньому.

Висновки до розділу 2

Дослідження практичних аспектів формування та впливу на національну економіку міжнародних резервів України в 2002-2023 роках дозволяє дійти комплексних висновків щодо особливостей їх накопичення, структурування та використання, відповідності масштабам вітчизняної економіки (достатності), а також характеру та ступеню залежності зростання ВВП як інтегрального показника економічного розвитку від динаміки їх рівня.

Загалом, за досліджуваний період виявлено зростання золотовалютних резервів НБУ на 35,885 млрд. дол. США, або в 9 разів. З одного боку, драйверами такого зростання виступали запозичення та безповоротна фінансова допомога від МВФ, Єврокомісії, Світового банку, ЄБРР та країн-донорів, режим плаваючого валютного курсу. З іншого боку, позитивну дію цих чинників частково нівелювали фінансово-економічні кризи національного та світового масштабів, підтримання невиправдано низького офіційного валютного курсу до 2012 року, напад на українську суверенну територію та її часткова анексія в 2014 та 2022 роках, режим фіксованого курсоутворення.

Протягом всього періоду зміна обсягу золотовалютних резервів НБУ супроводжувалась зміною їхньої структури. Результати її аналізу за різними критеріями вказують на наявність таких проблем, як відносно низька частка чистих міжнародних резервів в їхньому загальному складі та висока питома вага долару США у вільноконвертованих валютах. Поєднання залежності від світового фінансового капіталу та низької диференціації валютних резервних активів створює певні ризики для національної економіки. Одночасно, з огляду на дохідність офіційних резервів позитивним явищем є зростання вартості золота в 2002-2023 рр., що обумовлює зростання вартості українського золотого запасу на 1,524 млрд. дол. США протягом цього періоду.

За зазначених рівня та структури золотовалютних резервів НБУ основними напрямами їхнього використання у досліджувані роки були обслуговування

зовнішнього державного боргу та виконання гарантованих державою зобов'язань за борговими цінними паперами (як у випадку НАК «Нафтогаз України»), реалізація валютної політики з підтримки стабільності курсу національної валюти шляхом проведення регулятором валютних інтервенцій, фінансування дефіциту платіжного балансу.

При цьому з позиції достатності рівень міжнародних резервів України в 2002-2023 рр. не є задовільним. Застосування традиційних підходів до оцінки достатності ЗВР висвітлює точкові джерела вразливості вітчизняної економіки у співвідношенні випуску й споживання, а також платоспроможності за зовнішніми зобов'язаннями. Для оцінки на агрегованому рівні використано композитний критерій МВФ (ARA метрику). Це виявило переважний дефіцит офіційних резервів України, що має наслідком низький рівень міжнародної валютної ліквідності в країні. У свою чергу, це спричиняє вразливість до шоків поточного та фінансового рахунків платіжного балансу, обмежені можливості НБУ зі згладжування курсових коливань (звідси – вразливість гривні до девальвації), підвищення можливості дефолту за державними зовнішніми зобов'язаннями при розгортанні кризових явищ. З іншого боку, за результатами розрахунку пропорції ЗВР до М2 виявлено низькі ризики відтоку капіталу, що важливо для України як країни з банкоцентричною моделлю фінансового ринку.

Зрештою, шляхом кореляційно-регресійного моделювання доведено позитивний вплив міжнародних резервів НБУ в комплексі інших макроекономічних показників на розвиток вітчизняної економіки, а саме що зростання темпів приросту їхнього рівня на 1 п. п. обумовлює підвищення темпів приросту номінального ВВП на 0,13 п. п.

Таким чином, результати дослідження вказують на важливість у подальшому розробити рекомендацій для подолання виявлених проблем нестачі та структурних вразливостей міжнародних резервів України, щоб забезпечити максимізацію їхнього позитивного впливу на національну економіку, особливо в поточних умовах воєнного стану.

РОЗДІЛ 3
НАПРЯМИ ОПТИМІЗАЦІЇ МІЖНАРОДНИХ РЕЗЕРВІВ УКРАЇНИ З МЕТОЮ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ФУНКЦІОНУВАННЯ ВОЄННОЇ ЕКОНОМІКИ

3.1. Світовий досвід формування достатнього рівня міжнародних резервів в умовах ведення війни

Проведене дослідження практичних аспектів формування міжнародних резервів України та їх впливу на національну економіку показало, що усунення дефіциту ЗВР позитивно позначається на загальному економічному розвитку. У зв'язку з цим постає питання оптимізації рівня офіційних резервів НБУ. Відповідно до сучасних українських реалій, для забезпечення комплексного підходу до вирішення поставленого питання, а саме щоб врахувати вимоги достатності не тільки у звичайних умовах, але й під час воєнного стану, доречно звернутись до світового досвіду.

Для цього спочатку охарактеризуємо стан міжнародних резервів у світі та в окремих економіках, використовуючи метод ранжування за критерієм обсягу ЗВР різних центральних банків станом на кінець 2023 року (табл. 3.1).

Таблиця 3.1

Рейтинг країн за обсягом міжнародних резервів на кінець 2023 року

Місце в рейтингу	Країна	Обсяг МР, млрд. дол. США	Місце в рейтингу	Країна	Обсяг МР, млрд. дол. США	Місце в рейтингу	Країна	Обсяг МР, млрд. дол. США
А	1	2	3	4	5	6	7	8
1	Китай	3610	18	Ізраїль	204,7	35	Угорщина	45,8
2	Японія	1336,3	19	Польща	195,4	36	Бельгія	41
3	Швейцарія	875,9	20	Чехія	148,7	37	Україна	40,6
4	Індія	626,3	21	Індонезія	146,4	38	Мороко	36,3
5	Російська Федерація	598,6	22	Туреччина	140,9	39	Португалія	35,3
6	Гонконг, ОАР	462,5	23	Канада	118,3	40	Австрія	32,4
7	Сейшели	436,9	24	Малайзія	113,5	41	Аргентина	23,1
8	Південна Корея	420,2	25	Філіппіни	109,8	42	Гватемала	21,3
9	Бразилія	355	26	Іспанія	103,8	43	Камбоджа	20,6

Продовження таблиці 3.1

А	1	2	3	4	5	6	7	8
10	Словаччина	351	27	Данія	97,1	44	Йорданія	19
11	Німеччина	323	28	Норвегія	80,7	45	Фінляндія	17,2
12	Італія	249,7	29	Румунія	72,9	46	Уругвай	16,4
13	Франція	246,6	30	Колумбія	64,8	47	Нова Зеландія	16,3
14	США	245,2	31	Австралія	64,6	48	Ангола	15,9
15	Таїланд	224,6	32	Чилі	61,7	49	Домініканська Республіка	15,5
16	Мексика	214,4	33	Швеція	61,6	50	Греція	14
17	Сполучене Королівство	214,1	34	Болгарія	46,5	-		

Джерело: складено автором за матеріалами [58]

Загалом, наприкінці 2023 року світові золотовалютні резерви становили 14,917 трлн. дол. США. З них 3,610 трлн. дол. США, тобто 24,20%, припадає на Китайську Народну Республіку (КНР), завдяки чому вона посідає перше місце в наведеному рейтингу. Сумарно рейтинг налічує 24 розвинуті країни (резервів – 5,760 трлн. дол. США) та 26 тих, що розвиваються (7,256 трлн. дол. США). Зазначимо, що Україна займає 37-ме місце в списку; співставна за політико-географічним розташуванням, площею території та кількістю населення Польща – 19-те; а Ізраїль, перебуваючи в стані війни, – 18-те.

Як це видно з рис. 3.1, за 2002-2023 рр. рівень світових міжнародних резервів зріс на 12,107 трлн. дол. США, або в 5,3 рази.

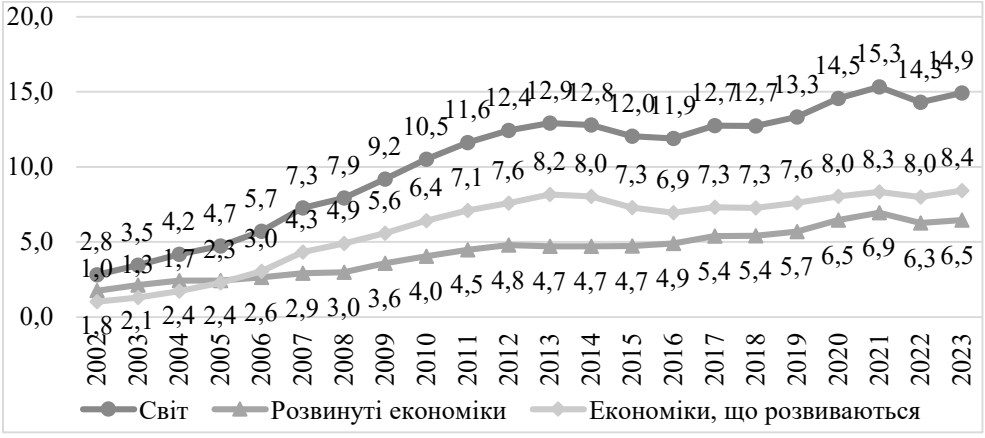


Рис. 3.1. Динаміка обсягів міжнародних резервів у світі, в розвинутих економіках та економіках, що розвиваються, за період 2002-2023 рр., трлн. дол. США

Джерело: складено автором за матеріалами [59]

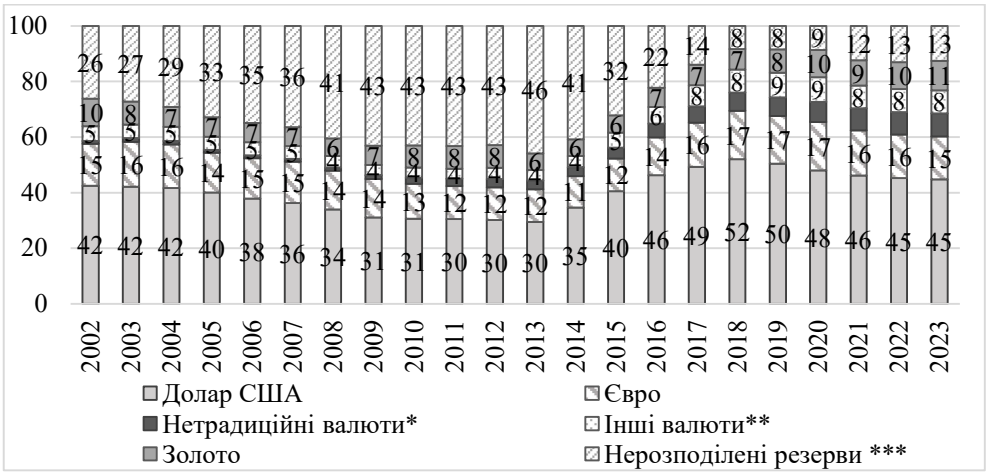
Причому на початку періоду найбільша частка в їхньому складі припадала на розвинуті економіки (62,49%), а наприкінці – на економіки, що розвиваються (56,47%). На думку економістів Л. Кіцу, Х. Гомес та Р. Паулі, активне накопичення офіційних резервів до 2015 року з боку країн, що розвиваються, викликано азійською фінансовою кризою 1997-1998 рр. та зростанням світових цін на сировину з 2005 року [11, с. 42]. Розвинуті країни формували власні міжнародні резерви більш повільними темпами, однак запобіжний мотив, який проявився в тому числі через фінансово-економічну кризи 2007-2008 рр., обумовлював повсюдне нарощення ЗВР до 2012-2013 рр.

У розвинутих економіках рівень золотовалютних резервів досяг свого історичного максимуму в 2021 році на позначці 6,948 трлн. дол. США, що пов'язано з глобальними дисбалансами ліквідності в іноземній валюті через пандемію COVID-19, хоча незапобіжний, або меркантилістський, мотив (забезпечення зовнішньої конкурентоспроможності та експорту) також відігравав важливу роль. Щодо решти країн, максимальне значення величини їх міжнародних резервів досягнуто в кінці 2023 року – 8,424 трлн. дол. США.

Слід додати, що, згідно з рис. 3.2, в 2002-2023 рр. долар США становив в середньому 40,16% всіх світових резервних активів (62,85% – валютних), а євро – 14,46% (22,91%). Це обумовлює їх статус головних резервних валют, але необхідно зазначити, що глобальна фінансово-економічна криза 2007-2008 рр. сприяла диверсифікації валютної структури світових ЗВР. Зокрема, за період 2008-2023 рр. питома вага нетрадиційних валют у ній збільшилась з 1,16% до 8,32%, тобто в більше 7 разів. Іншим чинником зміни структури міжнародних резервів у світі виступають політичні міркування. На користь даного твердження свідчить скорочення частки євро до рівня в середньому 11,68% у період між кризою 2007-2008 рр. та «брекзитом» 2016 року.

Також протягом 2002-2023 рр. частка золота у світових міжнародних резервах зросла з 9,89% до 10,65%, причому, згідно з даними Всесвітньої ради по золоту, вартість (спот) однієї тройської унції золота збільшилась у 6,27 разів [60]. Згідно з позицією українського науковця В. Козюка, ці явища обумовлені

підвищенням сировинних цін, скороченням реальних процентних ставок та геополітичними викликами з-поміж країн світу [61, с. 223].



* – австралійський долар, канадський долар, китайський юань, інші валюти

** – японська єна, британський фунт стерлінгів, швейцарський франк

*** – різниця між обсягами міжнародних резервів за методологією IFS (МВФ) і COFER (МВФ)

Рис. 3.2. Структура світових міжнародних резервів
за період 2002-2023 рр., %

Джерело: складено автором за матеріалами [59; 62]

Таким чином, можна виокремити певні тенденції формування міжнародних резервів у країнах із різними масштабами економіки. За нормальних умов центральні банки держав із розвинутою економікою схильні формувати відносно малі ЗВР. По-перше, це пов’язано з гнучкістю валютного курсу. По-друге, для них характерно використання каналу очікувань для досягнення цілей валютної політики замість безпосередніх валютних інтервенцій. По-третє, для даної групи держав полегшено доступ до альтернативних засобів фінансування, як валютні свопи, на що вказують економісти Європейського центрального банку (ЄЦБ) [11, с. 46].

До того ж, українська дослідниця А. М. Левченко висвітлює такі характеристики процесу формування міжнародних резервів у розвинутих країнах, порівняно з українською практикою, як: безпечне та узгоджуване розміщення резервних активів (НБУ не узгоджує своїх дій із ВРУ та з КМУ);

диверсифікація валютної структури; «… інформація є більш публічною, є звітність по використанню ЗВР …» [29, с. 33].

Країни, що розвиваються, у звичайних умовах схильні формувати свої золотовалютні резерви в більших обсягах через попит на ці ресурси під час обслуговування зовнішнього державного боргу та використання їх як застави, управління структурою платіжного балансу, тощо. При цьому провідною рисою в багатьох із таких країн (ОАЕ, Оман, Бахрейн, Казахстан, Азербайджан та інші) є створення стабілізаційних фондів, які, на думку У. М. Ніконенко, формують сировинні економіки під час економічного піднесення «… не лише для згладжування сальдо платіжного балансу, але й для профілактики очікувань девальвації грошової одиниці…» [63, с. 28].

Однак необхідно наголосити, що хоча певні аспекти світового досвіду з формування міжнародних резервів варто прийняти до уваги при розробленні відповідної стратегії НБУ, сучасні умови невизначеності, пов’язаної з запровадженням воєнного стану в Україні від 2022 року, обумовлюють специфічні виклики. В цілому, слід очікувати таке: в умовах війни країни з розвинутою економікою формують власні золотовалютні резерви на рівні понад достатній з метою більш надійного самострахування від потенційних загроз, тоді як економіки, що розвиваються (зокрема, українська), можуть не мати для цього достатньо ресурсів.

Для перевірки цього припущення та розробки відповідних рекомендацій потрібно проаналізувати та порівняти динаміку міжнародних резервів України та Ізраїлю як країн, на території яких певний час ведуться озброєні конфлікти, з огляду на достатність за композитним критерієм МВФ. Для «очищення» ефекту військових ризиків на достатність ЗВР також використовуватиметься досвід Польщі, яка належить до країн, що розвиваються, як і Україна, але має наближений до ізраїльського обсяг ЗВР, що підтверджується даними табл. 3.2. До того ж, ці країни об’єднують розвинені сільське господарство й ІТ-сфера, а Ізраїль та Україну – додатково міжнародні зв’язки з США та Великою Британією.

Таблиця 3.2

Основні макроекономічні показники України, Польщі та Ізраїлю за період 2002-2023 рр.

Роки	Номінальний ВВП, млрд. дол. США			МР, млрд. дол. США			Середній рівень інфляції, р/р, %		
	Україна	Польща	Ізраїль	Україна	Польща	Ізраїль	Україна	Польща	Ізраїль
2002	44,0	199,1	125,1	4,6	29,8	24,1	0,8	1,9	5,7
2003	52,0	217,8	131,3	6,9	34,2	26,3	5,2	0,7	0,7
2004	67,2	255,3	139,9	9,7	36,8	27,1	9	3,5	-0,4
2005	89,2	306,3	147,1	19,4	42,6	28,1	13,5	2,2	1,3
2006	111,9	344,6	158,7	22,4	48,5	29,2	9,1	1,2	2,1
2007	148,7	429,0	184,1	32,5	65,7	28,6	12,8	2,5	0,5
2008	188,1	533,6	220,6	31,5	62,2	42,5	25,2	4,3	4,6
2009	121,6	439,8	212,5	26,5	79,6	60,6	15,9	3,8	3,3
2010	136,0	475,7	238,9	34,6	93,5	70,9	9,4	2,6	2,7
2011	163,2	524,4	267,4	31,8	97,9	74,9	8	4,2	3,5
2012	175,8	495,2	262,9	24,5	108,9	75,9	0,6	3,7	1,7
2013	183,3	515,8	297,6	20,4	106,2	81,8	-0,3	1,1	1,5
2014	133,5	539,2	314,1	7,5	100,4	86,1	12,1	0,1	0,5
2015	91,0	476,8	302,7	13,3	94,9	90,6	48,7	-0,9	-0,6
2016	93,4	469,7	321,0	15,5	114,4	98,4	13,9	-0,7	-0,5
2017	112,1	524,8	357,2	18,8	113,3	113,0	14,4	2	0,2
2018	130,9	588,8	375,2	20,8	117,0	115,3	10,9	1,8	0,8
2019	153,9	596,0	399,7	25,3	128,4	126,0	7,9	2,2	0,8
2020	156,6	599,5	411,7	29,1	154,2	173,3	2,7	3,4	-0,6
2021	199,8	681,4	489,7	30,9	166,1	213,0	9,4	5,1	1,5
2022	162,0	688,3	525,0	28,5	166,7	194,2	20,2	14,4	4,4
2023	178,8	808,4	509,5	40,5	179,3	198,2	12,9	11,4	4,2

Джерело: складено автором за матеріалами [31; 44; 64]

Кількісний аналіз ключових макроекономічних показників трьох країн протягом 2002-2023 рр. показав, що в 2023 році під час військового конфлікту в Україні та Ізраїлі найбільший обсяг міжнародних резервів мав Банку Ізраїлю – 198,2 млрд. дол. США (Банк Польщі – 179,3 млрд. дол. США; НБУ – 40,5 млрд. дол. США). До того ж, ізраїльська економіка демонструвала найнижчий рівень інфляції, а саме 4,2% проти 11,4% у Польщі та 12,9% в Україні. Проте найкращий результат за ВВП у фактичних цінах показала Польща – 808,4 млрд. дол. США (в Ізраїлі – 509,5 млрд. дол. США; в Україні – 178,8 млрд. дол. США). Варто зауважити, що ці закономірності актуальні для всього періоду, але тривалий час лідером за обсягом ЗВР був Національний банк Польщі, тоді як Банк Ізраїлю

почав випереджувати його за цим параметром від 2020 року, тобто перед загостренням ізраїльсько-палестинського конфлікту в 2021 році.

Тож результати якісного та кількісного аналізу національних економік України, Польщі та Ізраїлю вказують, що з огляду на мету даного дослідження вони дійсно співставні між собою. З'ясовано, що попри конфлікт, економіка Ізраїлю є стійкою, витривалою та показує за певними напрямами кращі результати, ніж Польща в нормальних умовах (щонайменше, МВФ класифікує Ізраїль як «розвинуту економіку»). Як відображено на рис. 3.3, причиною цього може бути профіцит його міжнародних резервів, який для воєнної економіки виступає вагомим буфером шоків.

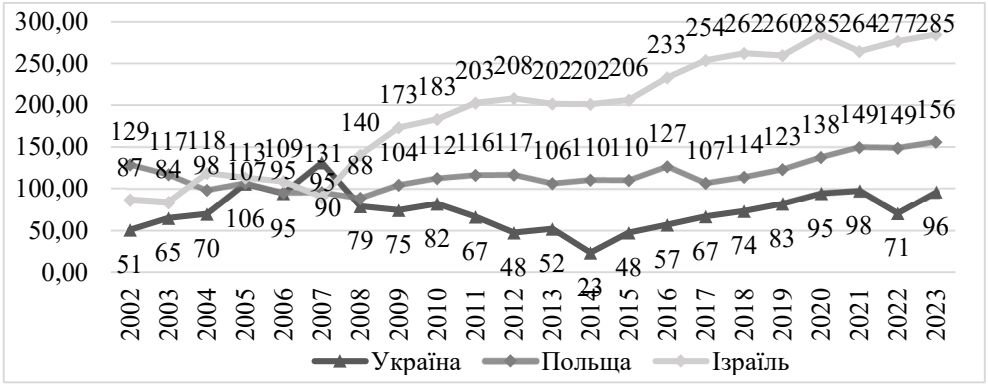


Рис. 3.3. Динаміка значень композитного критерію достатності міжнародних резервів України, Польщі та Ізраїлю за період 2002-2023 рр., %

Джерело: складено автором за матеріалами [31; 44]

Прийнявши за нормативний проміжок значень композитного критерію МВФ (відношення фактичних обсягів міжнародних резервів центрального банку до достатніх) від 100% до 150%, можна підсумувати, що, згідно з проведеними розрахунками, за період 2002-2023 рр. для України був здебільшого характерний дефіцит офіційних резервів національного регулятора, для Польщі – їх оптимальний стан, а в Ізраїлі з 2009 року зафіксовано постійно зростаючий профіцит ЗВР.

Зокрема, якщо аналізувати динаміку золотовалютних резервів НБУ на підставі методики МВФ, то єдині роки, коли їх рівень відповідав вимогам достатності були 2005 (106,24%) та 2007 (131,47%) рр. В подальшому погіршення

економічних та соціально-політичних чинників призвело до скорочення критерію достатності до критичної межі 23,40% під час першої фази російсько-українського конфлікту в 2014 році. У 2021 році, тобто за рік до повномасштабного вторгнення, зусилля НБУ з ліквідації дефіциту сприяли зростанню даної оцінки до 97,67%; а в 2023 році отримання світової фінансової допомоги дозволило досягти майже такий самий високий рівень достатності, як у 2021 році, а саме 96,19% (проти 71,02% в 2022 році).

Щодо світового досвіду, в 2002-2023 рр. спостерігалось майже стале зростання рівня достатності міжнародних резервів Банку Ізраїлю, причому середні темпи його приросту становили 6,89% щорічно. Означене зростання обумовило виникнення профіциту в 2009-2023 рр., за якого перевищення фактичного значення композитного критерію над максимальним нормативним (150%) складало 23,16-135,36 п. п. Зважаючи на хронологію ізраїльсько-палестинського конфлікту, помітно, що його події накладаються на зміну оцінки обсягу ЗВР. Головним чином, підвищення рівня міжнародних резервів Банку Ізраїлю відбувалось в 2022-2023 рр., тобто напередодні того, як 7 жовтня 2023 року ХАМАС здійснив озброєний напад: в 2022 році – на 12,58 п. п. до 277,07% порівняно з попереднім роком; в 2023 році – до 285,11% (максимальне значення за весь період) на 8,04 п. п. відповідно.

Це свідчить про економічну підготовленість Ізраїлю протидіяти військовим ризикам, що дозволило йому під час активної фази конфлікту в 2023 році порівняно з 2022 роком забезпечувати рівень інфляції приблизно 4% та контролювати скорочення ВВП на рівні 2,96% (натомість, в Україні в 2022 році порівняно з 2021 роком зростання рівня інфляції склало 10,8 п. п., а скорочення ВВП – 18,91%).

На факт того, що профіцит міжнародних резервів Ізраїлю не є показником структурних проблем його національної економіки, а, ймовірно, свідомо контролюється, вказують результати оцінки достатності ЗВР Національного банку Польщі в 2002-2023 рр. Згідно з ними, обсяги офіційних резервів Польщі відповідали обсягам та потребам її економіки протягом майже всього періоду за

винятком 2004 р. (98,21%), 2006-2008 рр. (мінімальне значення досліджуваного критерію в 2008 році – 88,48%) та 2023 р. (155,97%). Тож польська практика свідчить, що Ізраїль при порівняному масштабі економіки міг компенсувати профіцит ЗВР, але він виявився корисним та дозволив забезпечувати безперебійне функціонування в складних умовах.

Таким чином, з огляду на проведене дослідження можна зробити висновок про те, що розвинуті країни та ті, що розвиваються, по-різному формують власні міжнародні резерви, причому вагомий вплив на ці процеси має запровадження воєнного стану. За звичайних умов розвинуті економіки мають значний потенціал до управління обсягом золотовалютних резервів завдяки гнучкому курсоутворенню, ефективній дії трансмісійного механізму через канал очікувань, транспарентності та незалежності центральних банків. Перелічені чинники сприяють мінімізації потреби в накопиченні великих обсягів резервних активів та мають слугувати стратегічними орієнтирами для НБУ при управлінні обсягом та достатністю їх рівня в майбутньому після подолання кризових умов. До того ж, варто звернути увагу на такі нормальні практики економік, що розвиваються, як створення стабілізаційних фондів, – їх можна інкорпорувати завдяки експорту сировинної продукції наразі.

З іншого боку, оцінка динаміки міжнародних резервів Ізраїлю за композитним критерієм достатності МВФ (відомим як «ARA метрика») виявила, що в умовах воєнного стану розвинуті країни схильні до формування профіцитів ЗВР для абсорбації економічних шоків. Зокрема, це відбувається на підставі світової підтримки на безповоротній основі. Наприклад, Ізраїль за всі роки арабо-ізраїльського конфлікту отримав від США близько 300 млрд. дол. США загальної економічної та військової допомоги [65]. Проте для країн, що розвиваються, така вимога часу обмежується економічними можливостями, які не перебувають на тому ж рівні. Тому в умовах воєнного стану для України також важлива міжнародна підтримка, але постає гостра необхідність пошуку додаткових джерел накопичення ЗВР на випадок затримки чи припинення зовнішнього фінансування.

3.2. Розробка рекомендацій щодо формування НБУ достатнього рівня міжнародних резервів в умовах воєнного стану

Попереднє дослідження показало, що проблема нестачі міжнародних резервів України, яка спостерігається останніми роками, загострюється тим, що на вимогу воєнного часу протидія комплексу ризиків, джерелами яких виступають сфера експорту, структура грошової маси в розрізі агрегату М2, виконання зовнішніх короткострокових та інших портфельних зобов'язань, потребує не тільки вирішити її, але й забезпечити певний профіцит ЗВР. Для цього необхідно дослідити стан та потенціал використання ресурсів поповнення офіційних резервів НБУ.

На думку Л. В. Сус та Ю. Ю. Сус, національний регулятор формує міжнародні резерви за рахунок таких джерел: видобуток та/або придбання дорогоцінних металів, профіциту торговельного балансу, довгострокових зовнішніх позик та іноземних інвестицій, валютних обмежень, прибутку національного регулятора та емісії [19, с. 229-302]. Проаналізуємо їх на підставі статистичних даних української економіки за період 2002-2023 рр., щоб встановити їх потенціал для розв'язання означених проблем.

1. Видобуток та/або придбання золота. В 2002-2023 рр. середньорічна спот-ціна однієї тройської унції золота на світових ринках зросла з 309,7 дол. США до 1940,5 дол. США, тобто в 6,27 разів [60]. Це обумовлено тим, що попит на золото є умовно постійним завдяки його інвестиційно-сировинній природі та підвищується в періоди нестабільності. Тож країни, які займаються видобутком та/або імпортом золота для формування золотого запасу, тим самим покращують ліквідність та прибутковість власних міжнародних резервів у довгостроковій перспективі, а також диверсифікують їх структуру.

У зв'язку з веденням воєнного стану в Україні (2022 р.) Державна служба геології та надр обмежує доступ до даних щодо стану вітчизняної гірничодобувної промисловості. Однак інвестиційний атлас надрокористувача

свідчить, що станом на 2023 рік у країні розвідано дванадцять золоторудних родовищ в Закарпатській, Дніпровській, Кіровоградській, Одеській та Луганській областях, із загальними запасами золота 3 тис. тон [66]. Тому завдяки виявленню чималої кількості золоторудних об'єктів високої якості науковці-геологи вказують на значні перспективи видобутку золота в межах українського щита, але їх промислове розроблення потребує «…інвестора, який має досвід таких досліджень і реалізовані проекти» [67, с. 17].

Альтернативним шляхом поповнення золотого запасу України є його придбання на ринках дорогоцінних металів державного та світового рівнів. Однак для цього є певні перешкоди, зокрема: низький рівень розвитку вітчизняного ринку дорогоцінних металів; нелібералне законодавство (зокрема, встановлення КМУ квот на ввіз золота); обмежені фінансові можливості НБУ для участі в міжнародних торгах у поточних умовах.

Отже, можна підсумувати, що є вагомі підстави нарощувати вітчизняний золотий запас, але найбільш доцільно реалізовувати цю мету шляхом розвитку власної гірничодобувної промисловості. У свою чергу, це потребує залучення зовнішніх іноземних інвестицій, що ускладнено воєнним станом. Для нівелювання військових ризиків для інвесторів та комплексного покращення інвестиційної привабливості України варто розробити державні заохочувальні програми, що передбачатимуть такі умови, як: часткова компенсація суми інвестицій після успішної реалізації інвестиційного проекту; податкові пільги – наприклад, надання податкового кредиту за податком на прибуток і ПДВ протягом певного періоду, скорочення ввізного мита для імпорту високотехнологічного обладнання з-за кордону; виділення земельних ділянок.

2. Профіцит торговельного балансу. Як було з'ясовано, сальдо торговельного балансу розраховується як різниця між вартістю експорту та імпорту товарів і послуг. Виникнення профіциту торговельного балансу, відповідно, можливо за умови активного продажу продукції національних виробників з-за кордон. З рис. 3.4 видно, що за період 2002-2023 рр. динаміка структури торговельного балансу України не лише не дозволяла поповнювати

міжнародні резерви НБУ, але й обумовлювала структурні проблеми платіжного балансу, що могло спричиняти витрати офіційних резервів.

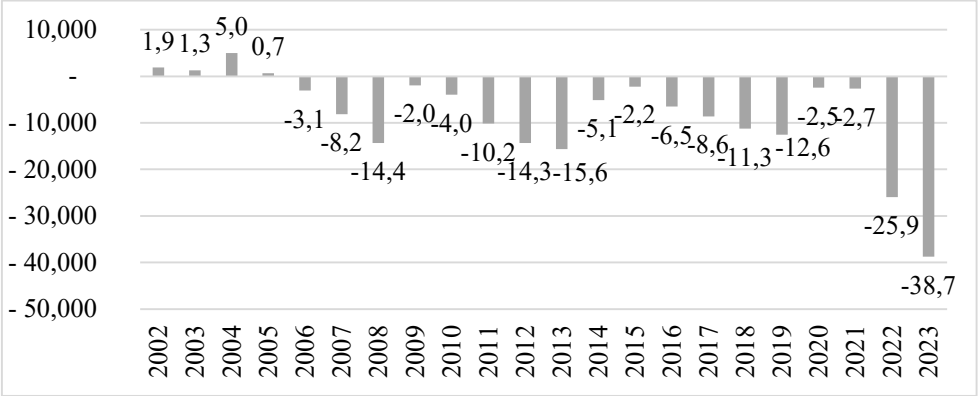


Рис. 3.4. Динаміка сальдо торговельного балансу України за період 2002-2023 рр., млрд. дол. США

Джерело: складено автором за матеріалами [31]

Зокрема, профіцит торговельного балансу спостерігався тільки на початку періоду з 2002 по 2005 рр. та становив у середньому 2,2 млрд. дол. США. В наступні роки вартість імпорту товарів і послуг до України постійно перевищувала вартість експорту, причому закономірно, що піки дефіциту припадали на кризові періоди: 2007-2008 рр. – світова фінансово-економічна криза (значення сальдо торговельного балансу від'ємне та становить 8,2-14,4 млрд. дол. США); 2013 р. – початок соціально-політичної кризи (15,6 млрд. дол. США); 2019 р. – коронакриза (12,6 млрд. дол. США); 2022-2023 рр. – повномасштабні військові дії на території країни (25,9-38,7 млрд. дол. США).

Отже, використання торговельного балансу в якості джерела поповнення міжнародних резервів НБУ унеможливлюється його дефіцитом. Вирішення цієї проблеми потребує проведення економічних реформ, які мають бути направлені на розвиток пріоритетних експортних галузей: наприклад, гірничодобувної галузі для можливості експорту золоторудної сировини та агропромислового комплексу. Зокрема, для цього уряду рекомендується вжити таких заходів, як завершення земельної реформи та законодавче закріплення підтримки фермерських господарств. До того ж, у більш віддаленій перспективі потребують

розвитку наукомісткі галузі, які вироблятимуть продукцію з високою доданою вартістю не лише для внутрішнього споживання, але й на експорт.

3. Кредитування міжнародними фінансовими організаціями. Згідно з дослідженнями Л. В. Курносенко, інститут міжнародної фінансової підтримки було започатковано в 1950-х роках для розбудови економіки в країнах Європи після Другої світової війни [46, с. 261]. Відтоді розвиток механізмів міжнародної співпраці сприяв виникненню архітектури світової фінансової безпеки, основою якої стали міжнародні фінансові організації (МФО).

Ядром інституту міжнародної фінансової допомоги вже тривалий час є Міжнародний валютний фонд (МВФ). Україна отримала членство в цій організації від 3 вересня 1992 року, що уможливило налагодження кредитних відносин для отримання позик у турбулентні роки становлення української державності та з початку військової агресії, що відображено на рис. 3.5. Але окрім МВФ, Україна також фінансується на кредитних умовах Світовим банком, Міжнародним банком реконструкції та розвитку, Європейським інвестиційним банку, Європейським банком реконструкції та розвитку.

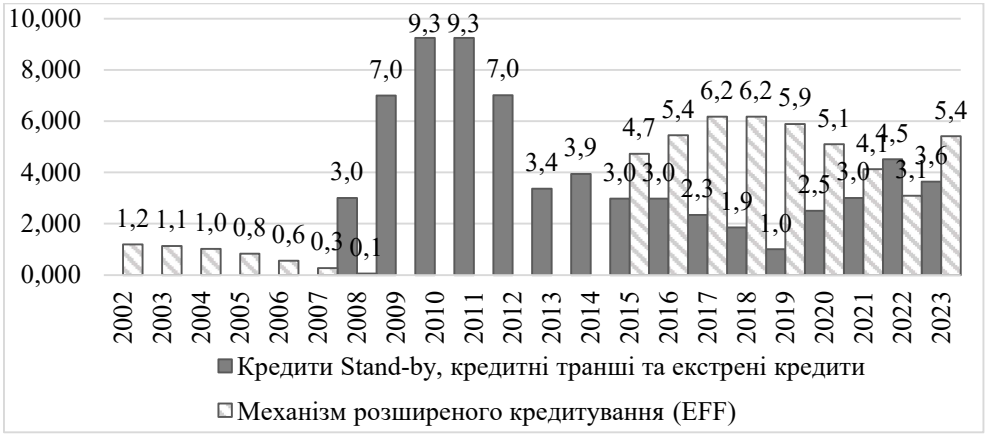


Рис. 3.5. Динаміка кредитування МВФ України за період 2002-2023 рр., млрд. СПЗ

Джерело: складено автором за матеріалами [68]

Зокрема, в 2002-2023 рр. Україна отримала кредитів на сукупну суму 67,612 млрд. СПЗ на умовах Stand-by та траншів, а також екстреного кредитування. Загальна сума, надана МВФ у межах механізму розширеного кредитування

(EFF), який передбачає фінансову допомогу для усунення середньострокових проблем платіжного балансу, дорівнює 51,186 млрд. СПЗ. Отримання найбільших за сумою позик припадає на 2010-2011 рр. (в цілому 9,250 млрд. СПЗ) та на 2023 р. (9,043 млрд. СПЗ), що пов'язано з необхідністю подолання наслідків глобальної фінансово-економічної кризи 2007-2008 рр. та підтримання національної економіки в період воєнних дій відповідно.

Варто зазначити, що хоча кредитування МФО виступає одним із найбільш доступних джерел поповнення міжнародних резервів НБУ, слід зважати на економічну безпеку. До того ж, в кінці 2023 – початку 2024 рр. виявлено суттєві проблеми платоспроможності України, що підтверджується її кредитними рейтингами: Standard & Poor's – CC (08.03.2024); Fitch – CC/CCC- (08.12.2023); Moody's – Ca (10.02.2023). Дані рейтингові агентства очікують на реструктуризацію зовнішнього боргу України за ініціативи уряду, дефолт за державними зовнішніми комерційними зобов'язаннями, зростання фіскального дефіциту на 1,6 п. п. протягом 2024 року [69].

Підсумовуючи, Україна може розраховувати на продовження кредитування міжнародними фінансовими організаціями, зокрема МВФ. Потенційне отримання позик може пом'якшити проблему нестачі вітчизняних золотовалютних резервів, однак загострить питання забезпечення економічної безпеки держави. Крім того, є занепокоєння щодо платоспроможності України в середньо- та довгостроковій перспективах.

Саме тому оптимальним варіантом задіяння інституту міжнародної допомоги є шляхом отримання фінансової, гуманітарної та воєнної допомоги. Для цього національний регулятор сумісно з урядом має вирішити проблеми стратегічного планування; забезпечити прозорість використання допомоги на основі покращення звітності та каналів комунікації; проводити перемовини з МФО щодо прискорення бюрократичних процедур для своєчасного та ефективного виділення допомоги.

4. Установлення валютних обмежень. На думку Л. В. Сус та Ю. Ю. Сус, національний регулятор за необхідності поповнення міжнародних резервів для

усунення критичної нестачі їх обсягу може вживати заходи прямого валютного регулювання, головним чином – установити норматив обов'язкового продажу валютної виручки від експорту [19, с. 300].

Протягом періоду 2019-2022 рр. НБУ реалізовував стратегію валютної лібералізації, згідно з Законом України «Про валюту і валютні операції» (2018 р.), та запровадив новий режим валютного регулювання за принципом «все що не заборонено – дозволено» [70]. Метою регулятора була поступова відмова від заходів антикризового управління валютними відносинами, введеного в 2014-2015 рр. У зв'язку з цим норматив обов'язкового продажу 30% валютної виручки експортерів, що діяв з 1 березня по 20 червня 2019 року (до тих пір він становив 50%), було скасовано.

Однак розгортання повномасштабної війни на території України внесло корективи у валютну політику НБУ. Постановою Правління № 18 від 24 лютого 2022 р. «Про роботу банківської системи в період запровадження воєнного стану» було введено низку обмежень (зокрема, перехід до фіксованого курсоутворення), але повернення до обов'язкового продажу валютної виручки бізнесу не відбулось [71]. Це вказує, що в НБУ досі залишається можливість застосувати даний інструмент у майбутньому.

З іншого боку, перешкодою для його використання в сучасних умовах є падіння обсягів експорту через загальну дестабілізацію в країні, а також несумісність зі «Стратегією пом'якшення валютних обмежень, переходу до більшої гнучкості обмінного курсу та повернення до інфляційного таргетування» (2023 р.). Оскільки станом на кінець 2023 – початок 2024 рр. триває перший етап реалізації даної стратегії з мінімізації множинності валютно-обмінних курсів, лібералізації торгових операцій та сприяння кредитуванню й інвестуванню, то запровадження даного нормативу може послати негативний сигнал українським підприємствам, які здійснюють продаж продукції за кордон, та іноземним інвесторам [72].

Отже, поповнення міжнародних резервів України з даного джерела є небажаним, але у випадку погіршення економічного стану НБУ має можливість його застосувати.

5. Розподіл прибутку НБУ. Згідно з Законом України «Про Національний банк України», прибуток до розподілу визначається як прибуток, зменшений на суму нереалізованих доходів [14]. Аналізуючи динаміку величини нерозподіленого прибутку НБУ протягом 2002-2023 рр. (табл. 3.3), можна стверджувати, що за цей період регулятор переважно мав вільні грошові кошти для відрахування на придбання резервних активів.

Таблиця 3.3

Динаміка нерозподіленого прибутку НБУ за період 2002-2023 рр., млн. грн.

Роки	Доходи				Витрати			Нерозподілений прибуток
	Процентні	Комісійні	Результати торговельних операцій	Інші	Процентні	Комісійні	Інші	
2002	912	142	0	138	302	24	606	260
2003	810	174	1	86	222	3	279	567
2004	2 492	196	-11	101	301	8	752	1 717
2005	2 617	205	-4	123	364	11	880	1 686
2006	2 870	218	1 008	107	344	3	1 655	2 201
2007	3 643	266	3 622	140	262	5	1 769	5 635
2008	5 139	512	6 423	233	354	136	2 470	9 347
2009	16 543	477	2 867	135	1 337	11	15 797	2 877
2010	18 134	406	4 386	226	2 000	85	3 983	17 084
2011	15 019	368	51	322	2 190	12	2 784	10 774
2012	16 348	323	8 550	279	1 462	346	2 778	20 914
2013	21 331	367	-2 879	436	996	11	3 475	14 773
2014	37 629	436	91 146	538	1 319	16	5 477	96 081
2015	61 627	343	39 495	2 508	10 531	312	3 867	81 332
2016	60 050	383	25 801	732	13 344	65	5 978	68 454
2017	53 717	429	19 036	1 252	11631	41	3 620	62 293
2018	47 908	354	4 486	1 019	13 527	1 212	1 702	37 824
2019	36 702	283	-30 010	1 028	16 353	31	4 587	-11 300
2020	31 225	441	113 157	719	15 901	217	4 686	124 950
2021	44 026	634	-23 376	1 281	15 190	38	5 794	1 343
2022	109 854	487	175 573	997	46 609	210	6 590	232 298
2023	126 483	575	106 774	1 773	98 930	48	6 906	130 647

Джерело: складено автором за матеріалами [31]

Зокрема, за 2002-2023 рр. сума нерозподіленого прибутку збільшилась із 260 млн. грн. до 130,647 млрд. грн., тобто в 502,5 разів. Єдиним роком, коли НБУ

ніс збитки та потребував додаткового фінансування з державного бюджету України, був 2019 рік, який припадає на пандемію COVID-19.

Тож проведений аналіз свідчить, що нерозподілений прибуток НБУ є доступним безпроцентним джерелом поповнення міжнародних резервів України. Для його ефективного використання регулятору слід вжити таких заходів, як доповнити Закону «Про Національний банк України» (наразі ним врегульовано лише формування загальних резервів з прибутку до розподілу) та розробити стратегії підвищення доходів та скорочення витрат при збереженні ефективності виконання функцій центрального банку країни. Зокрема, потребує уваги безпрецедентне зростання процентних витрат НБУ у 2022-2023 рр. на тлі повномасштабного вторгнення: у 2022 році вони зросли до 46,609 млрд. грн., що в 3 рази більше, ніж у 2021 році; у 2023 році – до 98,930 млрд. грн. (у 2 рази). У зв'язку з цим слід передусім оптимізувати витрати за депозитними сертифікатами НБУ та ініціювати перегляд нарахування відсотків з операціями з МВФ під час воєнного стану в Україні.

6. Емісійний механізм та операції на валютному ринку. Українські науковці зауважують, що під грошовою емісію з мето формування міжнародних резервів розуміється її безготівкова форма, яка передбачає зарахування грошових коштів на кореспондентські рахунки комерційних банків у НБУ, після чого вони спрямовуються на валютні ринки, де підлягають обміну на іноземну валюту з її послідовним викупом регулятором [19, с. 301]. Оскільки дані щодо валютних інтервенцій регулятора на валютному ринку України до 2011 року відсутні, то аналіз відповідних операцій здійснюватиметься за 2011-2023 рр. (рис. 3.6). Його результати вказують на переважання операцій з продажу НБУ іноземної валюти над її придбанням у досліджуваний період, тож через необхідність підтримки курсової стабільності національної грошової одиниці здійснювались переважно відрахування з обсягу міжнародних резервів України. Можна зазначити, що можливості поповнення ЗВР були наявні лише в 2018-2020 рр., адже тоді сальдо операцій НБУ на валютному ринку було позитивним та складало в середньому 1,187 млрд. дол. США.

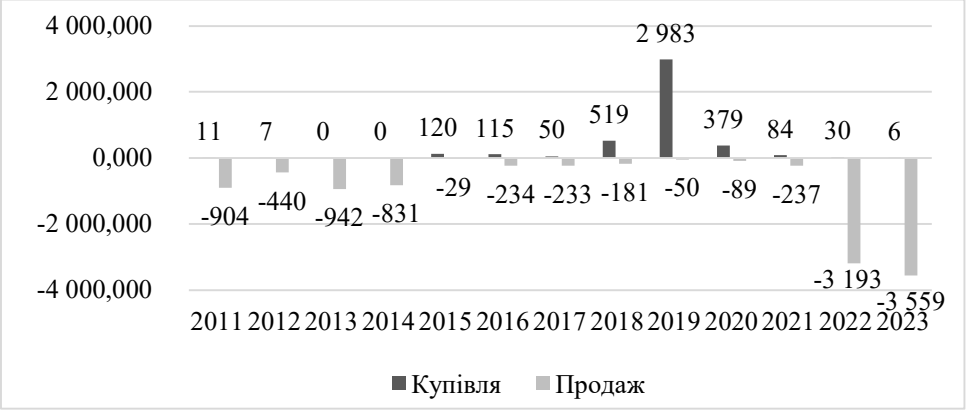


Рис. 3.6. Динаміка операцій НБУ з купівлі-продажу іноземної валюти на валютному ринку України за період 2011-2023 рр., млн. дол. США

Джерело: складено автором за матеріалами [31]

Тож в умовах волатильності офіційного валютного курсу емісійний механізм та операції на валютному ринку не сприяють вирішенню проблеми нестачі ЗВР України та в коротко- та середньостроковій перспективі не можуть бути надійним джерелом їх формування.

Таким чином, відповідно до аналізу стану джерел формування міжнародних резервів України та оцінки їх можливого використання в умовах дії воєнного стану (запровадженого з 2022 року), виявлено такі доступні канали їх накопичення: найбільш швидкої мобілізації грошових коштів – кредитування та отримання невідшкодної фінансової допомоги з боку МФО й країн-донорів та фінансування за рахунок прибутку до розподілу НБУ; віддаленої дії за умови вирішення точкових проблем національної економіки та/або її структурного реформування – купівля іноземної валюти на ринку, видобуток золота на території України, профіцит платіжного балансу.

При подальшій дестабілізації внутрішнього середовища можливий варіант задіяння валютних обмежень, а саме введення нормативу обов’язкового продажу частини (або всієї) валютної виручки експортерів, але станом на 2023 рік такий крок може обумовити зростання репутаційних ризиків регулятора.

Висновки до розділу 3

Таким чином, проведене дослідження показало, що тенденція до виникнення дефіциту міжнародних резервів НБУ протягом 2002-2023 рр., виявлена шляхом обчислення композитного критерію МВФ (ARA метрики), загострюється тим, що з 24 лютого 2022 року Україна перебуває в стані війни. Проблематика полягає в різних вимогах достатності ЗВР центрального банку в нормальних та воєнних умовах, встановлених внаслідок якісного та кількісного аналізу світового та вітчизняного досвіду.

Зокрема, дослідження достатності міжнародних резервів Банку Ізраїлю довело, що в умовах зростання військових ризиків виникає потреба формувати їх надлишок для буферу економічних шоків та досягнення таких показників національної економіки, як у звичайних умовах. «Очищення» ефекту досягнуто завдяки наскрізному порівнянню оцінки достатності ЗВР України (економіка, що розвивається; діє воєнний стан), Ізраїлю (розвинута економіка; діє воєнний стан) та Польщі (економіка, що розвивається та демонструє стале зростання; не перебуває в стані війни).

Тож цим обумовлюється необхідність розробки плану оптимізації міжнародних резервів НБУ, який можна представити на трьох рівнях планування, а саме на стратегічному, тактичному та оперативному:

1. Стратегічний рівень. Стратегічною метою управління міжнародними резервами України має бути досягнення їх надлишку (значення композитного критерію МВФ – не менше 200%) в довгостроковій перспективі для нівелювання впливу геополітичної нестабільності на економіку країни, як у моделі Ізраїлю. З огляду на провідний світовий досвід, для цього варто дотримуватись наступних рекомендацій: забезпечити режим гнучкого курсоутворення; забезпечити транспарентність центрального банку і дію каналу очікувань; забезпечити високу інвестиційну привабливість України; розвивати гірничодобувну промисловість (видобуток дорогоцінних металів, а саме золота з його подальшим доведенням

до відповідної якості для поповнення міжнародних резервів НБУ та експорту); розвивати наукомісткі виробництва для подальшого оздоровлення стану платіжного балансу; формувати стабілізаційні резерви з виручки від експорту сировинної продукції.

2. Тактичний рівень. Проміжним орієнтиром для досягнення стратегічної мети має бути усунення дефіциту міжнародних резервів України та забезпечення їх достатнього рівня (значення композитного критерію МВФ – 100-150%). Для цього слід вжити такі заходи, як: завершити лібералізацію сфери валютних відносин; розвивати комунікаційну політику центрального банку; створити умови для отримання невідшкодної фінансової, гуманітарної та воєнної допомоги від міжнародного співтовариства; розробити державні заохочувальні програми для залучення інвестицій у пріоритетних галузях (приклад умов: зобов’язання держави компенсувати частину інвестицій, якщо проект успішно реалізовано; надання податкових пільг; виділення земельних ділянок); забезпечити зростання агропромислового комплексу.

3. Оперативний рівень. На оперативному рівні необхідно зробити кроки для реалізації тактичних задач, як-то: завершити реалізацію «Стратегії пом'якшення валютних обмежень, переходу до більшої гнучкості обмінного курсу та повернення до інфляційного таргетування» НБУ; розробити та законодавчо закріпити в Законі України «Про Національний банк України» механізм поповнення ЗВР із прибутку до розподілу; оптимізувати баланс НБУ без шкоди для його регуляторних функцій; забезпечити звітування про використання міжнародної допомоги за принципом прозорості; забезпечити інформування міжнародних фінансових організацій та країн-донорів щодо часових горизонтів отримання необхідної допомоги (та організацію переговорів із ними для спрощення та прискорення проходження відповідних бюрократичних процедур); завершити реформування земельних правовідносин; законодавчо закріпити механізм стимулювання розвитку фермерських господарств в Україні.

ВИСНОВКИ

Метою кваліфікаційної роботи було проведення теоретико-методичного й емпіричного дослідження засад формування міжнародних (золотовалютних) резервів центрального банку, їх впливу на економічний розвиток та способів оптимізації для покращення економічного ефекту в Україні в поточних умовах. Її було досягнуто в ході виконання відповідних завдань із використанням загальних і спеціальних методів, за результатами чого було отримано наступні висновки.

1. У результаті здійснення історичного аналізу формування міжнародних резервів було виявлено, що централізоване накопичення офіційних резервних активів у світі розпочалось наприкінці XIX ст. під впливом трансформації валютної системи, а в Україні – після створення відповідного інституційно-організаційного та законодавчо-правового підґрунтя в 1991-1995 рр. Історичні колізії створення ЗВР обумовили виокремлення різних підходів до визначення їх сутності на сьогодні: фінансового, функціонального, матеріального та правового.

Відповідно, було запропоновано авторську інтерпретацію міжнародних резервів як сукупності офіційних високоліквідних активів, що визнані світовою спільнотою як резервні та належать державі, контролюються її центральним банком, розміщуються на її території та поза її межами для виконання завдань, у комплексі спрямованих на забезпечення стабільності національної економіки.

Необхідність їх формування було обґрунтовано загальноекономічними потребами з дотримання рівноваги платіжного балансу, підтримки кредито- та платоспроможності держави на міжнародному рівні, обслуговування її зовнішніх торгово-економічних відносин, матеріального забезпечення грошово-кредитної та валютної політики центрального банку, укріплення довіри до нього. В свою чергу, вони обумовлюють появу операційного, запобіжного та незапобіжного (меркантилістського) мотивів створення фонду ліквідних резервних активів в іноземній валюті у формі золотовалютних резервів.

2. Було встановлено, що формування міжнародних резервів відбувається з власних або залучених джерел центрального банку та передбачає їх поділ на певні складові, як золотий запас, вільноконвертована валюта, спеціальні права запозичень, резервна позиція в Міжнародному валютному фонді. Створення ЗВР пов'язано з виконанням їх трансакційного, інтервенційного та фінансово-економічного призначення на підставі таких функцій: платіжно-розрахункових, грошово-кредитного й валютного регулювання, управління ризиками, створення прибутку. Реалізація даних функцій обумовлює зміни в кон'юнктурі ринку товарів і послуг, грошової маси, валютного курсу, ризику пролонгації боргових зобов'язань (rollover risk), кредитних рейтингів та доходів державного бюджету. Тим самим міжнародні резерви впливають на економічний стан країни.

3. Згідно з проведеним аналізом динаміки формування, використання та структурування золотовалютних резервів Національного банку України в 2002-2023 рр., було виявлено, що за зазначений період їх обсяг збільшився на 35,885 млрд. дол. США, або у 8,75 разів. Цьому сприяли застосування механізмів міжнародної фінансової підтримки та перехід до режиму плаваючого валютного курсу. З іншого боку, ключовими напрямами використання ЗВР були погашення зовнішнього державного боргу, проведення валютних інтервенцій та покриття дефіциту платіжного балансу. Також було встановлено низку структурних ознак міжнародних резервів України, а саме, що в 2002-2023 рр. найбільшу частку в їх складі мали вільноконвертовані валюти (в середньому 93,28%, причому в 2023 р. 92,00% з них припадало на долар США), а найменшу – резервна позиція в МВФ.

4. Оцінювання динаміки рівня ЗВР НБУ з огляду на вимоги достатності, тобто відповідності масштабам національної економіки, проводилось за період 2002-2023 рр. на підставі традиційних підходів та альтернативної методики МВФ. Було виявлено, що протягом досліджуваного періоду рівень міжнародних резервів України був переважно достатній за критерієм покриття імпорту (3-5 місяців проти мінімум трьох рекомендованих). Тим не менш, було зафіксовано їх профіцит за відношенням до ВВП (16,5% проти 8-10%) та М2 (41,9% замість 10-20% при фіксованому курсоутворенні; 35,8% проти 5-10% при плаваючому) та

дефіцит за критерієм Гвідотті-Грінспена (1-11 місяців замість 12). Отримані результати вказують на такі осередки вразливості вітчизняної економіки, як неврівноваженість випуску й споживання та проблеми з кредито- та платоспроможністю на державному рівні. Згідно з проведеними розрахунками композитного критерію достатності, або ARA (Assessing Reserve Adequacy) метрики МВФ, було встановлено, що впродовж 2002-2023 рр. НБУ виконував задачу з формування міжнародних резервів на достатньому рівні в середньому на 74,20%. Це обумовлювало загострення вразливості національної економіки України до шоків платіжного балансу, обмежені можливості національного регулятора з підтримки курсової стабільності, підвищення імовірності дефолту при настанні кризових явищ.

5. Здійснивши кореляційно-регресійне моделювання темпів приросту номінального ВВП України як інтегрального показника розвитку її економіки від темпів приросту ЗВР, офіційного валютного курсу та експорту за 2003-2023 рр., було доведено позитивний вплив офіційних резервів НБУ на економічне зростання. Зокрема, було з’ясовано, що зростання темпів приросту рівня міжнародних резервів України на 1 п. п. обумовлює підвищення темпів приросту номінального ВВП на 0,13 п. п.

6. Шляхом аналізу та узагальнення тенденцій формування міжнародних резервів у світі було визначено, що даний процес відрізняється в розвинутих країнах та тих, що розвиваються, а також залежно від їх внутрішнього правового режиму. За звичайних умов розвинутим економікам притаманне формування порівняно малих ЗВР на принципах безпечності, диверсифікованості та транспарентності; тим, що розвиваються, – накопичення значних обсягів офіційних резервних активів з виокремленням стабілізаційних фондів.

Натомість наскрізне дослідження достатності міжнародних резервів Ізраїлю (розвинутої економіки, що перебуває в стані війни), Польщі (економіки, що розвивається та показує стійке зростання, де не діють особливі правові режими) та України (економіки, що розвивається, та де діє воєнний стан) впродовж 2002-2023 рр. за композитним критерієм МВФ показало, що під час

ведення військових дій центральний банк для досягнення економічних показників, як у нормальних умовах, має забезпечувати профіцит ЗВР. Це підтверджується тим, що Банк Ізраїлю, який протягом аналізованого періоду перевиконував відповідну норму в середньому на 42,70 п. п. щорічно, забезпечував кращі показники інфляції та тотожні стосовно номінального ВВП порівняно з Польщею – в 2023 р. 4,2% і 509,5 млрд. дол. США проти 11,4% та 808,4 млрд. дол. США відповідно. Тож наразі НБУ має не тільки ліквідувати дефіцит міжнародних резервів України, але й встановити їх профіцит.

7. Згідно з проведеним аналізом джерел формування українських ЗВР, було виявлено, що в поточних умовах найбільш доступними каналами є позиковий, безповоротної фінансової допомоги та фінансування на основі прибутку до розподілу Національного банку. Також було встановлено, що в 2023 році залишається незадіяним адміністративне джерело формування міжнародних резервів шляхом запровадження нормативу продажу частини (або всієї) експортної виручки. Однак його використання в короткостроковій перспективі може призвести до загострення репутаційних ризиків для регулятора через несумісність із прийнятим курсом на валютну лібералізацію.

Таким чином, було розроблено трирівневий комплекс рекомендацій для оптимізації обсягу міжнародних резервів України та досягнення їх позитивного впливу на вітчизняну економіку, який передбачає забезпечення таких показників композитного критерію достатності: на найнижчому (оперативному) рівні – стійких темпів зростання розрахункових значень для подолання дефіциту; на проміжному (тактичному) – 100-150%, що відповідає проміжку достатності; на найвищому (стратегічному) – не менше 200%, що відображає профіцит ЗВР. Доцільність прийняття даної стратегії пояснюється позитивним досвідом Ізраїлю в пом’якшенні впливу геополітичних ризиків на національну економіку завдяки формуванню надлишку міжнародних резервів. Заходи, які слід здійснити в межах запропонованої моделі, було дедалі систематизовано.

На стратегічному рівні: забезпечити режим гнучкого валютного курсу; максимізувати ефективність дії каналу очікувань монетарного трансмісійного

механізму; підвищити транспарентність НБУ; забезпечити високу інвестиційну привабливість України; розвивати гірничодобувну промисловість; розвивати наукомісткі виробництва; запровадити стабілізаційні резерви на підставі експортної виручки від продажу сировини.

На тактичному рівні: провести валютну лібералізацію; покращити комунікаційну політику НБУ; забезпечити подальше отримання міжнародної фінансової, гуманітарної та воєнної допомоги; ввести державні заохочувальні програми для сприяння інвестуванню в пріоритетні види економічної діяльності (на умовах часткової компенсації інвестицій, податкового кредиту, виділення земельних ділянок тощо); забезпечити зростання агропромислового комплексу.

На оперативному рівні: реалізувати «Стратегію пом'якшення валютних обмежень, переходу до більшої гнучкості обмінного курсу та повернення до інфляційного таргетування» НБУ; розробити та законодавчо закріпити механізм поповнення міжнародних резервів на основі прибутку до розподілу в Законі України «Про Національний банк України»; оптимізувати баланс НБУ при дотриманні ефективного виконання його функцій як національного регулятора; забезпечити звітування про використання міжнародної допомоги за принципом прозорості; забезпечити інформування міжнародних фінансових організацій та країн-донорів щодо часових горизонтів отримання необхідної допомоги (та організацію переговорів із ними для спрощення та прискорення проходження відповідних бюрократичних процедур); завершити реалізацію реформ у сфері земельних правовідносин; законодавчо закріпити форми підтримки фермерства в Україні.

Отже, практичне значення отриманих результатів полягає в систематизації теоретико-методичних підходів до визначення міжнародних резервів, виокремленні на вітчизняному прикладі ключових тенденцій їх динаміки протягом останніх двадцяти двох років, зокрема з огляду на достатність за різними критеріями, доведенні та вимірі позитивної залежності розвитку національної економіки від зміни рівня ЗВР та розробки рекомендацій для його оптимізації з урахуванням провідного світового досвіду та викликів сучасності.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Eichengreen B. J. Globalizing capital: a history of the international monetary system. 2nd ed. Princeton University Press, 2008. 265 p.

2. Король М. М., Лапа І. В. Теоретичні основи формування та управління золотовалютними резервами. *Науковий вісник УжНУ. Серія: Міжнародні економічні відносини та світове господарство*. 2018. № 21. С. 128–131.

3. Money Matters: An IMF Exhibit – The Importance of Global Cooperation. *International Monetary Fund.* URL: https://www.imf.org/external/np/exr/center/mm/eng/mm_rs_01.htm#:~:text=In%20the%20early%201970s%2C%20the,confidence%20in%20its%20country's%20economy (date of access: 25.03.2024).

4. Taskinsoy J. Pure Gold for Economic Freedom: A Supranational Medium of Exchange to End American Monetary Hegemony as the World's Main Reserve Currency. *SSRN Electronic Journal*. 2019. P. 1–39. URL: https://doi.org/10.2139/ssrn.3377904 (date of access: 25.03.2024).

5. Король М. М., Палінчак М. М., Цебер М. Ю. Діяльність Національного банку України з управління золотовалютними резервами. *Sciences of Europe*. 2022. № 104. С. 17–20.

6. Ковальчук Н. І. Золотовалютні резерви в контексті національної безпеки: проблеми законодавчого регулювання. *Наукові записки НаУКМА. Юридичні науки.* 2008. №77. С. 79–82.

7. Економічна енциклопедія. [ред. С. В. Мочерний]. К.: Академія, 2000. 952 с.

8. Вінницький С. І. Організаційні аспекти управління золотовалютними резервами. *Інноваційна економіка*. 2014. № 3 (52). С.217–223.

9. Дяковський Д. А. Сутність і сучасні тенденції формування та використання золотовалютних резервів України. *Наукові записки НаУКМА. Економічні науки*. 2020. № 5. С. 48–54.

10. Jung Kuk Mo, Pyun Ju Hyun. International reserves for emerging economies: A liquidity approach. *Journal of International Money and Finance*. 2016. No 68. P. 230–257.

11. Chiţu, L., Gomes, J., Pauli, R. Trends in central banks' foreign currency reserves and the case of the ECB. *Economic Bulletin Articles*. 2019. No 7. P. 39–59.

12. Про систему валютного регулювання і валютного контролю : Декрет Каб. Міністрів України від 19.02.1993 р. № 15-93 : станом на 7 лют. 2019 р. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/15-93#Text (дата звернення: 04.04.2024).

13. Про офіційний валютний резерв та валютні операції Національного банку України в 1994 році : Постанова Правління НБУ від 20.05.1994 р. № 99. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0099500-94 (дата звернення: 04.04.2024).

14. Про Національний банк України : Закон України від 20.05.1999 р. № 679-XIV : станом на 19 квіт. 2024 р. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/679-14#Text (дата звернення: 04.04.2024).

15. Про державне регулювання видобутку, виробництва і використання дорогоцінних металів і дорогоцінного каміння та контроль за операціями з ними : Закон України від 18.11.1997 р. № 637/97-ВР : станом на 16 жовт. 2020 р. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/637/97-%D0%B2%D1%80#Text (дата звернення: 04.04.2024).

16. Огляд ССПД – ООЯД. Категорія: Міжнародні резерви та ліквідність в іноземній валюті. *Державна служба статистики України*. URL: https://ukrstat.gov.ua/imf/meta/International_Reserves%20_ukr.html (дата звернення: 08.04.2024).

17. International reserves and foreign currency liquidity : guidelines for a data template. Washington, D.C. : International Monetary Fund, 2013. 86 p.

18. Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо розбудови інституційної спроможності Національного банку України : Закон України від 18.06.2015 р. № 541-VIII. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/541-19#Text (дата звернення: 08.04.2024).

19. Сус Л. В., Сус Ю. Ю. Проблеми формування золотовалютних резервів НБУ. *Бізнес Інформ*. 2018. № 4. С. 296–302.

20. Дзюблюк О. В. Валютна політика : підручник. К. : Знання, 2007. 422 с.

21. Про затвердження Положення про політику управління міжнародними (золотовалютними) резервами України : Рішення Правління НБУ від 26.04.2018 р. № 229-рш. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/vr229500-18#Text (дата звернення: 10.04.2024).

22. Гоблик В. В. Роль золота в золотовалютних резервах країни. *Фінансове регулювання зрушень у економіці України* : матеріали міжнар. наук.-практ. конф., м. Мукачево, 18 квіт. 2018 р. Мукачево. 2018. С. 44–46.

23. Дзюблюк О. В. Ефективність управління офіційними золотовалютними резервами. *Перспективи розвитку банківської системи у глобальному фінансовому середовищ*і : матеріали всеукр. наук. інтерн. конф., м. Тернопіль, 2016 р. Тернопіль. 2016. С. 21–26.

24. Король М. М, Переганя М. М. Аналіз структури золотовалютних резервів світу. *Innovations and prospects in modern science* : матеріали міжнар. наук.-практ. конф., м. Стокгольм, 20-22 лист. 2023 р. Стокгольм. 2023. С. 771–775.

25. Степанова В. О., Вареник О. Ф. Економічна сутність та теоретичні основи формування золотовалютних резервів. *Вісник Бердянського університету менеджменту і бізнесу.* 2017. № 2. С. 96–99.

26. The Dollar: The World's Reserve Currency. *Foreign Affairs.* URL: https://www.cfr.org/backgrounder/dollar-worlds-reserve-currency#chapter-title-0-2 (date of access: 10.04.2024).

27. Special Drawing Rights. *International Monetary Fund.* URL: https://www.imf.org/en/Topics/special-drawing-right (date of access: 10.04.2024).

28. An Analysis of Reserve Tranche Positions and their Use. *International Monetary Fund.* URL: https://www.elibrary.imf.org/view/journals/001/1988/107/article-A001-en.xml (date of access: 10.04.2024).

29. Левченко О. М. Напрями вдосконалення системи управління міжнародними золотовалютними резервами. *Вісник КНУТД*. 2016. № 2 (97). С. 23–35.

30. Спеціальний стандарт поширення даних «Міжнародні резерви та ліквідність в іноземній валюті». *Національний банк України.* URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/RES_metadata.pdf (дата звернення: 12.04.2024).

31. Статистика. *Національний банк України*. URL: https://bank.gov.ua/ua/statistic (дата звернення: 12.04.2024).

32. Власенко Є. Ю. Аналіз джерел формування золотовалютних резервів України. *Збірник наукових праць Таврійського державного агротехнологічного університету. Економічні науки*. 2013. № 3 (23). С. 41–47.

33. Степанова В. О. Вплив чинників на динаміку золотовалютних резервів Національного банку України. *Вісник Бердянського університету менеджменту і бізнесу.* 2014. № 1 (25). С. 154–157.

34. Степанова В. О. Сутність і призначення золотовалютних резервів України. *Вісник Бердянського університету менеджменту і бізнесу*. 2014. № 4 (28). С. 22–33.

35. Міжнародні резерви України станом на 1 січня 2024 року. *Національний банк України*. URL: https://bank.gov.ua/ua/news/all/mijnarodni-rezervi-ukrayini-zrosli-uprodovj-2023-roku-na-42-ta-perevischili-405-mlrd-dol-ssha (дата звернення: 12.04.2024).

36. Вінницький С. І. Трилема цілей в управлінні золотовалютними резервами. *Інноваційні процеси економічного та соціально-культурного розвитку : вітчизняний та зарубіжний досвід* : матеріали міжнар. наук.-практ. конф. молод. учених і студ. м. Тернопіль, 2017 р. Тернопіль. 2017. С. 3–5.

37. Від НБУ вимагають оприлюднити структуру золотовалютних резервів. *Економічна правда*. URL: https://www.epravda.com.ua/news/2011/08/22/295732/ (дата звернення: 12.04.2024).

38. Arslanalp S., Eichengreen B., Simpson-Bell C. Gold as international reserves: A barbarous relic no more? *Journal of International Economics*. 2023. No 145. P. 1–34.

39. Діброва О. Л., Погорєлова М. Ю. SWOT-аналіз програми поведінкової економіки в контексті податкової системи України. *Актуальні проблеми розвитку фінансів в умовах цифровізації економіки України*. 2023. С. 158–160.

40. Грицишин А. Т. Міжнародні резерви країн Європейського Союзу: теорія і практика управління : монографія. Львів : Сполом, 2021. 224 с.

41. Деркач Ю. Б., Кузнєцов А. М. Вплив валютної лібералізації на формування золотовалютних резервів України. *Економіка та суспільство*. 2019. № 20. С. 650–655.

42. Стеценко Н. А., Безвух С. В. Сучасні аспекти управління золотовалютними резервами. *Вісник Хмельницького національного університету. Економічні науки.* 2017. № 5. С. 254–260.

43. Чубарь О. Г., Лозицька А. В. Золотовалютні резерви країни: особливості динаміки та забезпечення достатності. *Сучасні тенденції розвитку економіки і культури в Україні та світі.* 2023. № 1 (1). С.31–37.

44. Assessing Reserve Adequacy – ARA (April 2024). *International Monetary Fund.* URL: https://www.imf.org/external/datamapper/datasets/ARA (date of access: 12.04.2024).

45. Кондро П. В. Управління міжнародними резервними активами в контексті забезпечення боргової стійкості. *Бізнес Інформ*. 2021. № 9. С. 189–195.

46. Курносенко Л. В. Проблеми та особливості міжнародної фінансової підтримки України в умовах війни. *Public Administration and Regional Development*. 2022. № 15. С. 255–274.

47. Хохич Д., Любіч О., Бортніков Г., Клименко К., Кульбачний С. Міжнародні резерви центральних банків: критерії адекватності та нагромадження. *Financial and Credit Activity Problems of Theory and Practice*. 2023. № 5 (52). С. 40–51.

48. Грошово-кредитна політика. Загальний методологічний коментар. *Національний банк України*. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/methodological_notes_MFS.pdf (дата звернення: 20.04.2024).

49. Жердецька Л. В., Сирчин О. Л. Планування банківської діяльності: навчальний посібник. Одеса: ОНЕУ, 2022. 228 с.

50. Brooks C. Introductory econometrics for finance. 2nd ed. Cambridge university press, 2008. 648 p.

51. Benli M., Ekinci A., Orhan, B. The Long-Run Effect of International Reserves on Economic Growth in Developing Economies. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi.* 2022. Vol. 17. No 3. P. 822–836.

52. Nwosa P. I. External Reserves on Economic Growth in Nigeria. *Journal of Entrepreneurship, Business and Economics.* 2017. Vol. 5. No 2. P. 110–126.

53. Awoderu B. K., Ochalibe A. I., Obekpa H. O. Policy implications of long-run relationship between external reserve and economic growth in Nigeria. *International Journal of academic research and reflection*. 2017. Vol. 5. No 1. P. 82–95.

54. Alam J., Hasan M. M., Hoque M. T. Impact of foreign reserve in economic growth: An empirical study on Bangladesh. *Eur J Bus Manag*. 2021. No 13. p. 100–109.

55. Милашко О. Г., Погорєлова М. Ю. Система національних рахунків та її використання в Україні. *Статистика – інструмент соціально-економічних досліджень : збірник наукових студентських праць*. 2022. № 8 (1). С. 77–89.

56. Національна стратегія збільшення прямих іноземних інвестицій в Україну. *UkraineInvest*. URL: https://ukraineinvest.gov.ua/fdi-strategy/ (дата звернення: 20.04.2024).

57. Бабець І. Моделювання впливу прямих іноземних інвестицій на економіку України в умовах повоєнної відбудови. *Галицький економічний вісник Тернопільського національного технічного університету*. 2023. № 80 (1). С. 131–143.

58. Foreign exchanges reserves in selected countries and territories across the world as of February 2024. *Statista*. URL: https://www.statista.com/statistics/247231/currency-reserves-of-selected-countries/ (date of access: 22.04.2024).

59. International Financial Statistics. *International Monetary Fund*. URL: https://data.imf.org/?sk=4c514d48-b6ba-49ed-8ab9-52b0c1a0179b&sid=1409151240976 (date of access: 22.04.2024).

60. Gold spot prices. *World Gold Council*. URL: https://www.gold.org/goldhub/data/gold-prices (date of access: 22.04.2024).

61. Козюк В. В. Роль золота у валютних резервах країн сировинних експортерів. *Журнал європейської економіки.* 2021. № 20 (2). С. 219–240.

62. Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserve. *International Monetary Fund*. URL: https://data.imf.org/?sk=e6a5f467-c14b-4aa8-9f6d-5a09ec4e62a4 (date of access: 22.04.2024).

63. Ніконенко У. М. Концептуальні засади стабілізаційної політики в сировинній економіці. *Науково-виробничий журнал*. 2020. № 26. С. 26–31.

64. World Economic Outlook (April 2024). *International Monetary Fund.* URL: https://www.imf.org/external/datamapper/datasets/WEO (date of access: 25.04.2024).

65. Masters J., Merrow W. US Aid to Israel in four charts. *Foreign Affairs*. 2024. URL: https://www.cfr.org/article/us-aid-israel-four-charts (date of access: 25.04.2024).

66. Інвестиційний атлас надрокористувача. *Державна служба геології та надр України.* URL: https://www.geo.gov.ua/ (дата звернення: 25.04.2024).

67. Рудько Г. І., Карли В. Е. Перспективи видобутку золота в межах Українського щита (на прикладі Майського родовища золота). *Мінеральні ресурси України.* 2021. № 1. С. 8–17.

68. Ukraine: Outstanding Purchases and Loans as of March 31, 2024. *International Monetary Fund.* URL: https://www.imf.org/external/np/fin/tad/extcredt1.aspx?memberKey1=993 (date of access: 26.04.2024).

69. Кредитний рейтинг. *Міністерство фінансів України.* URL: https://mof.gov.ua/uk/kreditnij-rejting-potochni-rejtingi-zagalna-informacija-istorichni-zmini (дата звернення: 26.04.2024).

70. Про валюту і валютні операції : Закон України від 21.06.2018 р. № 2473-VIII: станом на 19 квіт. 2024 р. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2473-19#Text (дата звернення: 26.04.2024).

71. Про роботу банківської системи в період запровадження воєнного стану : Постанова Правління НБУ від 24.02.2022 р. № 18 : станом на 21 лют. 2024 р. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0018500-22#Text (дата звернення: 26.04.2024).

72. Публічна версія Стратегії пом'якшення валютних обмежень, переходу до більшої гнучкості обмінного курсу та повернення до інфляційного таргетування. *Національний банк України*. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Strategy_for_easing_FX_restrictions_07-07-2023.pdf?v=7(дата звернення: 26.04.2024).

73. Деркач Ю. Б., Погорєлова М. Ю. Проблеми формування золотовалютних резервів України. *Сучасні гроші, банківські послуги та фінансові інновації в умовах інтеграції України в ЄС* : матеріали всеукр. наук.-практ. інтерн. конф. студ., аспір., молод. вчених і пров. фах-ів, м. Київ, 12 квіт. 2023 р. Київ. 2023. С. 143–146.

74. Деркач Ю. Б., Погорєлова М. Ю. Оцінка рівня міжнародних резервів Національного банку України. *Економіка, фінанси, банківська справа та освіта: актуальні питання розвитку, досягнення та інновації* : матеріали міжнар. наук.-практ. інтерн. конф., м. Одеса, 4-5 квіт. 2024 р. (у друку).

75. Деркач Ю. Б., Погорєлова М. Ю. Оцінка достатності міжнародних резервів України та Ізраїлю. *Науковий вісник Одеського національного економічного університету*. 2024. № 3–4 (316–317). С. 48–54.

ДОДАТКИ

Додаток А

Динаміка міжнародних резервів України і пов'язаних макроекономічних показників за період 2002-2023 рр., млрд. дол. США, грн.

Роки	МР НБУ	Валютні інтервенції НБУ (купівля)	Валютні інтервенції НБУ (продаж)	Сальдо валютних інтервенцій НБУ	Офіційний валютний курс USD/USH, грн.	Валовий зовнішній борг	Зведений платіжний баланс
2002	4,629	н/д	н/д	н/д	5,3266	23,811	1,236
2003	6,943	н/д	н/д	н/д	5,3327	23,811	2,260
2004	9,715	н/д	н/д	н/д	5,3192	30,647	2,539
2005	19,391	н/д	н/д	н/д	5,1247	39,619	10,721
2006	22,358	н/д	н/д	н/д	5,0500	54,512	2,408
2007	32,479	н/д	н/д	н/д	5,0500	80,257	9,421
2008	31,543	н/д	н/д	н/д	5,2672	101,743	-3,063
2009	26,505	н/д	н/д	н/д	7,7912	103,432	-13,726
2010	34,576	н/д	н/д	н/д	7,9356	117,346	5,031
2011	31,795	0,011	-0,904	-0,894	7,9676	126,236	-2,455
2012	24,546	0,007	-0,440	-0,433	7,9910	134,625	-4,175
2013	20,416	0,000	-0,942	-0,942	7,9930	142,079	2,023
2014	7,533	0,000	-0,831	-0,831	11,8867	125,297	-13,307
2015	13,300	0,120	-0,029	0,091	21,8447	117,668	0,849
2016	15,539	0,115	-0,234	-0,119	25,5513	112,524	1,346
2017	18,808	0,050	-0,233	-0,183	26,5966	115,451	2,566
2018	20,820	0,519	-0,181	0,339	27,2005	114,710	2,877
2019	25,302	2,983	-0,050	2,933	25,8456	121,739	5,980
2020	29,133	0,379	-0,089	0,289	26,9575	125,682	1,990
2021	30,941	0,084	-0,237	-0,153	27,2862	129,713	0,487
2022	28,494	0,030	-3,193	-3,164	32,3423	130,958	-2,900
2023	40,514	0,006	-3,559	-3,553	36,5738	161,533	9,451

Джерело: складено та розраховано автором за матеріалами [31]

Додаток Б

Структура зобов'язань у складі міжнародних резервів Національного банку України за період 2002-2023 рр. за строками погашення

Умовні зобов'язання в іноземній валюті в складі МР	Роки							
	2002		2003		2004		2005	
	млн. дол. США	%	млн. дол. США	%	млн. дол. США	%	млн. дол. США	%
Усього	3,0	100,0	25,0	100,0	2 108,3	100,0	1 956,9	100,0
до 1 місяця	-	-	10,0	40,0	366,2	17,4	72,2	3,7
від 1 до 3 місяців	-	-	2,0	8,0	478,8	22,7	656,7	33,6
від 3 місяців до 1 року	3,0	100,0	13,0	52,0	1 263,3	59,9	1 227,9	62,7
Умовні зобов'язання в іноземній валюті в складі МР	2006		2007		2008		2009	
	млн. дол. США	%	млн. дол. США	%	млн. дол. США	%	млн. дол. США	%
Усього	1 815,9	100,0	1 323,2	100,0	2 081,9	100,0	1 471,7	100,0
до 1 місяця	168,1	9,3	79,6	6,0	70,6	3,4	105,3	7,2
від 1 до 3 місяців	695,1	38,3	334,5	25,3	668,2	32,1	186,2	12,7
від 3 місяців до 1 року	952,7	52,5	909,2	68,7	1 343,1	64,5	1 180,2	80,2
Умовні зобов'язання в іноземній валюті в складі МР	2010		2011		2012		2013	
	млн. дол. США	%	млн. дол. США	%	млн. дол. США	%	млн. дол. США	%
Усього	4 867,0	100,0	7 779,5	100,0	8 931,7	100,0	7 050,7	100,0
до 1 місяця	282,7	5,8	325,6	4,2	491,0	5,5	685,9	9,7
від 1 до 3 місяців	916,7	18,8	948,9	12,2	1 842,6	20,6	1 819,5	25,8
від 3 місяців до 1 року	3 667,7	75,4	6 505,0	83,6	6 598,0	73,9	4 545,3	64,5

(продовження додатка Б)

Продовження таблиці

Умовні зобов'язання в іноземній валюті в складі МР	Роки							
	2014		2015		2016		2017	
	млн. дол. США	%	млн. дол. США	%	млн. дол. США	%	млн. дол. США	%
Усього	7 561,0	100,0	2 442,2	100,0	2 907,3	100,0	4 466,8	100,0
до 1 місяця	279,8	3,7	561,3	23,0	81,7	2,8	89,8	2,0
від 1 до 3 місяців	836,9	11,1	850,2	34,8	816,1	28,1	1 456,3	32,6
від 3 місяців до 1 року	6 444,3	85,2	1 030,7	42,2	2 009,4	69,1	2 920,6	65,4
Умовні зобов'язання в іноземній валюті в складі МР	2018		2019		2020		2021	
	млн. дол. США	%	млн. дол. США	%	млн. дол. США	%	млн. дол. США	%
Усього	5 917,2	100,0	7 017,8	100,0	6 767,3	100,0	6 388,3	100,0
до 1 місяця	97,3	1,6	75,3	1,1	114,3	1,7	116,0	1,8
від 1 до 3 місяців	1 396,2	23,6	1 624,1	23,1	1 569,6	23,2	1 957,7	30,6
від 3 місяців до 1 року	4 423,6	74,8	5 318,4	75,8	5 083,4	75,1	4 314,6	67,5
Умовні зобов'язання в іноземній валюті в складі МР	2022		2023		-			
	млн. дол. США	%	млн. дол. США	%				
Усього	1 734,1	100,0	1 045,7	100,0				
до 1 місяця	-	-	-	-				
від 1 до 3 місяців	679,8	39,2	510,6	48,8				
від 3 місяців до 1 року	1 054,3	60,8	535,1	51,2				

Джерело: складено та розраховано автором за матеріалами [31]

Додаток В

Структура міжнародних резервів Національного банку України за період 2002-2023 рр. за видами активів

Складові МР	Роки							
	2002		2003		2004		2005	
	млрд. дол. США	%	млрд. дол. США	%	млрд. дол. США	%	млрд. дол. США	%
Офіційні резервні активи:	4,6	100,0	6,9	100,0	9,7	100,0	19,4	100,0
1. Резерви в іноземній валюті	4,3	93,4	6,7	96,0	9,5	97,7	19,0	97,9
1.1. Цінні папери	-	-	0,5	8,1	0,7	7,7	3,9	20,8
1.2. Валюти та депозити	4,3	100,0	6,1	91,9	8,8	92,3	15,0	79,2
2. Резервна позиція в МВФ	-	-	-	-	-	-	0,0	0,0
3. СПЗ	0,0	0,6	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
4. Золото	0,3	5,9	0,3	3,7	0,2	2,3	0,4	2,1
Складові МР	2006		2007		2008		2009	
	млрд. дол. США	%	млрд. дол. США	%	млрд. дол. США	%	млрд. дол. США	%
Офіційні резервні активи:	22,4	100,0	32,5	100,0	31,5	100,0	26,5	100,0
1. Резерви в іноземній валюті	21,8	97,7	31,8	97,9	30,8	97,6	25,5	96,2
1.1. Цінні папери	8,5	39,0	15,3	48,2	16,5	53,5	13,9	54,6
1.2. Валюти та депозити	13,3	61,0	16,5	51,8	14,3	46,5	11,6	45,4
2. Резервна позиція в МВФ	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
3. СПЗ	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2
4. Золото	0,5	2,3	0,7	2,1	0,7	2,4	0,9	3,6
Складові МР	2010		2011		2012		2013	
	млрд. дол. США	%	млрд. дол. США	%	млрд. дол. США	%	млрд. дол. США	%
Офіційні резервні активи:	34,6	100,0	31,8	100,0	24,5	100,0	20,4	100,0
1. Резерви в іноземній валюті	33,3	96,4	30,4	95,6	22,6	92,3	18,8	91,9
1.1. Цінні папери	19,0	57,1	18,7	61,4	16,2	71,4	12,6	67,0
1.2. Валюти та депозити	14,3	42,9	11,7	38,6	6,5	28,6	6,2	33,0
2. Резервна позиція в МВФ	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
3. СПЗ	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1
4. Золото	1,2	3,6	1,4	4,4	1,9	7,7	1,6	8,0

(продовження додатка В)

Продовження таблиці

Складові МР	Роки							
	2014		2015		2016		2017	
	млрд. дол. США	%	млрд. дол. США	%	млрд. дол. США	%	млрд. дол. США	%
Офіційні резервні активи:	7,5	100,0	13,3	100,0	15,5	100,0	18,8	100,0
1. Резерви в іноземній валюті	6,6	87,9	12,4	92,9	11,9	76,5	15,6	82,8
1.1. Цінні папери	5,6	84,3	7,1	57,8	10,1	85,1	14,8	94,7
1.2. Валюти та депозити	1,0	15,7	5,2	42,2	1,8	14,9	0,8	5,3
2. Резервна позиція в МВФ	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
3. СПЗ	0,0	0,0	0,0	0,1	2,7	17,4	2,2	11,5
4. Золото	0,9	12,1	0,9	7,0	0,9	6,1	1,1	5,6
Складові МР	2018		2019		2020		2021	
	млрд. дол. США	%	млрд. дол. США	%	млрд. дол. США	%	млрд. дол. США	%
Офіційні резервні активи:	20,8	100,0	25,3	100,0	29,1	100,0	30,9	100,0
1. Резерви в іноземній валюті	19,8	95,2	24,1	95,1	27,5	94,5	29,4	94,9
1.1. Цінні папери	15,6	78,9	21,3	88,5	23,8	86,2	23,6	80,4
1.2. Валюти та депозити	4,2	21,1	2,8	11,5	3,8	13,8	5,7	19,6
2. Резервна позиція в МВФ	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
3. СПЗ	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
4. Золото	1,0	4,8	1,2	4,8	1,6	5,4	1,6	5,0
Складові МР	2022		2023		-			
	млрд. дол. США	%	млрд. дол. США	%				
Офіційні резервні активи:	28,5	100,0	40,5	100,0				
1. Резерви в іноземній валюті	25,2	88,6	37,8	93,3				
1.1. Цінні папери	19,0	75,3	28,2	74,7				
1.2. Валюти та депозити	6,2	24,7	9,5	25,3				
2. Резервна позиція в МВФ	0,0	0,0	0,0	0,0				
3. СПЗ	1,7	5,9	0,9	2,3				
4. Золото	1,6	5,5	1,8	4,4				

Джерело: складено та розраховано автором за матеріалами [31]

Додаток Г

Структура міжнародних резервів Національного банку України за період 2002-2023 рр. у розрізі валют

Валюти в складі МР	Роки							
	2002		2003		2004		2005	
	млрд. дол. США	%	млрд. дол. США	%	млрд. дол. США	%	млрд. дол. США	%
1. Валюти, що входять до складу СПЗ	4,3	93,5	6,8	98,1	9,6	99,0	19,3	99,5
1.1. USD	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д
1.2. EUR	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д
1.3. CNY	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д
1.4. JPY	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д
1.5. GBP	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д
2. Валюти, що не входять до складу СПЗ	0,3	6,5	0,1	1,9	0,1	1,0	0,1	0,5
Валюти в складі МР	2006		2007		2008		2009	
	млрд. дол. США	%	млрд. дол. США	%	млрд. дол. США	%	млрд. дол. США	%
1. Валюти, що входять до складу СПЗ	21,6	96,7	31,7	97,6	30,7	97,4	25,5	96,0
1.1. USD	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д
1.2. EUR	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д
1.3. CNY	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д
1.4. JPY	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д
1.5. GBP	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д
2. Валюти, що не входять до складу СПЗ	0,7	3,3	0,8	2,4	0,8	2,6	1,0	4,0
Валюти в складі МР	2010		2011		2012		2013	
	млрд. дол. США	%	млрд. дол. США	%	млрд. дол. США	%	млрд. дол. США	%
1. Валюти, що входять до складу СПЗ	33,8	97,6	28,3	89,0	21,7	92,5	15,2	88,8
1.1. USD	н/д	н/д	н/д	н/д	15,1	64,6	10,9	63,4
1.2. EUR	н/д	н/д	н/д	н/д	5,4	23,0	3,4	19,6
1.3. CNY	н/д	н/д	н/д	н/д	0,0	0,0	0,0	0,0
1.4. JPY	н/д	н/д	н/д	н/д	0,0	0,2	0,0	0,1
1.5. GBP	н/д	н/д	н/д	н/д	1,1	4,7	1,0	5,7
2. Валюти, що не входять до складу СПЗ	0,8	2,4	3,5	11,0	1,7	7,5	1,9	11,2

(продовження додатка Г)

Продовження таблиці

Валюти в складі МР	Роки							
	2014		2015		2016		2017	
	млрд. дол. США	%	млрд. дол. США	%	млрд. дол. США	%	млрд. дол. США	%
1. Валюти, що входять до складу СПЗ	8,7	96,1	11,9	97,6	15,4	99,4	18,8	99,7
1.1. USD	6,7	74,2	9,5	77,5	11,7	75,3	13,8	73,5
1.2. EUR	1,6	18,0	2,0	16,1	2,0	13,2	2,7	14,2
1.3. CNY	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	4,1	0,9	4,8
1.4. JPY	0,1	1,4	0,1	0,6	0,5	3,2	0,7	3,7
1.5. GBP	0,2	2,5	0,4	3,5	0,6	3,6	0,7	3,6
2. Валюти, що не входять до складу СПЗ	0,4	3,9	0,3	2,4	0,1	0,6	0,0	0,3
Валюти в складі ЗВР	2018		2019		2020		2021	
	млрд. дол. США	%	млрд. дол. США	%	млрд. дол. США	%	млрд. дол. США	%
1. Валюти, що входять до складу СПЗ	20,8	99,8	25,3	99,9	29,1	99,9	30,9	99,9
1.1. USD	15,3	73,5	19,9	78,7	23,1	79,5	25,5	82,3
1.2. EUR	3,1	15,0	3,1	12,1	3,0	10,3	2,7	8,6
1.3. CNY	0,9	4,4	0,9	3,7	0,9	3,1	0,8	2,7
1.4. JPY	0,7	3,5	0,7	2,7	1,4	4,6	1,3	4,4
1.5. GBP	0,7	3,4	0,7	2,7	0,7	2,3	0,6	1,9
2. Валюти, що не входять до складу СПЗ	0,0	0,2	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1
Валюти в складі ЗВР	2022		2023		-			
	млрд. дол. США	%	млрд. дол. США	%				
1. Валюти, що входять до складу СПЗ	28,5	99,9	40,5	99,9				
1.1. USD	24,5	86,0	37,3	92,0				
1.2. EUR	2,2	7,9	1,9	4,8				
1.3. CNY	0,8	2,7	0,5	1,4				
1.4. JPY	0,5	1,7	0,3	0,8				
1.5. GBP	0,5	1,6	0,4	0,9				
2. Валюти, що не входять до складу СПЗ	0,0	0,1	0,0	0,1				

Джерело: складено та розраховано автором за матеріалами [31]

Додаток Д

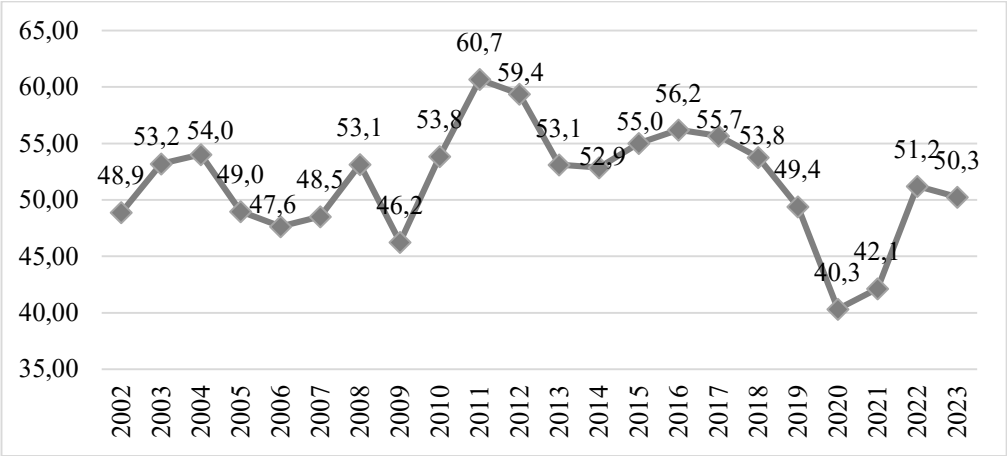


Рис. Динаміка частки імпорту в номінальному ВВП в Україні за період 2002-2023 рр., %

Джерело: складено та розраховано автором за матеріалами [31; 45]