



РЕЙТИНГОВЕ АГЕНТСТВО «КРЕДИТ ІНТЕЛІДЖЕНС» (CIRA)

Credit Intelligence Rating Agency

Тематичний аналітичний огляд · Суверенна економічна політика · Україна

Вартість обмежень на рух капіталу для економіки України

Оцінка втрат держави від валютних обмежень
воєнного часу та ефекту їх поетапного скасування

Головне: скільки коштують обмеження

Недоотриманий капітал: близько 26–27 млрд дол. США за 2022–2025 роки. З них:

- **близько 19 млрд дол. США** – прямі іноземні інвестиції: розрив між фактичною Україною та «синтетичною Україною» із зіставних країн (докладно – розділ 5; перевірки іншими методами дають 12–21 млрд);
- **близько 7,5 млрд дол. США** – кошти, яких українські компанії не залучили на міжнародному ринку облігацій: чотири роки без жодного нового розміщення. Цей недобір не перетинається з розривом прямих іноземних інвестицій: такі залучення проходили б іншими статтями платіжного балансу (розділ 4).

Цей розрив створили війна та обмеження разом; внесок самих обмежень CIRA оцінює приблизно у **7,6 млрд дол. США**. Частку кожної складової обґрунтовано в розділах 4–5; підсумок зведено в таблиці 1.

Додаткові витрати бюджету: близько 2,8 млрд дол. США за 2022–2025 роки (сценарна оцінка). Без попиту нерезидентів на ОВДП держава позичає в гривні дорожче, і бюджет платить за борг більше, ніж платив би за відкритого ринку. Це видатки бюджету, а не капітал, тому ця сума стоїть окремо; внесок обмежень у ній – 1,4–2,8 млрд дол. США.

Разом внесок обмежень за 2022–2025 роки – близько 9–10 млрд дол. США.

Ціна збереження обмежень. Кожен рік дії режиму коштує:

- **близько 31 млрд грн (0,7 млрд дол. США)** – додаткові витрати на обслуговування гривневого боргу;
- **0,6–2,1 млрд дол. США** – недоотриманий приріст ВВП.

Ця ціна накопичується. Ще три роки режиму коштуватимуть близько **4–13 млрд дол. США** недоотриманого ВВП і понад **2 млрд** додаткових витрат за боргом; ще п'ять років – **10–32 млрд** недоотриманого ВВП (за центральним сценарієм – близько 16) і **3,5 млрд** за боргом (номінально, без дисконтування; розрахунок – розділ 7). І доки режим діє, українські активи коштують на **12–21 %** дешевше, ніж коштували б без нього.

Ціну створюють обмеження, а не лише війна. S&P не дає Україні жодного підвищення стелі переказу та конвертованості – межі, вище за яку агентство, як правило, не оцінює компанії країни; Україна тут серед 42 зі 143 суверенів. Страховий ринок тарифікує цей ризик окремо від воєнного, а 78 % опитаних керівників кажуть, що обмеження шкодять інвестиційній привабливості (Європейська Бізнес Асоціація). Рекомендація CIRA – у розділі 10: гарантований вихід для нового капіталу, аукціонне розчищення старого.

Погляд CIRA

Валютні обмеження, запроваджені в лютому 2022 року, виконали своє антикризове завдання: у пакеті із зовнішнім офіційним фінансуванням вони допомогли втримати міжнародні резерви та запобігти неконтрольованій девальвації гривні. Саме тому початкове виправдання здебільшого вичерпано: у 2025–2026 роках, за історично високих резервів, обмеження обходяться державі дедалі дорожче. Їхня головна ціна – не той капітал, що заблокований усередині країни, а той, який так і не увійшов: інвестор наперед враховує неможливість вільно вийти. З тієї самої причини під загрозою опиняється більше, ніж поточні втрати: відбудову з потребою 587,7 млрд дол. США без масштабного приватного іноземного капіталу не профінансувати. На думку CIRA, оптимальним є не збереження і не одномоментне скасування обмежень, а їх поетапне, кероване зняття для нового капіталу з гарантією вільного виходу. Аналітичний горизонт огляду – 2026–2028 роки.

Ключові показники

Показник	Значення
ВВП (2025)	214,2 млрд дол. США
Міжнародні резерви (червень 2026)	51,3 млрд дол. США (+12,1 % за місяць; перед тим – зниження з максимуму 57,7 млрд у січні до 45,7 млрд у травні 2026 року; 5,2 місяця майбутнього імпорту)
Достатність резервів (композитний критерій МВФ, АРА)	129,3 % на кінець 2025 року; за прогнозом МВФ – близько 129 % на кінець 2026 року
Курсовий режим	керована гнучкість (з жовтня 2023 року)
Суверенні рейтинги	S&P CCC+ · Fitch CCC · Moody's Ca
Внутрішній борг в ОВДП (червень 2026)	1 978 млрд грн, з них гривневий сегмент – 1 834 млрд грн
Частка нерезидентів в ОВДП	0,9 % на кінець червня 2026 року (пік – 15,9 % у лютому 2020 року)

Джерело: CIRA; НБУ, Держстат, S&P, Fitch, Moody's.

1. Контекст і предмет оцінки

Із запровадженням воєнного стану 24 лютого 2022 року Національний банк України зафіксував офіційний курс [36] і ввів комплекс валютних обмежень (Постанова Правління № 18), який фактично закрити іноземним інвесторам вільний вихід капіталу з країни (далі – валютні обмеження або обмеження на рух капіталу). Разом із зовнішнім офіційним фінансуванням ці заходи допомогли втримати резерви (30,9 млрд дол. США наприкінці 2021 року, мінімум 22,4 млрд у липні 2022 року, 28,5 млрд наприкінці 2022 року) [35] і відповідали позиції МВФ про тимчасову роль обмежень на відпливи у кризу.

Предмет огляду – кількісна оцінка того, яку частину падіння іноземних інвестицій спричинили обмеження, а не війна, і скільки це коштує бюджету та критичним секторам.

2. Периметр обмежень і накопичена черга

Постанова № 18 побудована за принципом «заборонено все, крім дозволеного»: транскордонні перекази валюти заборонено, за винятком операцій із визначеного переліку (пункт 14) [53]. Дозволи для інвестора з'являлися поступово. З 13 травня 2024 року можна репатріювати дивіденди, але в межах 1 млн євро на місяць на компанію і лише з прибутку останніх років: спочатку – заробленого з 2024 року, а з 6 серпня 2025 року межу відсунули до початку 2023-го [53]. Пізніше з'явилися два дозволи для тих, хто заводить в Україну нові кошти: «інвестиційний ліміт» (з 12 травня 2025 року) та «позиковий ліміт» (з 14 січня 2026 року) – право вивести за кордон приблизно стільки, скільки нового капіталу чи кредиту компанія завела [53].

В ОВДП нерезидент може увійти і отримувати купон, але гарантії повернути основну суму немає: загального винятку, який дозволяв би конвертувати та переказати за кордон кошти від погашення чи продажу, у чинному регулюванні не виявлено. Ця асиметрія – «увійти можна, гарантовано вийти не можна» – і є ціною режиму: інвестор оцінює її ще до входу. За міжнародними мірками Україна – на найзакритішому краї шкали: нормалізований індекс Чінна-Іто дорівнює 0,000 (нуль – повністю закритий рух капіталу, одиниця – повністю вільний), а індекс обмеження впливів Фернандеса та співавторів (одиниця – обмежено всі види операцій) ще у 2019 році становив 0,95 – найвище серед зіставних країн [55; 56].

Черга на вихід: 47 млрд дол. США за оцінкою самого НБУ. Обмеження не скасовують зобов'язань – вони їх накопичують. Потенційний попит на валюту за операціями, які сьогодні підпадають під обмеження, Національний банк оцінює приблизно у 47 млрд дол. США на 2026–2027 роки; з них близько 19 млрд – платежі, строк яких уже минув [63]. Основні складові черги:

- «старі» зовнішні кредити підприємств (залучені до встановлених НБУ дат): основна сума – 22 млрд дол. США, з них 13 млрд прострочено; відсотки – 6 млрд, прострочені повністю;
- несплачені дивіденди: компаній – 9 млрд, банків – 2 млрд;
- оплата за імпорт, поставлений ще до вторгнення («старі» митні декларації), – 3 млрд;
- корпоративні єврооблігації – 3 млрд; операції банків – 1 млрд.

Ця черга сама собою не зникає: або держава розчищає її керовано, або вона висить безстроковим зобов'язанням, яке потенційний інвестор бачить і закладає в ціну. У черзі стоять і українські боржники, які не можуть заплатити за кордон, і іноземні інвестори, які не можуть забрати зароблене.

Чинні послаблення чергу не розчищають. Дозволами для «нових грошей» користуються мало: із сформованих лімітів (разом за обома) на 1 271 млн дол. США використано 707 млн, вільними лишаються 564 млн [63]. Річ не у відсутності попиту, а в конструкції дозволу: позиковий ліміт стосується лише нових кредитів з-за кордону, залучених після встановленої НБУ дати, зі ставкою не вище 12 % річних, усі операції – через один обслуговуючий банк і лише за п'ятьма видами платежів [63]. Проти черги у 47 млрд дол. США використані 707 млн – це радше квартира, ніж двері. Пом'якшення 2026 року теж здебільшого технічні: подовжено строки розрахунків для окремих експортних товарів (зі 180 до 270 днів), дозволено перекази для сплати митних платежів у ЄС після скасування Євросоюзом безмитного порогу 150 євро [71]. Для інвестиційного капіталу режим по суті не змінився.

3. Методологія: як розділено війну та обмеження

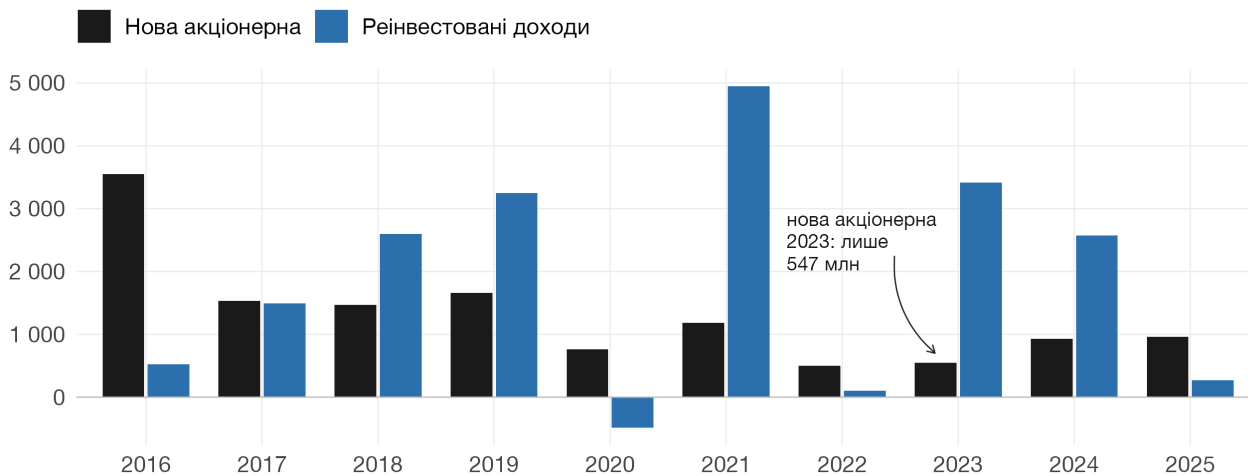
Війна спотворює будь-яке пряме порівняння, тому повного причинного доказу огляд не дає. Натомість він розв'язує три завдання. По-перше, вимірює **валовий розрив** – усе недоотримане за дії війни та обмежень разом. По-друге, наводить ознаки того, що частину розриву створюють саме обмеження (розділ 5). По-третє, для кожної складової визначає **частку обмежень** – консервативну величину, обґрунтовану в розділах 4–5 і зведену в таблиці 1, – і множить на неї валовий розрив; добуток – **внесок обмежень**. Жодну оцінку не побудовано так, щоб увесь розрив припадав на обмеження.

4. Недоотриманий капітал і додаткові витрати бюджету

Прямі іноземні інвестиції. Довоєнні нові вкладення в акціонерний капітал (у середньому 1 555 млн дол. США на рік у 2017–2019 роках) впали до 498, 547, 932 і 962 млн у 2022–2025 роках – валовий недобір лише за цим вузьким виміром близько 3,3 млрд дол. США (рис. 1) [33]. Показовий 2023 рік: увесь показник прямих іноземних інвестицій – 4,47 млрд дол. США – на 76 % складався з реінвестованих доходів, а нові вкладення становили лише 547 млн – нові входи стиснулися до мінімуму. Це не інвестиційне рішення, а механіка обліку: частка прибутку, виплаченого як дивіденди, впала з довоєнних 0,52 до 0,10, і заблокований прибуток автоматично осів у статті «реінвестовані доходи» (тотожність платіжного балансу за КПБ6) [33]. Показник підтримували кошти, які не можна було вивести. Повний недобір прямих інвестицій за всіма складовими оцінює синтетичний контроль у розділі 5 – близько 19 млрд дол. США; саме він входить до підсумку. Примусово утриманий прибуток – не «збережений» ресурс: за таких обмежень компанії працюють нижче ефективного масштабу й позичають дорожче [25], а прибуток лишається там, де зароблений, а не там, де віддача найвища [27].

Прямі інвестиції: обвал нового капіталу, роздування реінвестованих доходів

Вхідні прямі іноземні інвестиції (пасиви), млн дол. США



Джерело: CIRA; НБУ, платіжний баланс.

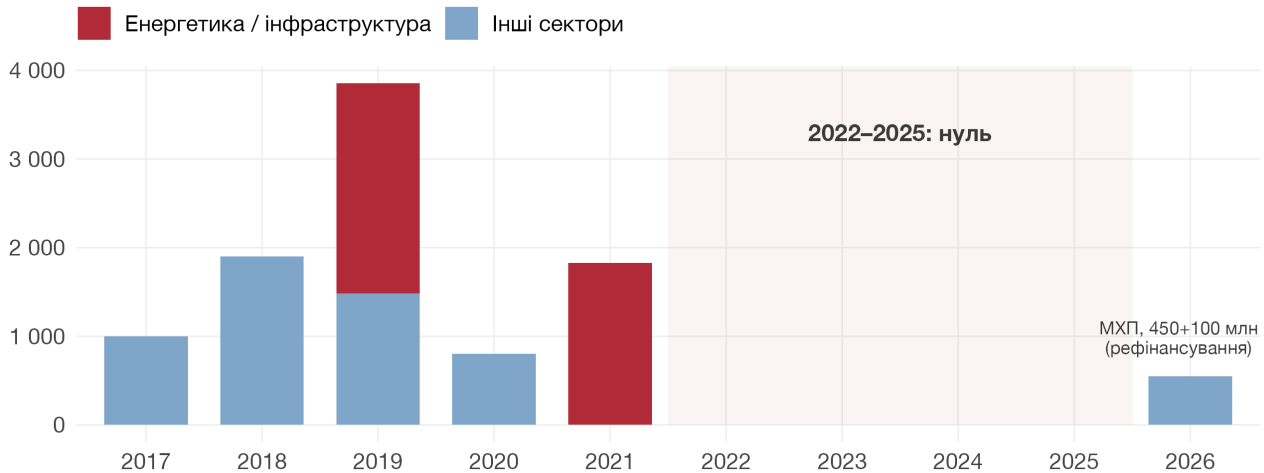
Рисунок 1. Структура прямих іноземних інвестицій: нові вкладення проти реінвестованих доходів

Корпоративне валютне фінансування. До 2022 року українські компанії залучали в середньому близько 1,9 млрд дол. США на рік через єврооблігації на міжнародних ринках, з них близько 0,84 млрд – енергетика та інфраструктура (Укренерго, Нафтогаз, ДТЕК) [52]. Після 24 лютого 2022 року нових розміщень не було до випуску МХП у січні 2026 року (450 млн дол. США плюс 100 млн у лютому; рефінансування) (рис. 2). Валовий недобір за 2022–2025 роки – близько 7,5 млрд дол. США (обчислено за річними даними без округлення), з них енергетика та інфраструктура – близько 3,4 млрд; без рефінансування «нові гроші» – близько 6,0 млрд [52]. Частину цього недобору створили не обмеження: у 2022–2024 роках суверен і найбільші емітенти (Нафтогаз, Укренерго, ДТЕК) проходили реструктуризації боргу, тож ринок був би значною мірою закритий і без Постанови № 18. Тому на обмеження CIRA відносить лише половину цього недобору (частка 0,50 у таблиці 1).

Ці 7,5 млрд не перетинаються з розривом прямих іноземних інвестицій, тож обидві величини додаються без подвійного врахування. Квасісуверенні випуски структуровано поза периметром прямих інвестицій: Нафтогаз позичав через орфанну компанію спеціального призначення Kondor Finance plc, частки якої утримує трастовий адміністратор, – тому її кредити класифікуються як інші інвестиції, – а Укренерго розміщувало папери безпосередньо, і це портфельні інвестиції [52]. Випуски приватних груп ішли через материнські холдинги, які за стандартними умовами випуску передають надходження українським компаніям групи внутрішньогруповими позиками; лише ці позики потрапляли б до боргових інструментів прямих інвестицій. На чистій основі цей канал близький до нуля: за статистикою НБУ у 2016–2021 роках – у середньому –0,06 млрд дол. США на рік, саме коли компанії залучали на ринку облігацій 1,9 млрд щороку, а за 2022–2025 роки – сукупно лише +0,05 млрд [33].

Міжнародний ринок облігацій: близько 1,9 млрд дол. на рік → нуль

Корпоративні та квазісуверенні валютні єврооблігації, млн дол. США (еквів.)



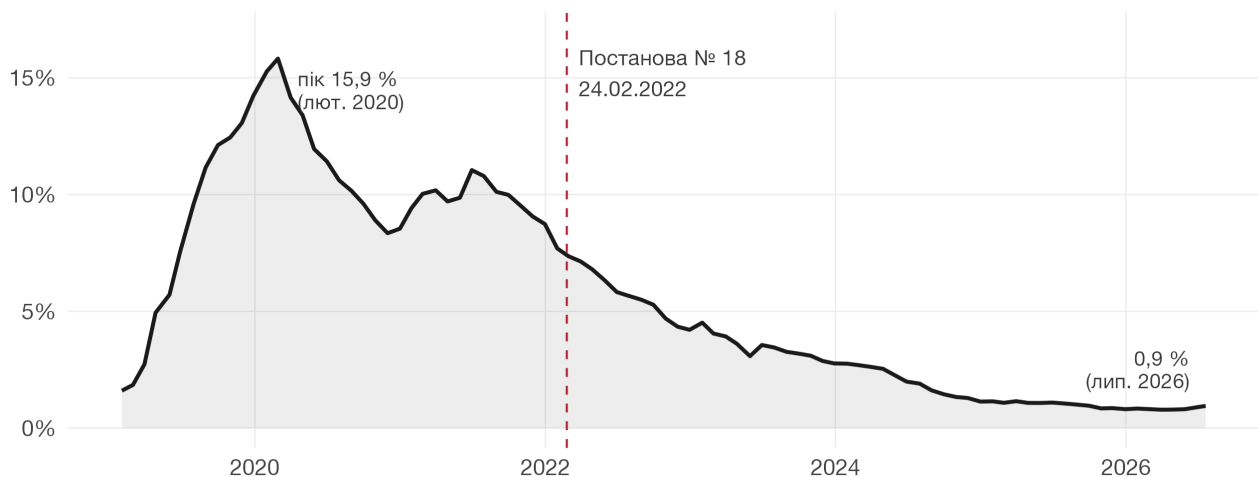
Джерело: CIRA; проспекти та розкриття емітентів.

Рисунок 2. Розміщення українських компаній на міжнародному ринку облігацій

Бюджет. Частка нерезидентів в ОВДП впала з піка 15,9 % (5,25 млрд дол. США, лютий 2020 року) до 8,7 % напередодні вторгнення і 0,9 % (0,39 млрд) на кінець червня 2026 року (рис. 3) [34]; відновлення 2021 року (з 85 до 92,6 млрд грн) показує, що довоєнний тренд не був спадним. Без попиту нерезидентів держава позичає в гривні дорожче; скільки саме – розраховано в розділі 7 (за 2022–2025 роки центральна оцінка – близько 2,8 млрд дол. США).

Позиція нерезидентів в ОВДП: злам режиму, а не тренд

Частка у загальному обсязі облігацій внутрішньої державної позики, місячні дані



Джерело: CIRA; НБУ, Депозитарій.

Рисунок 3. Частка нерезидентів в ОВДП**5. Атрибуція: що з цього створюють обмеження**

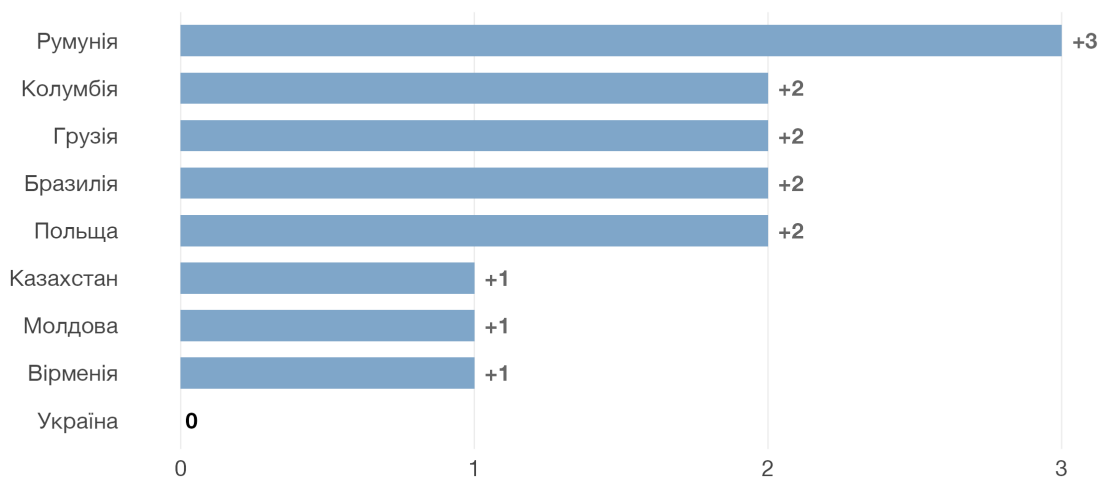
Розрив створили війна та обмеження разом. Про внесок обмежень свідчать дві незалежні ознаки: цінова – як ризик неконвертованості оцінюють рейтингові агентства і страховий ринок, та заявлена – як його оцінюють самі інвестори.

Цінова ознака: нульове підвищення стелі переказу та конвертованості (T&C). Стеля T&C – це межа, вище якої рейтингове агентство, як правило, не оцінює несuverенних позичальників

країни; вона відображає ризик того, що держава заблокує конвертацію та переказ валюти, – саме той ризик, який створює Постанова № 18. У 101 зі 143 суверенів стеля S&P вища за суверенний рейтинг; Україна – серед 42 без підвищення (рис. 4) [37; 39]. Ціну одного щабля дає опублікована суверенна шкала спредів дефолту за рейтингами: крок між сусідніми щаблями на цьому рівні шкали – близько 85 базисних пунктів (CCC+/Caa1 – 637; B-/B3 – 552; B/B2 – 467; B+/B1 – 383) [69]. За центральний сценарій CIRA бере два щаблі – це не власне припущення, а чинні стелі самих агентств: Fitch тримає для України стелю країни B- – на два щаблі вище валютного рейтингу CCC (щабель перший – якір моделі стелі, рейтинг у національній валюті CCC+; щабель другий – якісне коригування рейтингового комітету за напрямом «обмеження платіжного балансу») [40; 41; 42], а Moody's тримає стелю на один щабель вище рейтингу [43; 44]. Два щаблі – водночас і медіана для суверенів спекулятивного рівня з підвищеною стелею. Звідси сценарії 85–170–254 базисних пункти; більше ніж три щаблі методологія S&P не дозволяє [38].

Підвищення стелі T&C: Україна проти зіставних суверенів

Підвищення стелі переказу та конвертованості над суверенним рейтингом, щаблі (S&P)



Джерело: CIRA; S&P Global Ratings. Україна – серед 42/143 суверенів із нульовим підвищенням.

Рисунок 4. Підвищення стелі T&C проти зіставних суверенів

Заявлена ознака: опитування інвесторів. 78 % опитаних керівників вважають, що обмеження валютних операцій негативно впливають на інвестиційну привабливість України (Європейська Бізнес Асоціація, хвиля 2025 року; 81 % у 2024 році) [45]; питання поставлено окремо від війни та безпеки. В опитуванні Американської торговельної палати (червень 2026 року) валютні обмеження – не головна поточна перешкода (19 % проти 82 % за безпеку працівників), але пом'якшення обмежень на репатріацію – шосте серед очікувань від уряду (18 %) [64]. Обидва опитування охоплюють компанії, які вже працюють в Україні; стримування нового капіталу, який так і не зайшов, вимірюють не опитування, а наведені вище цінові ознаки.

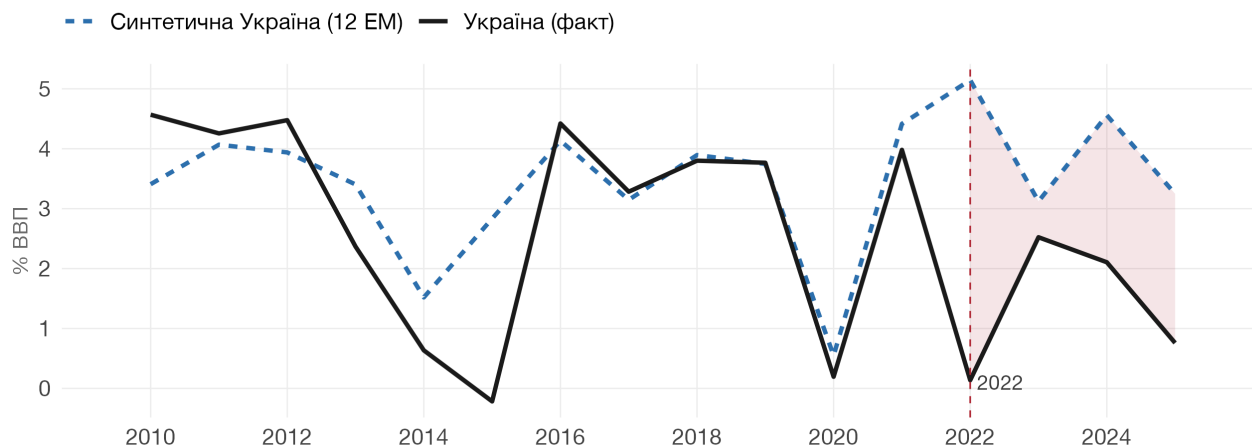
Скільки цей ризик додає до вартості капіталу. Країнова премія складається з фінансової частини (дефолт держави, неконвертованість і заборона переказу) та фізичної (руйнування, експропріація). Обмеження підвищують лише першу; фізичний воєнний ризик від них не залежить, тож надбавку 85–254 базисних пункти знімає не перемога і не резерви, а лише зняття обмежень. Що цей ризик реальний і окремо тарифікований, видно на страховому ринку: MIGA покриває неконвертованість і заборону переказу як окремий вид ризику (тригер – дія або бездіяльність держави; знецінення валюти не покривається) із середньою премією близько 1 % застрахованої суми на рік за всіма країнами й видами покриття [70] – той самий порядок, що й обчислена тут надбавка. Водночас 170 базисних пунктів – сценарна величина, відкалібрована за рейтинговими стелями, а не вимірний ефект на дохідність ОВДП: оцінка T&C стосується

валютного боргу несuverенних позичальників, і її перенесення на гривневі ОВДП – калібрування за проксі, тому всі похідні величини огляд показує діапазонами сценаріїв.

Синтетичний контроль: повний вимір недобору інвестицій. Метод будує «синтетичну Україну» – зважену комбінацію зіставних країн, яка до 2022 року найточніше повторювала українську траєкторію прямих інвестицій [13]. Різниця після 2022 року – оцінка сукупного недобору: близько 19 млрд дол. США за 2022–2025 роки на вибірці з дванадцяти країн, очищеній від релокаційного припливу капіталу з Росії; Україна – найбільше відхилення у вибірці (рис. 5) [47]. Це спільний ефект війни та обмежень. Частку обмежень для прямих інвестицій CIRA задає на рівні 0,20 – найнижчому серед трьох складових – з двох причин. По-перше, у рішеннях про фізичні активи домінує війна: в опитуванні Американської торговельної палати безпекові чинники називають у чотири рази частіше, ніж валютні (82 % проти 19 %). По-друге, це свідомо нижня планка: висновки огляду мають триматися навіть за найжорсткішого скептицизму щодо атрибуції. Цінова та заявлена ознаки свідчать, що фактична частка вища, тож 0,20 CIRA трактує як нижню межу: за будь-якої вищої частки внесок обмежень лише зростає.

Синтетичний контроль: сукупний розрив прямих інвестицій $\approx$ 19 млрд дол.

Прямі іноземні інвестиції, чисті вхідні, % ВВП. Розрив після 2022 р. – війна та політика спільно



Джерело: CIRA; World Bank Open Data (2025: Україна – розрахунок за даними НБУ; Хорватія, Туреччина – значення 2024 року). Ранг 1/13; псевдомовірність 0,077.

Рисунок 5. Синтетичний контроль: розрив прямих іноземних інвестицій, 2022–2025

Перевірка. Оцінку 19 млрд перевірено альтернативним економетричним методом і плацебо-тестом, а також зіставлено з міжнародними дослідженнями ефекту лібералізації [5; 29]: усі підходи сходяться на масштабі 12–21 млрд дол. США. Це надійна оцінка масштабу, а не точно виміряна величина; методичні деталі перевірок – у розділі 11.

Від валового розриву до внеску обмежень. Підсумок збирає таблиця 1: валовий розрив $\times$ частка обмежень = внесок обмежень (рис. 6). Недоотриманий капітал і додаткові бюджетні витрати – різномірні величини, тому їхні валові обсяги не сумуються; сумується лише внесок обмежень як грошова оцінка втрат.

Таблиця 1. Валовий розрив і внесок обмежень, 2022–2025

Складова	Валовий розрив	Частка обмежень	Внесок обмежень
Прямі іноземні інвестиції	19,0 млрд дол. США	0,20	3,8 млрд дол. США
Корпоративне валютне фінансування	7,5 млрд дол. США	0,50	3,8 млрд дол. США
Разом недоотриманий капітал	близько 26,5 млрд дол. США		близько 7,6 млрд дол. США
Додаткові витрати на обслуговування боргу (сценарій, центральна оцінка)	2,8 млрд дол. США	0,50–1,00	1,4–2,8 млрд дол. США
Разом внесок обмежень			близько 9–10 млрд дол. США

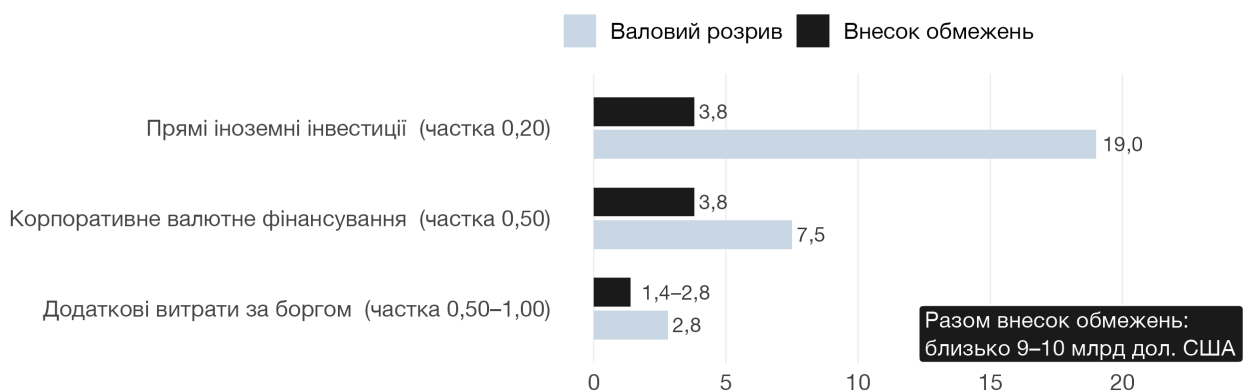
Джерело: CIRA; НБУ, S&P Global Ratings, World Bank Open Data.

Для бюджетної складової верхня межа частки – одиниця, і це не завищення: стеля T&C за побудовою вимірює саме ризик заборони конвертації та переказу, тобто дію політики. Нижню межу 0,50 CIRA тримає з обережності з двох причин: рейтингова оцінка не показує, скільки в нульовому підвищенні стелі важать самі обмеження, а скільки війна та інституційні чинники; а перенесення надбавки зі стелі для валютного боргу компаній на дохідність гривневих ОВДП – калібрування за проксі, а не пряме вимірювання. Що більша частка політики у нульовому підвищенні стелі, то ближчий внесок до верхньої межі 2,8 млрд дол. США. Оцінка валового розриву радше занижена: примусово утриманий прибуток обліковується як реінвестовані доходи і штучно підвищує фактичні показники прямих інвестицій.

Внесок обмежень у втрати: близько 9–10 млрд дол. США

Кумулятивно 2022–2025, млрд дол. США. Валовий розрив – спільний ефект війни та обмежень; внесок обмежень = валовий розрив × частка.

Капітал і додаткові витрати бюджету – різномірні, валові обсяги не сумуються



Джерело: CIRA; НБУ, S&P Global Ratings, World Bank Open Data. Додаткові витрати за боргом – сценарна оцінка (розділ 7).

Рисунок 6. Валовий розрив і внесок обмежень

6. Що вимикають обмеження: інвестиційний двигун відновлення

Надбавка до вартості капіталу – статична частина ціни. Динамічна – у тому, що обмеження вимикають канал, з якого зазвичай починається відновлення: інвестиції та ціни акцій

розвертаються раніше за ВВП [1]. Для України цей канал задокументовано: динаміка будівництва волатильніша за ВВП (стандартне відхилення близько 18 % проти 8 %), активи інститутів спільного інвестування зросли зі 106 до 496 млрд грн у 2010–2021 роках [2]. Відкриття ринку акцій історично дає інвестиційне пожвавлення [4] і зниження вартості капіталу з тимчасовим прискоренням зростання [3; 5; 6]; розвиток фондового ринку – випереджальний показник зростання економіки [7]. Обмеження цей канал перекривають – немає іноземного портфельного капіталу, ринок єврооблігацій закритий (розділ 4), капітал у нерухомість та інфраструктуру заблоковано – саме тоді, коли відбудова потребує найсильнішого інвестиційного пожвавлення.

Ціна у вартості активів. Зниження вартості капіталу на 170 базисних пунктів підвищує теперішню вартість грошових потоків приблизно на 13 % (діапазон 9–17 %; до 26 % за 254 базисних пунктів) – дзеркально: обмеження утримують вартість українських активів на 12–21 % нижче, ніж вона була б без них (той самий приріст 13–26 %, перерахований у дисконт від вищої бази) [18]. Дисконт не безповоротний: після лібералізації акції, що ставали доступними іноземному інвесторові, дорожчали в середньому на 15,1 % [30]. У літературі чистий ефект відкриття скромніший (5–75 базисних пунктів [17]); українська надбавка вища, бо додає неконвертованість і застряглий прибуток.

Стеля тисне на реальні інвестиції. Компанії, «прив'язані» до суверенної стелі, скорочують чисті інвестиції приблизно на 6,3 відсоткового пункту більше, ніж не прив'язані до неї [28], а обмеження на рух капіталу підвищують спреди корпоративних облігацій – до 35 базисних пунктів на стандартне відхилення індексу обмежень (оцінено для обмежень на приплив, тож для України це свідчення механізму, а не величини) [31]. Українська стеля T&C лежить на рівні суверена, тобто тисне максимально, – це мікромеханізм, що стоїть за недобором корпоративного фінансування з розділу 4. Ілюстративно: різниця 6,3 відсоткового пункту, застосована до умовної бази капіталу «прив'язаних» компаній 10–15 млрд дол. США – це 0,6–0,9 млрд недоотриманих інвестицій на рік.

Зворотний бік. Обмеження також ізолюють від глобального фінансового циклу, раптових зупинок припливу капіталу та кредитно-заставного самопідсилення [8; 9; 10; 11; 12]. Але ця ізоляція захищає насамперед від короткострокового спекулятивного капіталу, а відбудові потрібен довгостроковий акціонерний та інфраструктурний [14] – раптові зупинки вражають його найменше, а обмеження відлякують – найсильніше. Тому висновок – не «відкрити все», а відкрити для нового капіталу з гарантією виходу, зберігши запобіжники проти «гарячих грошей».

7. Вплив на бюджет

Основний фіскальний ефект – економія на обслуговуванні гривневого боргу, коли нерезиденти повертаються на ринок ОВДП. База – гривневий сегмент 1 834 млрд грн (із 1 978 млрд загального боргу в ОВДП): нерезиденти купують гривневі папери. Кожні 100 базисних пунктів зниження доходності – близько 18 млрд грн на рік; сценарії за надбавкою T&C – у таблиці 2 (рис. 7).

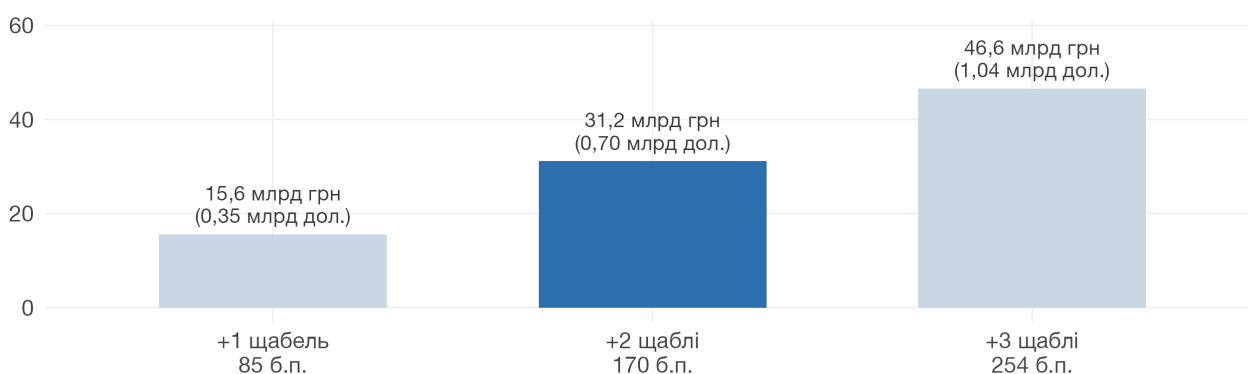
Таблиця 2. Річна економія на обслуговуванні боргу за надбавкою T&C

Надбавка T&C	Зниження доходності	Річна економія (гривневий сегмент, 1 834 млрд грн)
+1 щабель	85 базисних пунктів	близько 16 млрд грн (0,35 млрд дол. США)
+2 щаблі (центральна)	170 базисних пунктів	близько 31 млрд грн (0,70 млрд дол. США)
+3 щаблі	254 базисних пункти	близько 47 млрд грн (1,04 млрд дол. США)

Три уточнення. По-перше, близько третини гривневого сегмента (656 млрд грн) тримає сам НБУ, і цих паперів повернення нерезидентів не стосується. Якщо рахувати лише за облігаціями в ринковому обігу (близько 1 178 млрд грн), центральна економія – близько 20 млрд грн на рік; таблиця 2, отже, показує верхню межу. По-друге, економія настає поступово, у міру рефінансування боргу. По-третє, чотирирічна оцінка 2,8 млрд дол. США (2022–2025) – ілюстративне перенесення річного сценарію на чотири роки за обсягом боргу та курсом станом на середину 2026 року; це оцінка масштабу, а не виміряні історичні витрати. У ширшому контексті чинний режим – «зворотна фінансова репресія»: класична репресія дає державі прихований дохід близько 2 % ВВП, змушуючи внутрішніх кредиторів тримати борг за ставкою, нижчою за ринкову [22; 23]; українські обмеження діють дзеркально – відсікаючи нерезидентів, вони здорожчують борг приблизно на 0,3 % ВВП на рік.

Боргова економія від зняття обмежень: 16–47 млрд грн на рік

Річна економія за надбавкою T&C, гривневий сегмент ОВДП; центр – +2 щаблі



Джерело: CIRA; НБУ, Депозитарій. Розрахунок: 1 834 млрд грн × зниження дохідності.
Ефект настає поступово, протягом циклу рефінансування боргу.

Рисунок 7. Боргова економія від зняття обмежень

Скільки коштує кожен наступний рік режиму. Річний ефект зростання накопичується: втрачений цього року приріст не повертається і зменшує базу всіх наступних років, тож рахунок зростає швидше, ніж лінійно. Міжнародні дослідження показують, що зняття обмежень пришвидшує зростання, але оцінки величини різняться [5; 20; 6; 21]. Тому CIRA розраховує три сценарії – від стриманого +0,3 відсоткового пункту на рік до верхнього +1,0 – і подає втрати за горизонтами: один, три, п'ять або, як технічна межа, десять років (таблиця 3).

Таблиця 3. Втрати залежно від того, скільки ще діятиме режим

Якщо режим триватиме ще	Недоотриманий ВВП (+0,3 / +0,5 / +1,0 в.п.)	Недоотримані податки (27–30 %)	Додаткові витрати за боргом (центр.)
1 рік	0,6 / 1,1 / 2,1 млрд дол. США	0,2–0,6 млрд дол. США	0,7 млрд дол. США
3 роки	3,9 / 6,4 / 12,9 млрд дол. США	1,0–3,9 млрд дол. США	2,1 млрд дол. США
5 років	9,6 / 16,1 / 32,1 млрд дол. США	2,6–9,6 млрд дол. США	3,5 млрд дол. США
10 років	35 / 59 / 118 млрд дол. США	9–35 млрд дол. США	7,0 млрд дол. США

Джерело: CIRA. Недоотриманий ВВП: 214,2 млрд дол. США × приріст темпу × накопичені роки (1+2+...+N), без дисконтування; податки – від мінімального сценарію × 27 % до максимального × 30 %; витрати за боргом – лінійно за центральним сценарієм 0,70 млрд дол. США на рік.

Частку податків узято за базовим сценарієм МВФ: податкові надходження без єдиного внеску – 26,9 % ВВП у 2021 році, 28,4 % у 2025 році, близько 30 % надалі [60]. Верхню межу річної вигоди обмежує і теорія: постійний вигравш від повної фінансової інтеграції оцінюють приблизно в 1 % споживання – за нинішнього рівня приватного споживання це до 1,5 млрд дол. США на

рік [24]. Теоретична межа близька до центрального сценарію, а верхній +1,0 відсоткового пункту свідомо виходить за неї – тому й подається лише як сценарій. Емпіричні оцінки прискорення задокументовано на горизонтах близько п'яти років, тож рядок «10 років» у таблиці 3 – технічна екстраполяція за межі цих досліджень. Ці значення – сценарії, а не прогноз.

Для масштабу. Річна економія за верхнім сценарієм (47 млрд грн) – це приблизно річний бюджет Державної служби з надзвичайних ситуацій (46,1 млрд грн у 2026 році) [67]. Внесок обмежень 9–10 млрд дол. США – це 610–680 дол. США на кожне українське домогосподарство; оцінка – нижня межа, бо знаменником узято довоєнну кількість домогосподарств (14,7 млн, 2021 рік) [68].

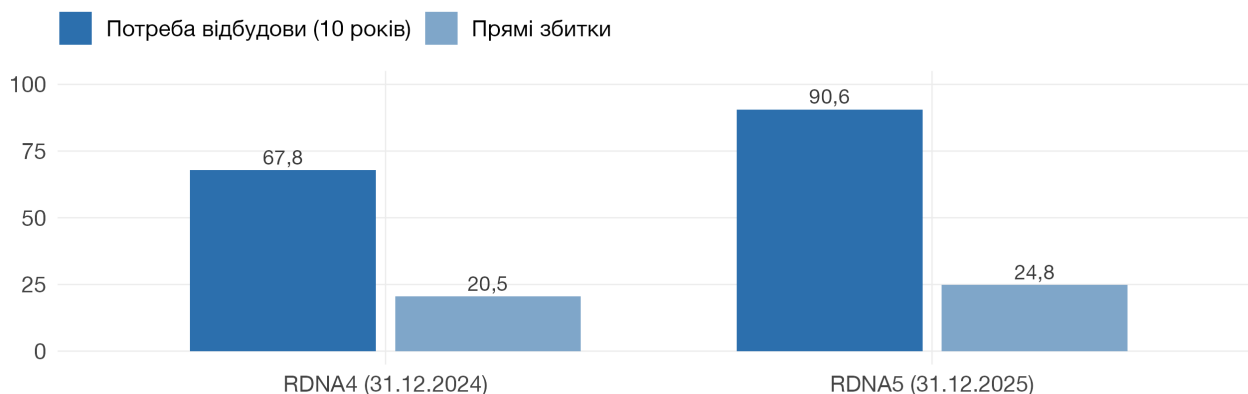
Чому недоотримані податки не збільшують підсумок. Недоотримані інвестиції означають і недоотриманий податок на прибуток, і цей канал реальний: підприємства з іноземним капіталом сплатили до державного бюджету 31,8 млрд грн податку на прибуток у 2024 році та 23,3 млрд у 2023-му (код 11020300 – підприємства, створені за участю іноземних інвесторів, та код 11020500 – іноземні юридичні особи; адміністративний орієнтир, а не статистичне визначення прямих інвестицій) [72]. За довоєнної дохідності прямих інвестицій – у середньому 10,3 % на рік за 2016–2020 роки, без сплеску виплат 2021-го [33] – недоотриманий обсяг інвестицій коштує бюджету близько 0,4 млрд дол. США податку на прибуток на рік за валовим розривом і близько 0,1 млрд – за внеском обмежень (ставка 18 %; доходи платіжного балансу обліковано після оподаткування, тому базу відновлено до прибутку до оподаткування) [54]. До підсумку цю суму не включено з методологічної причини, а не через сумніви в ній: податкові втрати огляд уже рахує переведенням недоотриманого ВВП у податки за часткою 27–30 % (таблиця 3), і податок на прибуток – складова саме цих 27–30 %; окремий рядок означав би порахувати ті самі гроші двічі на прогнозному горизонті, а для 2022–2025 років невключення – свідомий вибір на користь консервативності підсумку. Наведена оцінка відіграє іншу роль – вона незалежно підтверджує масштаб податкового каналу, а її невключення робить підсумок консервативним. Поза підсумком лишаються ще дві величини, кожна зі своєї причини: податок на репатріацію дивідендів (15 % за загальним правилом, від 5 % за договорами про уникнення подвійного оподаткування [54]) супроводжує кожне вивільнення заблокованого прибутку – за валовим обсягом воєнних років це близько 0,19 млрд дол. США за умовної ефективної ставки 10 %, – але це податок відкладений, а не втрачений; непрямий податок від приросту ВВП (близько 0,05 млрд) – модельна величина без самостійної доказової ваги.

8. Критичні сектори: енергетика та оборона

Потреба відбудови енергетики за RDNA5 (лютий 2026 року) – 90,6 млрд дол. США за десять років (RDNA4 – 67,8 млрд), прямі збитки – 24,8 млрд [48; 49]; найближча потреба для закриття дефіциту потужності за оцінкою Міжнародного енергетичного агентства – 13,4 млрд дол. США (газові турбіни) або 15,5–23 млрд (відновлювані джерела зі сховищами) (рис. 8). До 2022 року валютний борговий ринок відкривали передусім компанії енергетичного сектору: Укренерго (825 млн дол. США, 2021 рік), Нафтогаз (500 млн дол. США, 600 млн євро, 335 млн дол. США), ДТЕК Renewables (325 млн євро) [52]. Після 2022 року жодна енергетична компанія на ринок не повернулася (єдине розміщення – рефінансування МХП, агросектор). Обмеження позбавляють енергетику приватного валютного фінансування саме тоді, коли вона потребує близько 90 млрд дол. США.

Потреба відбудови енергетики: близько 91 млрд дол. за 10 років

Оцінка збитків і потреб (RDNA), млрд дол. США. Приватний валютний канал фінансування закрито



Джерело: CIRA; RDNA (Світовий банк, Уряд України, ЄК, ООН).

Довоєнна приватна валютна емісія сектору $\approx 0,84$ млрд дол./рік $\rightarrow 0$.**Рисунок 8.** Потреба відбудови енергетики

В оборонних технологіях кластер Brave1 об'єднав понад 3 500 проєктів; іноземні інвестиції зростають, але з наднизької бази (близько 105 млн дол. США у 2025 році за оцінкою Brave1; 129 млн інвестицій і грантів за оцінкою Київської школи економіки) [61]. Для комерційного венчурного капіталу, здатного масштабувати сектор, гарантія виходу лишається ключовою умовою; водночас жодне з наведених джерел не пов'язує прямо конкретну інвестицію з дією обмежень, тож тут CIRA обмежується застереженням про недостатність даних.

9. Аргументи проти зняття – і відповіді

Аргументи на користь чинного режиму стосуються насамперед 2022 року: обмеження допомогли втримати резерви в найгострішій фазі (розділ 1), що узгоджується з Institutional View МВФ [57], за яким обмеження на відпливи – тимчасовий кризовий інструмент; про українські заходи Фонд тоді зазначив, що вони «видаються доречними в дуже короткому періоді» [58]. Відтоді умови змінилися: резерви на кінець 2025 року – 129,3 % композитного критерію достатності МВФ і 5,6 місяця імпорту, прогноз на кінець 2026 року – 65,5 млрд дол. США [60], а подальше зростання резервів ішло паралельно з поступовим пом'якшенням обмежень. Найпоширеніші заперечення проти зняття варто розібрати одне за одним.

1. **«Резерви не такі міцні: у червні 2026 року Україна не виконала критерій за чистими міжнародними резервами».** Так, МВФ зафіксував невиконання і надав звільнення, пов'язавши відхилення з війною на Близькому Сході та тимчасовим збільшенням інтервенцій [60]. Але це чисті резерви за програмним визначенням; валові у червні зросли на 12,1 % – до 51,3 млрд дол. США [35], і достатність лишається вище порогу 100 %.
2. **«МВФ радить обережність – отже, відкладаймо».** Позиція Фонду – обережність, а не заборона: у програмі немає жодного структурного маяка щодо валютної лібералізації, чинним є лише зобов'язання не запроваджувати нових обмежень [60]. Українська сторона сама зобов'язалася до кінця серпня 2026 року провести інвентаризацію валютних заходів – пересвідчитися, що вони «в сукупності залишаються дієвими» [60]; Фонд окремо фіксує, що операції за поточним рахунком значною мірою відновлено, а лібералізація капітального рахунку залишається обмеженою [60]. Питання дієвості вже на порядку денному – цей огляд додає вимір ціни.
3. **«Черга у 47 млрд виснажить резерви».** Саме тому CIRA пропонує не одномоментне вивільнення навісу, а його аукціонне розчищення керованими траншами, окремо від режиму для нового капіталу (розділ 10). Черга не зменшується від бездіяльності (розділ 2). Нігерія розчистила заблоковані кошти авіакомпаній із 850 млн дол. США до близько 19 млн за рік

після уніфікації валютного ринку [65] – застряглий капітал виходить швидко, щойно є механізм (розчищення відбувалося на тлі глибокої девальвації найри, тож приклад показує швидкість механізму, а не безболісність курсової політики).

4. **«Пом'якшення вже пробували – нового капіталу не прийшло».** Це спостереження самого НБУ: «традиційні» заходи «обмежено стимулювали приплив нового капіталу» [63]. Але воно свідчить проти методу, а не мети: розширення квот у режимі дозволу не дає інвесторові впевненості у виході – її дає лише окремий режим із гарантією.
5. **«Заблокований прибуток не втрачено – його інвестують в Україні».** НБУ справді зазначає, що обмеження ведуть до накопичення ресурсів, які «використовуються для інвестицій» [66]. Частина коштів дійсно працює. Але примусово утриманий капітал не безкоштовний: він розміщується там, де зароблений, а не там, де віддача найвища [27], компанії працюють нижче ефективного масштабу [25], а сам факт блокування, який бачить наступний інвестор, підвищує вартість капіталу для всіх і утримує вартість українських активів на 12–21 % нижче (розділи 5–6).
6. **«Зняття дестабілізує курс».** Історично лібералізація не підвищувала волатильності дохідності акцій, а курсова та інфляційна волатильність навіть знижувалися [19]; кероване зняття за оголошеним календарем слугує сигналом довіри, який історично обертає вплив на приплив [26]. Внутрішній сигнал той самий: премія готівкового ринку до офіційного курсу, що сягала 28 % на піку 2022 року, у 2025 році становила в середньому 0,3 % (рис. 9) – напруження, через яке запроваджували обмеження, вичерпалося.

Премія готівкового ринку зійшла нанівець

Перевищення середньозваженого курсу продажу готівки в касах банків над офіційним курсом, місячні середні. Напруження, заради якого вводили обмеження, вичерпалося



Джерело: CIRA; НБУ, середньозважені курси готівкового валютного ринку та офіційний курс. Каса уповноважених банків – легальний роздрібний ринок, тобто нижня межа справжньої премії 2022 року.

Рисунок 9. Премія готівкового ринку: сигнал кризи вичерпано

Жодне з шести заперечень не відновлює виправдання 2022 року. Постійним тягарем залишаються недоотримані інвестиції, надбавка до вартості капіталу та закритий валютний ринок для критичних секторів; резерви й воєнне страхування цього тягаря не знімають, бо він нефізичний і створений політикою (розділ 5).

10. Рекомендації

CIRA рекомендує поетапне, кероване зняття обмежень – за перевіреною моделлю Ісландії, з чітким поділом нового і старого капіталу:

1. **Етап 1 (негайно): «нові гроші».** Капітал, що заходить після дати відкриття, зараховується на сегреговані рахунки з гарантованим правом вільного виходу. Чинний механізм «позикового ліміту» (розділ 2) поширити з позик на портфельні та акціонерні інвестиції.

2. **Етап 2: розчищення «старого» капіталу.** НБУ періодично виставляє на аукціон заздалегідь обмежений обсяг валюти; власники застряглих гривневих коштів подають заявки на вихід на конкурентних засадах – як правило, з дисконтом до офіційного курсу. Темп і сумарний обсяг контролює НБУ, тож навіс скорочується керовано, а не одним відпливом.
3. **Етап 3: повна конвертованість** – за сталого дотримання порогів (резерви понад п'ять місяців імпорту, критерій АРА понад 100 %). Підстава для паузи на будь-якому етапі: резерви нижче трьох місяців імпорту або стійке зниження АРА нижче 100 %.

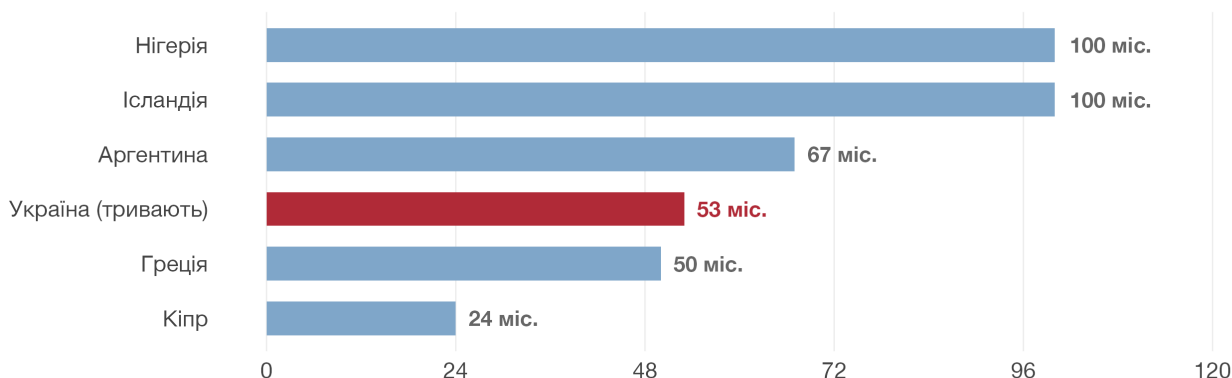
Чому це безпечно. «Нові гроші» створюють власне валютне забезпечення: гарантія виходу обмежена обсягом валюти, яку цей капітал завів, тож чисте навантаження на резерви наперед обмежене й відоме. Конкретну механіку – кастодіальні рахунки, порядок конвертації, узгодження строків – має визначити нормативний дизайн НБУ. Старий портфельний капітал, який міг би вийти одночасно із запуском Етапу 1, малий: 0,4 млрд дол. США в ОВДП нерезидентів – менш ніж 1 % резервів; навіть повний одномоментний вихід знизив би покриття за критерієм достатності менш ніж на один відсотковий пункт (рівень критерію на кінець 2025 року – 44,3 млрд дол. США: за ним червневі резерви 51,3 млрд дають близько 116 %, а травневий мінімум 45,7 млрд давав близько 103 %; показник 129,3 % у ключових показниках розраховано за резервами на кінець 2025 року). Це чутливість за незмінного рівня критерію: фактичний критерій на 2026 рік МВФ визначає за оновленими даними, і за прогнозом Фонду покриття на кінець 2026 року становитиме близько 129 %. Навіс нерозподіленого прибутку 2023–2024 років (близько 1,9 млрд дол. США) вже розчищено виплатами у 2025 році та першому кварталі 2026 року без тиску на резерви, і навіть меншими темпами, ніж очікував МВФ [46]: кероване вивільнення пройшло перевірку практикою. Ширша черга у 47 млрд (розділ 2) належить Етапу 2 і виходить аукціонними траншами під наявні резерви. А відплив, якого боялися, вже стався у 2022 році: частка нерезидентів в ОВДП впала з 8,7 % до 0,9 %, резерви пройшли мінімум 22,4 млрд дол. США і зросли до історичного максимуму 57,7 млрд у січні 2026 року.

Момент для рішення – зараз. До кінця серпня 2026 року українська сторона має провести узгоджену з МВФ інвентаризацію валютних заходів і вже оцінює зміни до законів «Про валюту і валютні операції» та «Про Національний банк України» для поступового скасування обмежень воєнного часу [60]. Відокремлений режим для нового капіталу – природний кандидат до цього пакета: він не потребує ані зміни курсової політики, ані розблокування старого капіталу, тож не суперечить жодному зобов'язанню за програмою. Передумови виконані: резерви понад п'ять місяців імпорту, курс у режимі керованої гнучкості, діє програма розширеного фінансування МВФ на 8,1 млрд дол. США (перший перегляд завершено 20 липня 2026 року, виділено 690 млн) [60]; напрям збігається зі Стратегією пом'якшення валютних обмежень НБУ 2023 року [59]. На кону більше, ніж поточні втрати: кожен рік обмежень відкладає приватне фінансування відбудови (587,7 млрд дол. США [48]).

Скільки тривають такі режими. Обмеження запроваджують як тимчасовий захід: Кіпр тримав їх 24 місяці, Греція – 50, Аргентина – 67 (до часткового зняття у 2025 році), Ісландія та Нігерія – близько 100. Україна станом на липень 2026 року – 53 місяці, довше за весь епізод у Греції (рис. 10). Жодна з цих країн не вела повномасштабної війни, тож порівнюється не привід запровадження, а динаміка виходу: у жодному з цих епізодів вихід не спричинив нової валютної кризи.

Україна під обмеженнями довше, ніж тривав увесь епізод у Греції

Тривалість обмежень на рух капіталу, місяців (Україна – станом на 26.07.2026)



Джерело: CIRA; центральні банки Кіпру, Греції, Ісландії, Нігерії, BCRA, ESM, НБУ.

Жодна із зіставних країн не вела повномасштабної війни: порівняння стосується динаміки виходу, а не обставин запровадження. Аргентина – часткове зняття у квітні 2025 року.

Рисунок 10. Тривалість обмежень: Україна проти зіставних епізодів

Ісландія: як це виглядає на практиці. Після краху 2008 року навіс іноземного капіталу в кроні сягав близько 40 % ВВП; Ісландія зняла восьмирічні обмеження без валютної кризи і без дефолту [62]. Три риси, які можна перенести на Україну: суворі послідовності (спершу вимоги кредиторів збанкрутілих банків, потім аукціони для «гарячого» офшорного капіталу, наостанок – резиденти); аукціонний вихід із дисконтом (на аукціоні 16 червня 2016 року – близько 190 ISK/EUR проти внутрішніх 138, тобто ціну виходу платили власники застряглих коштів, а не бюджет); правова сегрегація рахунків, яка дала змогу звільнити резидентів незалежно від аукціонів. Аукціон використав частину резервів, однак за підсумками періоду резерви зросли, крона зміцніла, а ті, хто дочекався повного відкриття 2017 року, вийшли на кращих умовах (близько 137,5 ISK/EUR).

Сценарії 2026–2028.

1. **Базовий (інерційний): обмеження збережено.** Надбавка близько 170 базисних пунктів зберігається, приплив стриманий, критичні сектори без приватного валютного боргу. Щорічна ціна інерції – до 47 млрд грн додаткових витрат за боргом і 0,6–2,1 млрд дол. США недоотриманого ВВП.
2. **Несприятливий: різке зняття за слабких резервів.** Одномоментне відкриття на тлі падіння резервів підвищує ризик відпливу й тиску на курс – саме ці ризики знімає поетапна послідовність, описана вище.
3. **Реформний (рекомендований): поетапне кероване зняття.** Повернення нерезидентів дає зниження дохідності на 85–254 базисних пункти (центральний сценарій – 170), бюджетну економію близько 31 млрд грн на рік, поступове зникнення надбавки за неконвертованість і відкриття валютного ринку для критичних секторів – протягом циклу рефінансування боргу.

11. Межі оцінки та застереження

Причинність. Війна – домінуючий чинник, і жоден статистичний метод на даних однієї країни не відділяє її вплив від впливу обмежень строго. Тому огляд ніде не приписує обмеженням увесь розрив: кожна складова входить до підсумку лише з консервативною часткою з таблиці 1. Надбавка 170 базисних пунктів – сценарій, відкалібрований за чинними стелями Fitch (+2 щаблі) та Moody's (+1), а не вимірний ефект на дохідність ОВДП. Результат опитування Європейської Бізнес Асоціації (78 %) свідчить про значущість обмежень як чинника, а не про їхню частку в розриві. Ефект каналу зростання подано трьома сценаріями з верхньою межею +1,0 відсоткового пункту (таблиця 3).

Стійкість оцінки недобору інвестицій. Розрив 19 млрд дол. США перевірено кількома способами. Альтернативний метод – синтетичні різниці в різницях [29] – дає близько 14,5 млрд, тобто той самий порядок величини; довірчий інтервал за однієї країни широкий, тож це підтвердження масштабу, а не точності. Плацебо-перевірка (умовний «шок» у мирному 2019 році) розриву не знаходить – метод не показує ефект там, де його не мало б бути. Почергове вилучення країн з вибірки лишає розрив у межах 12–21 млрд. Ваги зіставних країн підібрано прямим допасуванням довоєнної траєкторії (підхід Дудченка та Імбенса [15]); повна процедура Абаді з коваріатами [13; 16] дає близько 16 млрд – усередині того самого діапазону.

Дані. Реінвестовані доходи за останні квартали НБУ позначає як оцінкові; за 2026 рік враховано лише перший квартал. Показник України за 2025 рік обчислено за даними НБУ (у базі Світового банку його ще немає; ВВП – 214,2 млрд дол. США за WDI), значення Хорватії та Туреччини перенесено з 2024 року. В оборонному сегменті пряма атрибуція неможлива через брак даних. Премію готівкового ринку (розділ 9) обчислено за курсами легального роздрібного ринку, тож фактична премія 2022 року, ймовірно, була ще вищою.

Гіпотеза, яка не підтвердилася. Поширену тезу, що обмеження з часом дедалі більше обходять [32], CIRA перевірила на платіжному балансі за трьома показниками (помилки й упущення; торгові кредити та аванси; готівкова валюта поза банками). Наростання обходу не виявлено: торгові кредити після сплеску 2022 року щороку від'ємні, а сукупний показник знизився з 34,9 % експорту у 2022 році до 20,1 % у 2025-му. Зростають лише помилки й упущення – показник, найменш придатний як ознака обходу, бо значною мірою оцінковий. Тому аргумент «обмеження однаково обходять» у цьому огляді не використовується.

Джерела та література

Теоретична, методологічна та емпірична література

1. Williamson S. D. Macroeconomics. 6th ed. Harlow: Pearson Education Limited, 2018. 731 p.
2. Бур'янов В. О., Куліш Г. П. Корпоративні облигації у повоєнному відновленні України. Економіка та суспільство. 2023. Вип. 48. <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2023-48-27>.
3. Henry P. B. Capital-Account Liberalization, the Cost of Capital, and Economic Growth. American Economic Review. 2003. Vol. 93 (2). P. 91–96.
4. Henry P. B. Do Stock Market Liberalizations Cause Investment Booms? Journal of Financial Economics. 2000. Vol. 58. P. 301–334.
5. Bekaert G., Harvey C. R., Lundblad C. Does Financial Liberalization Spur Growth? Journal of Financial Economics. 2005. Vol. 77 (1). P. 3–55.
6. Kose M. A., Prasad E., Rogoff K., Wei S.-J. Financial Globalization: A Reappraisal. IMF Staff Papers. 2009. Vol. 56 (1). P. 8–62.
7. Levine R., Zervos S. Stock Markets, Banks, and Economic Growth. American Economic Review. 1998. Vol. 88 (3). P. 537–558.
8. Bernanke B., Gertler M., Gilchrist S. The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework. Handbook of Macroeconomics. 1999. Vol. 1. P. 1341–1393.
9. Kiyotaki N., Moore J. Credit Cycles. Journal of Political Economy. 1997. Vol. 105 (2). P. 211–248.
10. Borio C. The Financial Cycle and Macroeconomics: What Have We Learnt? Journal of Banking & Finance. 2014. Vol. 45. P. 182–198.
11. Rey H. Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence. NBER Working Paper № 21162. 2015. <https://doi.org/10.3386/w21162>.
12. Kaminsky G., Reinhart C., Végh C. When It Rains, It Pours: Procyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies. NBER Macroeconomics Annual. 2004. Vol. 19.
13. Abadie A., Gardeazabal J. The Economic Costs of Conflict: A Case Study of the Basque Country. American Economic Review. 2003. Vol. 93 (1). P. 113–132.

14. Borensztein E., Cavallo E., Pereira dos Santos P. Infrastructure Bonds: The Case of Brazil. Inter-American Development Bank, IDB-TN-2454. 2022.
15. Doudchenko N., Imbens G. W. Balancing, Regression, Difference-in-Differences and Synthetic Control Methods: A Synthesis. NBER Working Paper № 22791. 2016. <https://doi.org/10.3386/w22791>.
16. Abadie A. Using Synthetic Controls: Feasibility, Data Requirements, and Methodological Aspects. *Journal of Economic Literature*. 2021. Vol. 59 (2). P. 391–425. <https://doi.org/10.1257/jel.20191450>.
17. Bekaert G., Harvey C. R. Foreign Speculators and Emerging Equity Markets. *Journal of Finance*. 2000. Vol. 55 (2). P. 565–613. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00220>.
18. Stulz R. M. Globalization, Corporate Finance, and the Cost of Capital. *Journal of Applied Corporate Finance*. 1999. Vol. 12 (3). P. 8–25. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.1999.tb00027.x>.
19. Kim E. H., Singal V. Stock Market Openings: Experience of Emerging Economies. *Journal of Business*. 2000. Vol. 73 (1). P. 25–66. <https://doi.org/10.1086/209631>.
20. Quinn D. P., Toyoda A. M. Does Capital Account Liberalization Lead to Growth? *Review of Financial Studies*. 2008. Vol. 21 (3). P. 1403–1449. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn034>.
21. Bumann S., Hermes N., Lensink R. Financial Liberalization and Economic Growth: A Meta-Analysis. *Journal of International Money and Finance*. 2013. Vol. 33. P. 255–281. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2012.11.013>.
22. Reinhart C. M., Sbrancia M. B. The Liquidation of Government Debt. *Economic Policy*. 2015. Vol. 30 (82). P. 291–333. <https://doi.org/10.1093/epolic/eiv003>.
23. Giovannini A., de Melo M. Government Revenue from Financial Repression. *American Economic Review*. 1993. Vol. 83 (4). P. 953–963.
24. Gourinchas P.-O., Jeanne O. The Elusive Gains from International Financial Integration. *Review of Economic Studies*. 2006. Vol. 73 (3). P. 715–741. <https://doi.org/10.1111/j.1467-937X.2006.00393.x>.
25. Desai M. A., Foley C. F., Hines J. R. Capital Controls, Liberalizations, and Foreign Direct Investment. *Review of Financial Studies*. 2006. Vol. 19 (4). P. 1433–1464. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhj041>.
26. Bartolini L., Drazen A. Capital-Account Liberalization as a Signal. *American Economic Review*. 1997. Vol. 87 (1). P. 138–154.
27. Larrain M., Stumpner S. Capital Account Liberalization and Aggregate Productivity: The Role of Firm Capital Allocation. *Journal of Finance*. 2017. Vol. 72 (4). P. 1825–1858. <https://doi.org/10.1111/jofi.12497>.
28. Almeida H., Cunha I., Ferreira M. A., Restrepo F. The Real Effects of Credit Ratings: The Sovereign Ceiling Channel. *Journal of Finance*. 2017. Vol. 72 (1). P. 249–290. <https://doi.org/10.1111/jofi.12434>.
29. Arkhangelsky D., Athey S., Hirshberg D. A., Imbens G. W., Wager S. Synthetic Difference-in-Differences. *American Economic Review*. 2021. Vol. 111 (12). P. 4088–4118. <https://doi.org/10.1257/aer.20190159>.
30. Chari A., Henry P. B. Risk Sharing and Asset Prices: Evidence from a Natural Experiment. *Journal of Finance*. 2004. Vol. 59 (3). P. 1295–1324. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00663.x>.
31. Andreasen E., Schindler M., Valenzuela P. Capital Controls and the Cost of Debt. *IMF Economic Review*. 2019. Vol. 67 (2). P. 288–314. <https://doi.org/10.1057/s41308-019-00080-6>.
32. Edwards S. How Effective are Capital Controls? *Journal of Economic Perspectives*. 1999. Vol. 13 (4). P. 65–84. <https://doi.org/10.1257/jep.13.4.65>.

Первинні джерела

33. Національний банк України. Платіжний баланс, прямі іноземні інвестиції та доходи від них (дивіденди, реінвестовані доходи). https://bank.gov.ua/files/ES/FDI_q.xlsx; https://bank.gov.ua/files/ES/BOP_q.xlsx.
34. Національний банк України, Депозитарій. ОВДП в обігу за власниками (частка нерезидентів, обсяги). https://bank.gov.ua/files/Depository/T-bills_nom.xlsx.
35. Національний банк України. Міжнародні (золотовалютні) резерви, місячні дані. <https://bank.gov.ua/ua/markets/international-reserves-allinfo>.
36. Національний банк України. Офіційний курс гривні до іноземних валют. <https://bank.gov.ua/NBUStatService/v1/statdirectory/exchange>.

37. Зведена панель оцінок переказу та конвертованості (T&C) для 143 суверенів: компіляція CIRA за офіційними рейтинговими діями та публікаціями S&P Global Ratings, зріз – лютий 2026 року (методологія T&C – [38]; реєстр первинних рейтингових дій – у супровідних матеріалах CIRA).
38. S&P Global Ratings. Methodology: Criteria For Determining Transfer And Convertibility Assessments (18.05.2009, у редакції 12.08.2025). <https://disclosure.spglobal.com/ratings/en/regulatory/article/-/view/sourceId/5402435>.
39. S&P Global Ratings. Ukraine Foreign Currency Rating Raised To 'CCC+' (22.01.2026). <https://disclosure.spglobal.com/ratings/en/regulatory/article/-/view/sourceId/101666878>.
40. Fitch Ratings. Country Ceiling Criteria (24.07.2023). <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/country-ceiling-criteria-24-07-2023>.
41. Fitch Ratings. Fitch Upgrades Ukraine to 'CCC' (22.12.2025). <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-upgrades-ukraine-to-ccc-22-12-2025>.
42. Fitch Ratings. Fitch Affirms Ukraine at 'CCC' (24.04.2026). <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-affirms-ukraine-at-ccc-24-04-2026>.
43. Moody's Ratings. Country Ceilings Methodology (07.12.2020). <https://ratings.moody's.com/api/rmc-documents/68640>.
44. Moody's Ratings. Ukraine ratings affirmed at Ca (30.05.2025). <https://ratings.moody's.com/ratings-news/444169>.
45. Європейська Бізнес Асоціація. Індекс інвестиційної привабливості України 2025. <https://eba.com.ua/wp-content/uploads/2025/11/UKR-2025-Invest-Index.pdf>.
46. International Monetary Fund. Ukraine: Fifth Review Under the Extended Fund Facility. Country Report № 24/314. 2024. <https://www.imf.org/-/media/files/publications/cr/2024/english/1ukrea2024003-print-pdf.pdf>.
47. World Bank Open Data. Foreign direct investment, net inflows (% of GDP); GDP (current US\$). <https://data.worldbank.org>.
48. Ukraine Fifth Rapid Damage and Needs Assessment (RDNA5). Світовий банк, Уряд України, ЄК, ООН. 23.02.2026. <https://www.worldbank.org/en/news/press-release/2026/02/23/updated-ukraine-recovery-and-reconstruction-needs-assessment-released>.
49. International Energy Agency. Empowering Ukraine Through a Decentralised Electricity System. 17.12.2024. <https://www.iea.org/reports/empowering-ukraine-through-a-decentralised-electricity-system>.
50. Міністерство фінансів України. Виконання зведеного (державного) бюджету. <https://mof.gov.ua>.
51. Державна служба статистики України. Валовий внутрішній продукт. <https://stat.gov.ua>.
52. Проспекти, біржові повідомлення та пресрелізи емітентів (MHP SE / MHP Lux S.A., Kernel Holding S.A., Metinvest B.V., Нафтогаз / Kondor Finance plc, НЕК «Укренерго», ДТЕК): корпоративні валютні єврооблігації України, 2016–2026; зведення CIRA.
53. Про роботу банківської системи в період запровадження воєнного стану: Постанова Правління НБУ № 18 від 24.02.2022 (зі змінами). <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0018500-22>.
54. Податковий кодекс України № 2755-VI (чинна редакція). <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2755-17>.
55. Chinn M. D., Ito H. Індекс відкритості рахунку капіталу KAOPEN, оновлення 2023. https://web.pdx.edu/~ito/kaopen_2023.xls.
56. Fernández A., Klein M. W., Rebucci A., Schindler M., Uribe M. Capital Control Measures (FKRSU). <https://www.columbia.edu/~mu2166/fkrsu/>.
57. International Monetary Fund. The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View. 14.11.2012 (переглянуто 30.03.2022). <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/111412.pdf>.
58. International Monetary Fund. Ukraine: Request for Purchase under the Rapid Financing Instrument. Country Report № 22/74. Березень 2022. <https://www.imf.org/en/publications/cr>.
59. Національний банк України. Стратегія пом'якшення валютних обмежень, переходу до більшої гнучкості обмінного курсу та повернення до інфляційного таргетування (публічна версія). 07.07.2023. https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Strategy_for_easing_FX_restrictions_07-07-2023.pdf.
60. International Monetary Fund. Ukraine: 2026 Article IV Consultation and First Review Under the EFF. Country Report № 26/188; пресреліз № 26/254 від 20.07.2026. <https://www.imf.org/-/media/files/publications/cr/2026/english/1ukrea2026002.pdf>.

61. Brave1 (оборонно-технологічний кластер); Київська школа економіки (KSE Institute): показники та оцінки інвестицій у сектор оборонних технологій. <https://brave1.gov.ua>; <https://kse.ua>.
62. Central Bank of Iceland (Seðlabanki Íslands). Capital Account Liberalisation Strategy (2015); валютні аукціони офшорної крони та завершення зняття обмежень (2016–2017). <https://www.seðlabanki.is>.
63. Арсенюк О. Лібералізація валютних обмежень: презентація / Департамент відкритих ринків. Київ: Національний банк України, травень 2026. 16 слайдів. https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/FX_liberalization_05-2026.pdf.
64. Американська торговельна палата в Україні, Citi. Wartime Business Survey (опитування 112 компаній-членів, польовий етап 21.05–16.06.2026). 23.06.2026. <https://chamber.ua>.
65. International Air Transport Association (IATA). Blocked Funds Drop to \$1.8 billion with Major Clearance in Nigeria (02.06.2024) та подальші оприлюднення переліку заблокованих коштів. <https://www.iata.org>.
66. Національний банк України. Звіт про фінансову стабільність. Червень 2026 року. https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/FSR_2026-H1.pdf.
67. Про Державний бюджет України на 2026 рік: Закон України № 4695-IX від 03.12.2025 (зі змінами згідно із Законом № 4908-IX від 10.06.2026), додаток № 3. <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/4695-20>.
68. Державна служба статистики України. Соціально-демографічні характеристики домогосподарств України у 2021 році (кількість домогосподарств – 14 678,1 тис.). <https://stat.gov.ua>.
69. Damodaran A. Country Default Spreads and Risk Premiums (оновлення 5 січня 2026 року): суверенні спреди дефолту за рейтинговою шкалою Moody's (B1 – 3,83 %; B2 – 4,67 %; B3 – 5,52 %; Caa1 – 6,37 %; еквіваленти S&P – B+, B, B-, CCC+). Stern School of Business, New York University. https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html.
70. Multilateral Investment Guarantee Agency (MIGA), Група Світового банку. Currency Inconvertibility and Transfer Restriction (опис покриття); Terms & Conditions (розмір премій). <https://www.miga.org/product/currency-inconvertibility-and-transfer-restriction>; <https://www.miga.org/terms-conditions>.
71. Постанова Правління Національного банку України № 63 від 12.06.2026 (граничні строки розрахунків за окремими експортними операціями); Постанова Правління Національного банку України № 79 від 13.07.2026 (перекази для сплати митних платежів ЄС). https://bank.gov.ua/ua/legislation/Resolution_12062026_63; https://bank.gov.ua/ua/legislation/Resolution_13072026_79.
72. Державна казначейська служба України. Річні звіти про виконання Державного бюджету України за 2023–2024 роки, розділ I «Доходи», коди 11020300 та 11020500 (за класифікацією доходів бюджету, наказ Міністерства фінансів України від 14.01.2011 № 11). https://data.gov.ua/dataset/zvit_kazna.

Статус і простежуваність джерел

Показники НБУ, МВФ, Світового банку, RDNA, Міжнародного енергетичного агентства, Мінфіну, Казначейства, Держстату, рейтингових агентств, Європейської Бізнес Асоціації, Американської торговельної палати, MIGA та IATA [33–72] звірено з першоджерелами; обчислені величини відтворюються в розрахункових скриптах і супровідній моделі CIRA. Огляд поєднує виміряні показники зі сценарними величинами; межі оцінок зведено в розділі 11.

Виятки та застереження простежуваності: панель T&C для 143 суверенів [37] – компіляція CIRA за офіційними рейтинговими діями S&P, а не публікація агентства. Ринкові дані про єврооблігації [52] – зведення CIRA за проспектами, біржовими повідомленнями та пресрелізами емітентів, з перехресною звіркою за ринковими агрегаторами; окремі ISIN не підтверджено. Частку 78 % [45] звірено безпосередньо за опублікованим PDF хвилі 2025 року (88 топменеджерів; питання «Як обмеження валютних операцій впливає на інвестиційну привабливість України?»: негативно – 78 %, не впливає – 22 %). Показники оборонного сегмента [61] – попередні оцінки Brave1 та Київської школи економіки, незалежно CIRA не верифіковані. Числові дані презентації НБУ [63] зчитано з опублікованих слайдів; сума складових черги (46 млрд дол. США) відрізняється від надрукованого підсумку (47 млрд) через округлення компонентів. Джерело [57] – документ політики МВФ, а не статистична серія. Дата зрізу даних – 27 липня 2026 року.

Про CIRA

ТОВ «Рейтингове агентство „Кредит Інтелідженс“» (CIRA) – українське рейтингове агентство, авторизоване Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку 3 липня 2026 року та внесене до Реєстру авторизованих рейтингових агентств; перше агентство, авторизоване за Законом України «Про рейтингування»

№ 3981-IX. CIRA визначає кредитні рейтинги за Національною шкалою для банків, страховиків, небанківських фінансових установ, підприємств реального сектору та боргових інструментів на основі власних методологій і колегіального рішення рейтингового комітету.

Важлива інформація

Цей документ є аналітичним оглядом і **не є кредитним рейтингом, рейтинговою дією чи складовою рейтингової діяльності** CIRA у розумінні Закону України «Про рейтингування» № 3981-IX; він підготовлений у межах додаткових послуг агентства (оцінювання економічних тенденцій та інші загальні аналізи даних, частина дев'ята статті 15 Закону) окремо від рейтингової діяльності. Він виражає думку Агентства, а не встановлення факту, і не є інвестиційною порадою, пропозицією чи рекомендацією щодо купівлі, продажу або утримання будь-яких фінансових інструментів. Документ стосується оцінки економічної політики й не охоплює ринкового, ліквідного, правового чи інших ризиків. Він ґрунтується на джерелах, які CIRA вважає надійними, і надається «як є»: Агентство не здійснювало незалежної перевірки всіх даних, не гарантує їх повноти чи безпомилковості та за жодних обставин не несе відповідальності за прямі чи непрямі збитки, пов'язані з використанням документа. Оцінки, припущення та прогнози за своєю природою орієнтовані на майбутнє й можуть змінюватися без повідомлення; минулі результати не обов'язково визначають майбутні. Користувач самостійно оцінює придатність висновків для власних цілей. Відтворення дозволено за умови посилання на CIRA. © 2026 ТОВ «РА „Кредит Інтелідженс“». Усі права захищено.

Контакти

ТОВ «Рейтингове агентство „Кредит Інтелідженс“ (CIRA) · Код ЄДРПОУ 45564435 · м. Київ, Вознесенський узвіз, буд. 3/5 · cira.com.ua

Аналітик: Бур'янов Валентин Олександрович, головний виконавчий директор · ORCID 0009-0009-2331-7442