

УДК 336.748:336 “738”](477)

Ольга ШПЕНЮК

## РЕГУЛЮВАННЯ ОБМІННОГО КУРСУ ГРИВНІ В УМОВАХ ФІНАНСОВОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ

---

*Розглянуто валютно-курсові процеси в Україні протягом 2014–2015 рр. та причини, що їх зумовили. Проаналізовано основні заходи у сфері валютного регулювання, які застосовував НБУ у періоди загострень на валютному ринку, виокремлено їх позитивні і негативні наслідки. Запропоновано потенційні заходи для стабілізації ситуації на валютному ринку й обґрунтовано необхідність вибору адекватного монетарного режиму із врахуванням проблем, з якими стикається економіка України.*

**Ключові слова:** валютний курс, валютне регулювання, валютні обмеження, девальвація, режим валютного курсу, інфляційне таргетування.

---

**Ольга ШПЕНЮК**

### **Регулирование обменного курса гривны в условиях финансовой нестабильности**

*Рассмотрены валютно-курсовые процессы в Украине в 2014–2015 гг. и причины, которые их обусловили. Проанализированы основные меры в сфере валютного регулирования, применяемые НБУ в периоды обострений на валютном рынке, выделены их положительные и отрицательные последствия. Предложены потенциальные меры по стабилизации ситуации на валютном рынке и обоснована необходимость выбора адекватного монетарного режима с учетом проблем, с которыми сталкивается экономика Украины.*

**Ключевые слова:** валютный курс, валютное регулирование, валютные ограничения, девальвация, режим валютного курса, инфляционное таргетирование.

---

**Olha SHPENJUK**

### **Regulation of exchange rate of hryvnia in financial instability**

*Introduction. During last two years many developing countries' currencies devaluated, which confirms the volatility increasing of the global foreign exchange market and the lack of effectiveness of traditional instruments of exchange rate regulation. This raises the significance of the problems of finding ways to improve these instruments to ensure the stability of exchange rates of national currencies, which is especially relevant for Ukraine.*

**Purpose.** *The purpose of this article is to analyze exchange rate processes in Ukraine and corresponding actions of the NBU as a reaction to current challenges, and to study potential measures to help stabilize the situation on the currency market and avoid significant exchange rate volatility under conditions of a gradual transition to inflation targeting.*

**Results.** *The article deals with exchange rate processes in Ukraine during 2014–2015 and reasons which caused them, namely, gradual ending of quantitative easing program by US Fed-*

eral Reserve, domestic political and economic reasons, wrong actions of the NBU in the monetary regulation, etc. Main activities in exchange rate regulation applied by the NBU in periods of exacerbations on the currency market are analysed. These measures include in addition to economic methods (FX interventions, interest rate increase, and change of exchange rate regime) administrative measures (strengthening of existing or introduction of new foreign exchange restrictions). Based on the analysis positive and negative effects of these measures are singled out.

**Conclusion.** The exchange rate regulation measures of the NBU generally helped stabilize the situation on the currency market, but they were accompanied by a number of failures, and therefore some of them need to be corrected for greater efficiency, namely the de-jure return to the regime of managed float, partial and balanced liberalization of exchange rate regulation, which should be situational, increase of confidence in the NBU by economic agents, "launching" interest rate mechanism. This makes it necessary to re-examination the optimal monetary regime in Ukraine, which would allow combining managed floating of the national currency with informal inflation target.

**Keywords:** exchange rate, exchange rate regulation, foreign exchange restrictions, devaluation, exchange rate regime, inflation targeting.

**JEL Classification:** E 420, E 580.

---

**Постановка проблеми.** Нові тенденції розвитку міжнародних валютних відносин та виклики, які постали перед світовою валютно-фінансовою системою, вимагають переосмислення низки положень щодо ефективності регулювання валютного курсу, на які уже так звично покладалися монетарні органи. Зокрема, йдеться про неспроможність уникнення обвальних девальвацій як сильних, так і слабких валют при застосуванні традиційних інструментів валютного регулювання та пошуку шляхів удосконалення таких інструментів для забезпечення стабільності обмінних курсів національних валют. Для України, як лідера з падіння національної валюти у 2014–2015 рр., питання адекватного регулювання валютного курсу є особливо актуальним.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Зазначене питання висвітлюють у своїх працях такі вітчизняні вчені, як Я. Белінська, О. Береславська, Т. Вахненко, О. Дзюблюк, Т. Унковська, О. Шаров та ін., у роботах яких проводиться глибокий та ґрунтовний аналіз проблематики валютно-курсової політики та регулювання

валютного курсу в Україні. Водночас плинність ситуації і різкі зміни на валютному та фінансовому ринках вимагають постійної уваги до факторів виникнення негативних тенденцій та розробки заходів для їх запобігання.

**Мета статті.** Вищезазначене визначає необхідність дослідження валютно-курсових процесів в Україні та відповідних дій НБУ як реакції на поточні виклики з метою визначення основних прорахунків регулятора у сфері валютного регулювання й обґрунтування потенційних заходів, які допомогли б стабілізувати ситуацію на валютному ринку, уникнути значної волатильності обмінного курсу, в умовах поступового переходу до режиму інфляційного таргетування.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** Складна політична й економічна ситуація, що склалася в Україні протягом 2014–2015 рр., спровокувала розгортання кризових явищ на валютному ринку і в банківському секторі. В результаті гривня стрімко девальвувала, міжнародні резерви скоротилися до мінімальних обсягів, а банківська система втратила більше 32%

вкладів у гривні та понад 55% валютних депозитів (на кінець серпня 2015 р.).

Валютна криза, з якою стикнулася Україна у 2014–2015 рр., була безпрецедентною:

- за рівнем девальвації національної валюти (275% – від 7,99 до 30,02 грн./дол. США у лютому 2015 р.);
- за механізмами її виникнення (на першому етапі – внаслідок воєнно-політичних ризиків і нерівноваги платіжного балансу; на другому – внаслідок помилкових дій у сфері монетарного регулювання, які частково ще не виправлені і сьогодні),
- за масштабами розростання тінювих валютних ринків і за інтенсивністю розвитку девальваційно-інфляційної спіралі, що призвела до галопуючої інфляції [1].

З огляду на перебіг подій на валютному ринку упродовж 2014 – початку 2015 рр. процес курсоутворення гривні умовно можна поділити на два періоди, які характеризуються двома потужними хвилями девальвації (рис. 1):

- 1) зима–весна 2014 р. (значення курсу зросло з 8 грн./дол. США до 12–13 грн./дол. США);
- 2) осінь 2014 р. – зима 2015р.(з 12 грн./дол. США до 23–24 грн./дол. США).

Перший період розпочався у лютому і тривав до кінця квітня 2014 р. За цей період курс гривні знизився на 37,1%, в окремі періоди досягаючи 11,5 грн./дол. США. Основними причинами девальвації гривні у цей період називають внутрішньополітичні – озброєне протистояння на Майдані та зміна уряду, що вкрай негативно позначилося на економічній діяльності країни. Крім цього, вказують і на те, що після тривалої фіксації курсу на рівні 7,99 грн./дол. США упродовж двох попередніх років, у січні–лютому 2014 р. реалізувався накопичений девальваційний потенціал гривні.

Проте доцільно звернути увагу, що, крім української гривні, у цей час девальвували валюти інших країн, що розвиваються (наприклад, Туреччини – на 7%, Аргентини – на

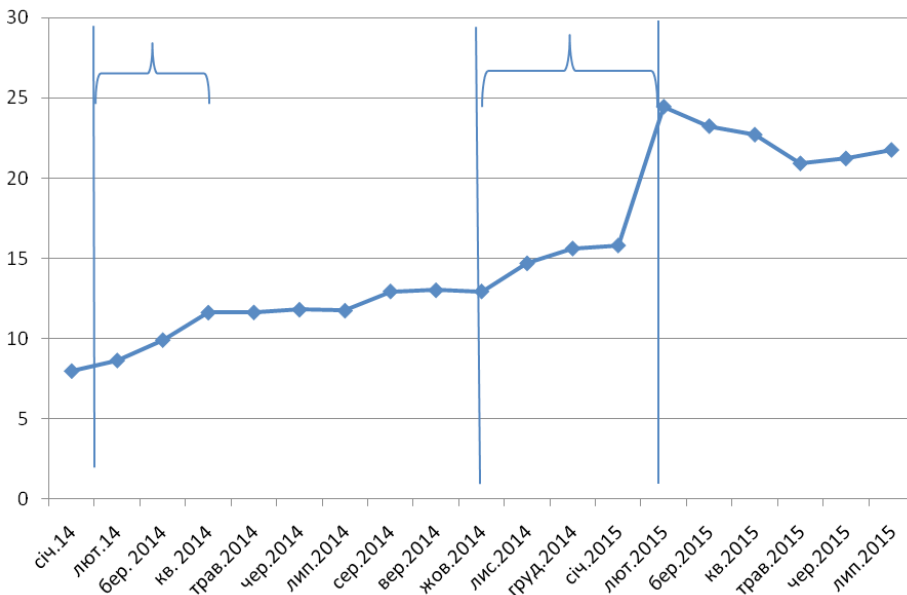


Рис. 1. Динаміка номінального обмінного курсу гривні у 2014–2015 рр.\*

\* Побудовано на основі даних НБУ.

15%, Казахстану – на 19% та ін.). Причиною цього стало оголошення ФРС США про згортання програми кількісного пом'якшення, внаслідок чого відбувся відтік іноземного капіталу з ринків країн, що розвиваються.

По-друге, суттєво погіршилася зовнішня кон'юнктура. Йдеться про уповільнення економічного зростання у країнах – основних торговельних партнерах України (Росія, ЄС), падіння цін на сировинних товарних ринках, починаючи ще з другого кварталу 2012 р., укріплення долара США відносно інших валют.

На зовнішній аспект проблеми особливо увагу звертає С. Кораблін, вказуючи на те, що сировинний статус української економіки робить її особливо чутливою до цін на зовнішніх ринках і, відповідно, волатильності курсу долара. У цьому контексті, зазначає С. Кораблін, економічна, фінансова, валютна криза в Україні мала б місце й за відсутності озброєного конфлікту та анексії її території [2].

З використанням апарату регресійно-кореляційного аналізу Т. Богдан довела, що коливання світових цін на сировинні товари, які здебільшого пояснюються змінами курсу долара США до основних світових валют, позначається на обсягах експортної виручки України і, відповідно, на темпах зростання ВВП країни. Зокрема, встановлено, що зменшення світових цін на сировинні товари на 7% у 2014 р. зумовили зменшення експортної виручки України на 1,1–1,4 млрд. дол. США. [3].

Друга фаза девальваційного витка гривні розпочалася у листопаді 2014 р., коли після тимчасової фіксації напередодні парламентських виборів, курс знову рухнув до 15,62 грн./дол. США., а пізніше до 25 і навіть до 30 грн./дол. США. Якщо так званий перший період був логічним процесом, зумовленим як світовими тенденціями, так і внутрішніми факторами економічної та

політичної природи, то падіння гривні на другому етапі стало результатом помилкових дій у сфері монетарного регулювання, адже фундаментальні фактори не могли спричинити настільки глибокого падіння.

Заходи, які приймав НБУ у період курсових потрясінь, тобто починаючи з лютого 2014 р., коли з'явилися перші ознаки падіння обмінного курсу гривні, передбачали, передусім, посилення існуючих або ведення нових валютних обмежень, відмову від фіксації обмінного курсу гривні і, відповідно, від валютних інтервенцій, корекцію облікової ставки.

Початок 2014 р. відзначився різким зростання попиту на іноземну валюту, досягнувши 28.01.2014 р. свого рекордного значення за 2013–2014 рр. – 4,74 млрд. дол. США. НБУ вжив заходів для урівноваження попиту шляхом валютних інтервенцій на міжбанківському валютному ринку, обсяг яких протягом січня 2014 р. склав у доларовому еквіваленті 1742,3 млн. Це призвело до скорочення золотовалютних резервів. Так, за даними НБУ міжнародні резерви станом на 01.01.2014 р. становили 20,4 млрд. у перерахунку в долари США, а станом на 01.02.2014 р. – лише 17,8 млрд. дол. США. При цьому падіння курсу гривні до долара США не припинилося. Як наслідок, НБУ перейшов до впровадження жорстких заходів адміністративного впливу на валютний ринок. Йдеться, зокрема, про Постанову Правління НБУ від 6 лютого 2014 р. № 49, яка фактично містила три види заходів:

- спрямовані на збільшення надходжень в іноземній валюті на валютний ринок України;
- спрямовані на забезпечення безперервності операцій з готівкою;
- спрямовані на гальмування попиту на іноземну валюту.

Однак наслідки запровадження обмежень НБУ щодо валютних операцій були вкрай неоднозначними, передусім для різ-

них суб'єктів валютних відносин. По-перше, для валютного ринку вони мали короткостроковий стабілізуючий вплив, оскільки відклали попит на валюту за реальними угодами на 5 днів, тому на міжбанку курс долара одразу після запровадження обмежень знизився до 8,4 грн./дол. США, а потім знову піднявся до 9,4 грн./дол. США.

Для банків такі заходи стали додатковим джерелом ліквідності, оскільки кошти покупців валюти зараховувалися на відповідний рахунок лише на шостий день, при цьому обіг коштів тимчасово уповільнився.

Для підприємців, які купували валюту, заходи, передбачені Постановою № 49, мали вкрай негативні наслідки, тому що, по суті, відбувається кредитування банків, курс, за яким буде укладена угода, не визначений, ліквідність зв'язується на 5 днів.

По-друге, різнобічний вплив вказаних заходів полягав, перш за все, у зростанні невизначеності і валютних ризиків для покупців, які не є валютними спекулянтами, що стало поштовхом до активізації тінювого валютного ринку, курс здійснення операцій на якому відрізнявся від офіційного в середньому на 2–3 грн. у бік збільшення [4].

Таким чином, оцінюючи адекватність заходів, які включала Постанова НБУ №49, зазначимо, що позитивний стабілізуючий ефект від вказаних заходів було дуже швидко вичерпано, і, як наслідок, курс гривні за останній тиждень лютого 2015 р. знову рухнув до 11,4 грн./дол. США. Ситуативне збільшення попиту на ліквідні кошти та необхідність створення умов для стабільної діяльності банків і вчасного виконання ними законних вимог вкладників та інших кредиторів обумовили прийняття нової Постанови НБУ № 86, яка включала скорочення нормативу резервування коштів на окремому коррахунку для банків удвічі. Залишки на коррахунках банків за один день зросли на 4,4 млрд. США до 26,9 млрд. грн.,

а ситуація на валютному ринку різко загострилася. Передусім, це пов'язано із очікуваннями економічних агентів відносно дій регулятора на валютному ринку, зокрема з його відмовою від підтримання курсу гривні, що активізувало діяльність спекулянтів.

Зважаючи на дестабілізацію валютного ринку України, спричинену сукупністю політичних і соціально-економічних чинників, НБУ й надалі приймає низку постанов з метою забезпечення рівноваги на валютному ринку. Вони містили такі валютні обмеження:

- лімітування щодо видачі готівкових коштів в іноземній валюті з поточних (в т. ч. карткових) та депозитних рахунків клієнтів через каси та банкомати на добу;
- обмеження максимальної суми продажу готівкової іноземної валюти;
- обмеження на суму переказів фізичними особами іноземної валюти за межі України з диференціацією залежно від наявності підтверджуючих документів;
- обов'язковий продаж надходжень в іноземній валюті;
- обмеження строку розрахунків за операціями з експорту та імпорту;
- заборона дострокового погашення кредитів, позик (зокрема, фінансової допомоги) в іноземній валюті за договорами з нерезидентами;
- виключно у гривні видача готівкових коштів у межах України за електронними платіжними засобами, що емітовані як резидентами, так і нерезидентами та ін.

В цілому застосування валютних обмежень у період посилення напруги на валютному ринку є широковживаним у міжнародній практиці. Загальноприйнято застосовувати валютні обмеження у випадках, коли в країні бракує іноземної валюти, при істотній зовнішній заборгованості та розладі платіжного балансу з метою стабілізації курсу національної валюти. Очікуваними результатами є призупинення спаду

або різких коливань обмінного курсу національної валюти і створення вихідних умов для подальшого регулювання.

Проте, на нашу думку, деякі рестриктивні положення серед наведених вище (ті, що застосовувалися у 2014–2015 рр.), мають подвійну дію.

Зокрема, це стосується регулювання експортно-імпорتنних операцій, яке НБУ запровадив, аби стимулювати повернення в країну валютної виручки експортерів та зменшити виведення валюти імпортерами. Ці обмеження не відповідають класичним постулатам теорії: вони суттєво ускладнюють щоденну господарську діяльність підприємств; період їх застосування є досить тривалим, вони ризикують перетворитися на перманентну систему; за час їх застосування не відбулося суттєвого реформування, покликаного сприяти економічному зростанню [5].

Позитивним моментом для призупинення відтоку валюти з країни було запровадження регулятором більш жорсткого регулювання операцій імпорту, зокрема вимоги підтверджувати в НБУ авансові платежі за контрактами понад 50 тис. дол. США. Для підтвердження платежів банки зобов'язані подавати в НБУ документи, які є підставою для здійснення операцій, а також низку додаткових документів, зокрема про відсутність податкової заборгованості. В результаті, відтік хоча й продовжувався, але його обсяги значно скоротилися.

Подвійним характером впливу відзначається вимога щодо обов'язкової конвертації валютної виручки експортерами. Практика застосування цієї вимоги є доволі поширеною. Так, у Бразилії, Аргентині, Анголі передбачений продаж одержаної від експорту виручки у розмірі 100%, що пов'язано з високою ціною обслуговування зовнішнього боргу та необхідністю поновлення рівня золотовалютних резервів. У Венесуелі експортери зобов'язані продати центральному

банку 90% іноземної валюти, одержаної від експорту, з правом залишити в себе до 10% виручки для покриття своїх витрат, що пов'язані з експортною діяльністю [6]. У Китаї тільки уповноважені національні підприємства можуть залишати у своїх руках 15% обсягу зовнішньоторговельного обігу попереднього року, для всіх інших застосовується вимога 100%-го продажу валютної виручки. У 2014 р. обов'язковий продаж валютних надходжень від експорту застосовували 60 країн (у 2009 р. – 55 країн, у 2012 р. – 57, у 2013 р. – 59).

Якщо розглядати неоднозначність такої вимоги, то потенційними позитивними результатами від її застосування вважається зменшення спекулятивного тиску на внутрішній валютний ринок, збереження золотовалютних резервів шляхом підвищення пропозиції валюти на ринку. В Україні ж встановлення обов'язкового продажу 100%, а пізніше 75% експортної виручки, призвело до скорочення валютних надходжень, оскільки експортери не поспішали заводити валюту в країну.

Обмеження, пов'язані із лімітуванням видачі готівки з депозитних і карткових рахунків, продажу готівкової іноземної валюти, переказів за межі України та обов'язкова їх конвертація у гривню, замість того, щоб знизити попит на валюту з боку населення, навпаки активізували його. Проблема ажіотажного попиту в Україні зумовлена значними девальваційними очікуваннями, які спровокувало рішення НБУ про відпускання курсу у "вільне плавання", що у суспільстві пов'язують зі значною девальвацією, сумнівними публічними коментарями офіційних осіб, а також розгортанням військових дій на сході України. Це стало причиною паніки як навесні 2014 р., так і восени і взимку 2014–2015 рр. Варто нагадати, що роль паніки під час розгортання кризових явищ є доволі значущою, про що свідчить досвід попередніх криз.

Негативним аспектом впровадження обмежень на купівлю валюти в касах банків в умовах її фактичного дефіциту можна вважати розширення обсягів тіншового ринку, на якому курс був вищим на 2–3 грн./дол. США. Свідченням цього є скорочення обсягів операцій з купівлі-продажу іноземної валюти на готівковому ринку практично утричі<sup>1</sup>, яка, можна припустити, перемістилася саме на “чорний” ринок.

Незважаючи на ефективність валютних обмежень у попередні кризові періоди, їх застосування у 2014 – початку 2015 рр. не дало бажаних результатів, тобто не врівноважило попит і пропозицію на валютному ринку й не зупинило стрімкого падіння гривні у період найбільшого загострення. Це пов'язано з простою закономірністю – чим жорсткіші адміністративні обмеження, тим сильніша мотивація купівлі іноземної валюти та небажання заводити її в країну, в результаті чого втрачається сенс їх застосування з погляду корисності для економіки.

По-друге, це фактичне існування щонайменше чотирьох валютних курсів: офіційного, міжбанківського, готівкового та ринкового, за яким працює вітчизняний бізнес. Наявність певних відхилень між значеннями цих курсів сприяло створенню умов для проведення валютних спекуляцій на курсовій різниці і, таким чином, зростанню тіншового ринку готівкової валюти, на якому валюта була доступною, хоч і за високою ціною.

Ще однією причиною неефективності валютних обмежень можна вважати відсутність альтернативних іноземній валюті засобів заощадження, тобто таких, які були б надійними, безризиковими та виконували функцію нагромадження і збереження грошових коштів суб'єктів економічних відносин. Це штовхає економічних агентів

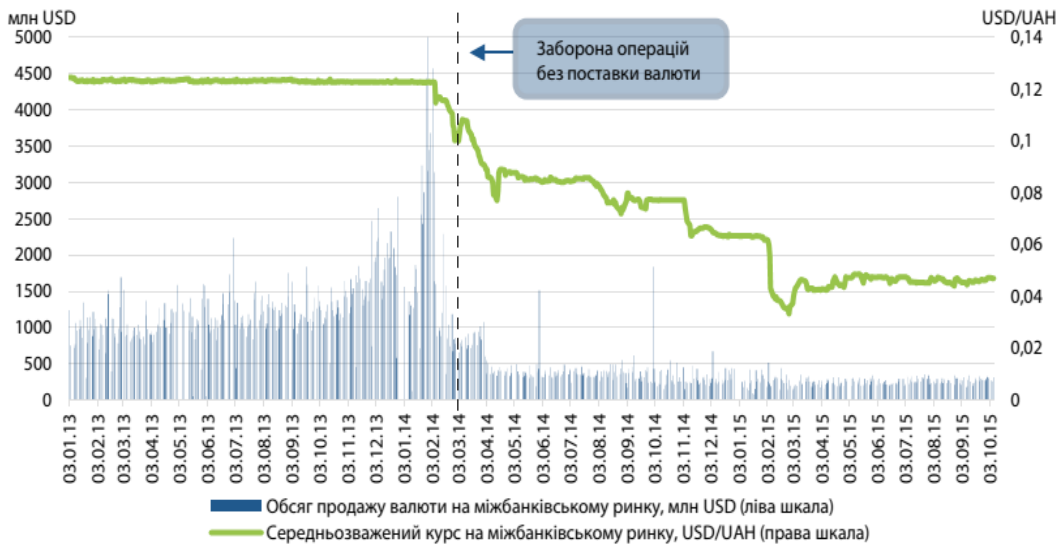
постійно повертатися “до валюти” в обхід існуючим валютним обмеженням, тим самим сприяючи процвітанню тіншових схем і втраті довіри до дій регулятора.

Таким чином, валютні обмеження, які застосовувалися НБУ у 2014–2015 рр., не повністю справилися зі своїм основним завданням – не забезпечили збалансування попиту і пропозиції на валютному ринку, хоча в цілому допомогли стабілізувати валютний ринок та покращити стан платіжного балансу. Якщо попит вони все-таки стримували, то розглядаючи їх вплив на пропозицію іноземної валюти, можна сміливо стверджувати, що обмеження були контрпродуктивними, адже спостерігалось не просто зменшення надходжень іноземної валюти, а її відплив і вилучення із банківської системи. Крім цього, застосування заходів обмежувального характеру спричинило низку побічних наслідків (розвиток тіншового ринку, валютні спекуляції, втрата довіри до національної грошової одиниці та центрального банку), несприятливих для макрофінансової стабільності.

Обсяги торгів на міжбанківському валютному ринку після введення обмежень скоротилися майже удвічі (рис. 2).

Разом з тим, важко не погодитися, що саме завдяки посиленню існуючих і введенню нових адміністративних обмежень вдалося на деякий час стабілізувати ситуацію на валютному ринку. В умовах відсутності належного інституційного, ринкового, інформаційного середовища, ведення воєнних дій та інших несприятливих процесів в Україні при запровадженні вільно плаваючого валютного курсу його динаміку визначають, перш за все, агіотажний попит та спекулятивно-арбітражні операції банків задля отримання надприбутків, прагнення населення позбутися гривні і будь-що придбати долар. Саме на протидію таким операціям були спрямовані валютні обмеження. Не-

<sup>1</sup> Якщо у 2013 р. обсяги продажу валюти банками становили 19,2 млрд. дол. США, то у 2014 р. – 8,0 млрд. дол. США, а обсяги купівлі – 16,3 млрд. і 5,6 млрд. дол. США відповідно.



**Рис. 2. Динаміка курсу та обсягів кредиту валюти на міжбанківському ринку України\***

\* Побудовано на основі [5].

гативний вплив вказаних факторів зберігатиметься ще довгий час, тому передчасне скасування валютних обмежень (до того, як зникнуть причини їх введення) може звести нанівець набуту стабільність від їх запровадження і понести гривню у ще глибше падіння. Особливо варто враховувати соціальний аспект скасування обмежень, оскільки рівень довіри населення до національної банківської системи, регулятора валюти, ще не набув “безпечних” розмірів.

Проте, незважаючи на стабільність, яку несуть валютні обмеження, вони не можуть, по-перше, цілковито ізолювати чи захистити валютний ринок країни від кризових потрясінь у вигляді, наприклад, зовнішніх шоків (наприклад, падіння цін на сировинні товари чи нафту) чи процесів у тіншовому секторі (наприклад, відплив капіталу через нелегальні канали), по-друге, замінити економічну політику і забезпечити довготермінову стабільність обмінного курсу.

Об’єктивність процесів девальвації та неможливість підтримання курсу через низький обсяг валютних резервів зумовили пере-

хід НБУ до режиму вільно плаваючого курсоутворення, змусивши його відмовитися від втручання у процеси на валютному ринку у вигляді інтервенцій у березні-серпні 2014 р. Проте вже у вересні 2014 р. внаслідок загострення військових дій на сході України та наближенням виборів до Верховної Ради України НБУ відновлює свої позиції на валютному ринку у вигляді валютних інтервенцій, незважаючи на оголошений вільно плаваючий режим курсоутворення (табл. 1).

Застосування жорстких валютних обмежень і виходи НБУ з інтервенціями на валютний ринок у передвиборний період суперечать теорії вільно плаваючого валютного курсу і свідчать про де-факто застосування керованого режиму валютного курсу гривні. Така суперечність між деклараціями (публічними заявами) і діями НБУ позбавляє економічних агентів можливості отримати чіткі інформаційні сигнали щодо напрямку й типу монетарної стратегії центрального банку і, відповідно, планувати свою діяльність. Тому першочерговим завданням НБУ є відновлення довіри як до са-



Таблиця 1

Динаміка валютних інтервенцій НБУ\*

Валютні інтервенції станом на:			
Купівля валют, млн. дол. США	Вересень 2015 р.	152,3	-
	Серпень 2015 р.	9,2	-
Продаж валют, млн. дол. США	Липень 2015р.	163,2	74,3
	Червень 2015 р.	239,2	30,0
Сальдо валютних інтервенцій НБУ, млн. дол. США	Травень 2015 р.	168,6	100,0
	Квітень 2015 р.	158,2	239,6
	Березень 2015 р.	581,4	372,5
	Лютий 2015 р.	144,7	651,3
	Січень 2015 р.	-	518,2
	Грудень 2014 р.	-	831,1
	Листопад 2014 р.	3,1	573,3
	Жовтень 2014 р.	6,2	3174,6
	Вересень 2014 р.	98,3	833,7
	Серпень 2014 р.	354,8	309,6
	Липень 2014 р.	80,0	-
	Червень 2014р.	-	-
	Травень 2014 р.	211,6	786,4
	Квітень 2014 р.	-	-
	Березень 2014 р.	52,3	-
	Лютий 2014 р.	174,6	1895,1
	Січень 2014 р.	-	1742,3
	Грудень 2013 р.	-	942,0
	Листопад 2013 р.	-	799,6
			-799,6
			-1720,5
			-1742,3
			52,3
			0,0
			-574,8
			0,0
			80,0
			45,2
			-735,4
			-3168,4
			-570,2
			-831,1
			-518,2
			-506,6
			208,9
			-81,4
			68,6
			209,2
			88,9
			9,2
			152,3

\* Складено на основі даних НБУ.

мого інституту центрального банку, так і до національної валюти.

Крім цього, досвід показав, що в умовах України перехід до гнучкого валютного курсоутворення означає набуття курсовою динамікою таких рис, як непередбачуваність і волатильність, що надало поштовх розбалансуванню валютної структури банківських активів і пасивів, різкому погіршенню платоспроможності позичальників і відповідним підвищенням частки проблемних кредитів, посиленню загального рівня невизначеності в економіці та погіршенню інвестиційного клімату, збільшенню кількості помилок суб'єктів валютних відносин щодо формування їх валютних позицій.

У цьому контексті слід визнати, що, незважаючи на проголошений режим інфляційного таргетування, в основі ціноутворення в Україні лежить валютний курс, що вимагає контролю за ним, а забезпечення валютно-курсової стабільності є життєво необхідним для української економіки саме з огляду на рівень її відкритості та інтегрованості у зовнішньоекономічне глобальне середовище, значний вплив цін імпортованих товарів на динаміку внутрішньої інфляції та ін. У зв'язку з цим, О. Дзюблюк вказує, що збереження упродовж певного перехідного періоду валютного курсу як номінального якоря монетарного регулювання значно більшою мірою, аніж декларативне проголошення інфляційного таргета, сприяє підтриманню цінової стабільності, оскільки фіксує темп інфляції для товарів і послуг і, таким чином, сприяє безпосередньому контролю над інфляцією [7].

Багато досліджень свідчать про позитивну роль політики регульованого валютного курсу у період підготовки і створення умов для переходу до таргетування інфляції. Якщо центральний банк ефективно управляє валютним курсом, то рівень довіри до нього з боку економічних агентів по-

силюється. Тому, коли він починає впливати на інфляційні очікування, "фундамент довіри" до його дій уже сформований і процес переходу до політики інфляційного таргетування значно спрощується, а ймовірність успішності її реалізації підвищується [8].

Зазначимо, що країни можуть поступово переходити від фіксованого обмінного курсу до режиму таргетування інфляції. При цьому проміжним режимом грошово-кредитної політики може бути комбінація керованого плавання національної валюти з неформальним таргетом по інфляції. Такий режим може виявитися корисним, оскільки дає органам влади час для підготовки ключових елементів, необхідних для повноцінного впровадження інфляційного таргетування. Тобто, йдеться про застосування спеціального режиму таргетування інфляції – "замаскованого (еклектичного, змішаного)", який передбачає наявність одночасно з метою щодо інфляції двох або більше цілей монетарної політики.

Політика обмінного курсу при такому інфляційному таргетуванні не повинна бути надто активною. Надмірний контроль над обмінним курсом може призвести до нестабільності інструментів грошової політики. Політика надмірного контролю за динамікою обмінного курсу може мати своїм наслідком перенесення очікувань населення з інфляції на обмінний курс. Також існує ризик неадекватної оцінки причин шоків обмінного курсу і подальшого неправильного коригування обмінного курсу, що може призвести до погіршення економічної ситуації в країні з перехідною економікою. Однак контроль курсу з боку грошової влади деякою мірою все ж необхідний. Ступінь участі центрального банку в динаміці обмінного курсу має відповідати ступеню відкритості економіки.

Цього висновку дотримуються й експерти Національного бюро економічних досліджень, вказуючи, що оптимальним режимом

для країн із сировинною економікою виступає саме модифіковане інфляційне таргетування. У такому випадку, стверджують вони, на додачу до стандартного інфляційного таргетування центральний банк може змінювати політику з метою згладжування надто сильних коливань валютного курсу [9].

Проте, хочеться зазначити, що Україні слід негайно докласти всіх можливих зусиль з розвитку фінансового ринку для того, щоб забезпечити реальну можливість переходу до групи країн із “замаскованим таргетуванням” [10], а не повноцінним, оскільки, на нашу думку, найближчий для України режим нині відповідає умовам експериментального інфляційного таргетування, властивий країнам із нестабільною економікою і нерозвинутими ринками, а також країнам, в яких бракує належної довіри до органів влади.

**Висновки.** Таким чином, дії НБУ у період загострення на валютному ринку включали доповнення економічних методів регулювання обмінного курсу (валютні інтервенції, підвищення облікової ставки, зміна режиму курсоутворення) адміністративними методами, що у кінцевому результаті допомогло стабілізувати ситуацію на валютному ринку. Однак, з огляду на виклики, з якими стикнувся НБУ у 2014–2015 рр., та наслідки його дій у сфері валютного регулювання, можна виокремити такі основні прорахунки: по-перше, різкий перехід до вільно плаваючого валютного курсу у період загальної дестабілізації, без належних передумов та правильних дій з активізації інших механізмів валютної та цінової стабільності спричинив шоківу реакцію як бізнесу, так і населення, зумовивши тим самим паніку на валютному ринку; по-друге, відхилення де-юре і де-факто дій НБУ стало фактором ще глибшої недовіри до регулятора та національної валюти, яка підживлювалася непрозорою політикою у

сфері рефінансування та регулювання банківської системи.

Враховуючи вищевказане, деякі регулюючі заходи потребують коригування для більшої ефективності, особливо у періоди появи шоків. Йдеться, насамперед, про такі події та явища:

1) Сильна зарегульованість валютного ринку адміністративними обмеженнями не дає можливості НБУ маневрувати, у випадку виникнення загрози девальвації гривні. Подальше посилення жорсткості регулювання, як, наприклад, підвищення нормативу обов'язкового повернення валютної виручки із 75 до 100% або скорочення періоду дозволеної попередньої оплати імпорتنих контрактів може негативно вплинути на платіжний баланс і збалансування валютного ринку. В цьому випадку зростає, зокрема, ризик неповернення експортних надходжень і поширення подвійної бухгалтерії у зовнішньоекономічній діяльності, розвиток тіньової економіки. Тому за умов тимчасового збереження обмежень (у короткостроковому чи у більш тривалому періоді) регулятор може хоча б частково модифікувати їх таким чином, щоб обмеження мали ситуаційний і селективний характер, що, з одного боку, полегшить операційну діяльність для бізнесу і забезпечить можливість НБУ ефективно врегулювати напруження на валютних ринках.

2) Офіційне визнання керованого курсоутворення гривні як доступного і готового до впровадження режиму за наявності значної кількості обмежень і втручань на валютний ринок з боку НБУ. Зазначимо, що, незважаючи на проголошений режим інфляційного таргетування, в основі ціноутворення в Україні залишається валютний курс, що вимагає контролю за ним. Така практика є допустимою для країн, що розвиваються, оскільки вони є більш вразливими до коливань валютного курсу, які за-

звичай виникають на початкових етапах переходу до інфляційного таргетування, а валютний канал є домінуючим у трансмісійному механізмі. Звідси, основними інструментами і цілями НБУ в рамках проголошеної стратегії монетарного режиму мають бути процентна ставка і валютний курс.

3) “Запуск” роботи механізму відсоткових ставок, який повинен ґрунтуватися на системному характері взаємозв’язку між ставками НБУ, ставками міжбанківського ринку і ставками банків за кредитами і депозитами, а також встановленні ключової процентної ставки, котра відіграватиме роль проміжного “якоря” для валютної та цінової стабільності.

4) Зміцнення де-юре і де-факто незалежності центрального банку і підвищення довіри до нього з боку економічних агентів. Цьому сприятиме стабільність валютного курсу, оскільки більшість суб’єктів господарювання все ще орієнтуються саме на цей показник, дотримання оголошених цілей без частих і різких їх змін, проведення прозорої політики рефінансування.

### Література

1. Унковська Т.Є. Як врятувати національну валюту [Електронний ресурс] / Т.Є. Унковська // Дзеркало тижня. – 2015. – № 9.

2. Кораблін С.О. Як творити грошово-кредитну систему на базі власної економіки, а не потрапляти в залежність від чужої валюти / С.О. Кораблін // Криза банківської системи: причини і шляхи виходу: Матеріали науково-практичної конференції (м. Київ, 10 червня 2015 р.) / Асоціація українських банків; Університет банківської справи НБУ; відп. ред. С.М. Аржевітін. – К. : УБС НБУ, 2015. – С. 40–43.

3. Богдан Т.П. Емпіричне дослідження детермінант світових цін на сировинні товари, ролі курсової позиції долара та впливу валютно-цінових глобальних чинників на економіку

України / Т.П. Богдан // Економіст. – 2015. – № 12. – С. 19–24.

4. Белінська Я.В. Девальвація гривні в Україні: умови, чинники і заходи подолання / Я.В. Белінська, Н.С. Глоба // Науковий вісник Буковинського державного фінансово-економічного університету. – 2014. – Вип. 26. – С. 152–163.

5. Репко М. Зняття валютних обмежень та лібералізація руху капіталів. Як і коли? / М. Репко, Г. Антоненко, О. Кашко, І. Пionтківська // Аналітична записка. – 2015. – Жовтень. – С. 39.

6. Суторміна А.М. Особливості використання адміністративних інструментів валютного регулювання / А.М. Суторміна // Глобальні та національні проблеми економіки. – 2015. – № 3. – С. 795–800.

7. Дзюблюк О.В. Проблеми інфляційного таргетування в сучасній економіці / О.В. Дзюблюк // Світ фінансів. – 2015. – № 2. – С. 7–18.

8. Ostry J., Atish R., Marcos C. Two Targets, Two Instruments: Monetary and Exchange Rate Policies in Emerging Market Economies [Electronic resource] // IMF Staff Discussion. – February 29, 2012. SDN/12/01. Access mode : <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2012/sdn1201.pdf>.

9. Aizenman, J., Hutchison, M., Noy, I. Inflation Targeting and Real Exchange Rates in Emerging Markets [Electronic resource] // NBER Working Paper. – 2008. – № 14561. Access mode : <http://www.nber.org/papers/w14561.pdf>.

10. Шаров О.М. Гроші мають значення. Та ще й яке! [Електронний ресурс] / О.М. Шаров // Дзеркало тижня. – 2015. – №30.

### References

1. Unkovska, T.Ye. (2015). Yak vriatuvaty natsionalnu valiutu [How to save the national currency]. Dzerkalo tyzhnia – The mirror of week, 9. [in Ukrainian].

2. Korablin, S.O., Arzhevitin, S.M. (Eds.), (2015). Yak tvoryty hroshovo-kredytnu systemu na bazi vlasnoi ekonomiky, a ne potraplyaty v zalezh-

nist vid chuzhoi valiuty [How to make a monetary system based on own economy and not to fall into dependence on a foreign currency]. Kryza bankivskoi systemy: prychny i shliakhy vykhodu – Banking crisis: Causes and ways out: Proceedings of the International scientific and practical conference, Kyiv: AUB [in Ukrainian].

3. Bohdan, T.P. (2015). Empyrychne doslidzhennia determinant svitovykh tsin na syrovynni tovary, roli kursovoi pozytsii dolara ta vplyvu valyutno-tsinovykh hlobalnykh chynnykiv na ekonomiku Ukrainy [Empirical study of the determinants of raw materials global prices, the role of dollar's exchange rate and the influence of exchange and monetary global factors upon Ukrainian economy]. Ekonomist – The Economist, 12, 19–24 [in Ukrainian].

4. Belinska, Ya.V. & Hloba, N.S. (2014). Devalvatsiia hryvni v Ukraini: umovy, chynnyky i zakhody podolannia [Devaluation of the hryvnia in Ukraine: condition, factors and measures to overcome]. Naukovyj visnyk Bukovynskoho derzhavnoho finansovo-ekonomichnoho universytetu – Scientific bulletin Bukovyna state finance and economics university, 26, 152–163 [in Ukrainian].

5. Repko, M., Antonenko, H., Kashko, O., & Pi-ontkivska, I. (2015). Zniattia valiutnykh obmezhen ta liberalizatsiia rukhu kapitaliv. Yak i koly? [Removal of exchange rate restrictions and the liberaliza-

tion of capital movements. How do it and when?]. Analitychna zapyska – Analytic brief [in Ukrainian].

6. Sutormina, A.M. (2015). Osoblyvosti vykorystannia administratyvnykh instrumentiv valiutnoho rehuliuвання [Features of currency regulations using administrative tools]. Hlobalni ta natsionalni problemy ekonomiky – Global and national problems of economics, 3, 795–800 [in Ukrainian].

7. Dzjubljuk, O.V. (2015). Problemy inflatsiynoho tarhetuvannia v suchasniy ekonomitsi [Problems of the Inflation Targeting in a Modern Economy]. Svit finansiv – The finance world, 2, 7–18 [in Ukrainian].

8. Ostry J., Atish R., Marcos C. (2012). Two Targets, Two Instruments: Monetary and Exchange Rate Policies in Emerging Market Economies // IMF Staff Discussion. – February 29, 2012. SDN/12/01. Available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2012/sdn1201.pdf>.

9. Aizenman, J., Hutchison, M., Noy, I. (2008). Inflation Targeting and Real Exchange Rates in Emerging Markets // NBER Working Paper. No 14561. Available at: <http://www.nber.org/papers/w14561.pdf>.

10. Sharov, O.M. (2015). Hroshi mayut znachennia. Ta shche y yake! [Money matters. It really does!]. Dzerkalo tyzhnia – The mirror of week, 30 [in Ukrainian].