

Київський національний торговельно-економічний університет
Кафедра банківської справи

ВИПУСКНА КВАЛІФІКАЦІЙНА РОБОТА

на тему:

Валютна політика центрального банку

Студентки 2 курсу 3м групи
спеціальності 072 «Фінанси,
банківська справа та страхування»
спеціалізації «Банківська справа»

Рягузової Наталії
Олександрівни

Науковий керівник
канд. екон. наук,
Доцент

Серажим Юліан
Віталійович

Гарант освітньої програми
д-р екон. наук,
професор

Шульга Наталія
Петрівна

Київ – 2018

ЗМІСТ

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ ПОЗНАЧЕНЬ

ВСТУП

РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ВАЛЮТНОЇ ПОЛІТИКИ ТА ЇЇ РЕАЛІЗАЦІЇ 7

1.1. Сутність валютної політики центрального банку, її основні цілі та завдання..... 7

1.2. Складові елементи валютної політики центрального банку 14

1.3. Інструменти реалізації валютної політики центрального банку 23

РОЗДІЛ 2. АНАЛІТИЧНИЙ ОГЛЯД РЕАЛІЗАЦІЇ ВАЛЮТНОЇ ПОЛІТИКИ В КОНТЕКСТІ МАКРОЕКОНОМІЧНОГО РЕГУЛЮВАННЯ 29

2.1. Інструменти валютної політики в Україні.....29

2.2. Вплив політики центрального банку на динаміку валютного курсу...43

2.3. Валютні інтервенції як основний інструмент реалізації валютної політики Національним банком України.....51

РОЗДІЛ 3. КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ ОРГАНІЗАЦІЇ ВАЛЮТНОЇ ПОЛІТИКИ В УКРАЇНІ ТА ЗАРУБІЖЖІ..... 58

3.1. Валютна політика центральних банків зарубіжних країн.....58

3.2. Удосконалення валютного законодавства в Україні.....65

3.3 Дорожня карта валютної політики Національного банку України.....71

ВИСНОВКИ

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

ДОДАТКИ

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ ПОЗНАЧЕНЬ

CHF – швейцарський франк

CNY – китайський юань

JPY – японська єна

SGD – сінгапурський долар

USD – долар США

ВВП – валовий внутрішній продукт

ЗВР – золотовалютні резерви

ВСТУП

Актуальність дослідження. Світові глобалізаційні та інтеграційні процеси зумовлюють необхідність тісної кооперації країн, яка передбачає формування міждержавних економічних відносин. Валютна політика центрального банку формує передумови для встановлення таких відносин та їх підтримки при фінансових та економічних взаємодіях держав. Враховуючи непростоє становище України як країни з трансформаційно економікою та активного позичальника міжнародних фінансових організацій валютна політика держави є гострим та актуальним питанням, яке потребує подальших досліджень.

Концептуальні положення діяльності центрального банку у сфері валютної політики висвітлено у роботах О. Дзюблюка [13-15], Н. Місяць [31], Г. Веріги [10], А. Кузнєцової [25], О. Береславської [4-5], Ф. Журавки [17], Є.Савельєва [45-46] тощо. Теоретичними дослідженнями валютної політики та валютного регулювання займалися такі науковці, як В. Міщенко [31], М. Савлук [11], Л. Красавіна [29], Г. Стасюк [1], О. Береславська [4;5], Н. Місяць [31], Я. Белінська [2;3], Т. Косова [23], А. Щетинін [56] та інші. Напрацювання вчених у сфері валютного регулювання як складової валютної політики заслуговують визнання, однак плинність часу та відповідні зміни у економіці України та інших держав, з якими доводиться співпрацювати, вимагають актуалізації досліджень щодо самої валютної політики України та інструментів її реалізації. Відтак, враховуючи вищенаведені твердження, ми сформуваємо мету та завдання роботи наступним чином.

Метою дослідження є розкриття теоретичних аспектів валютної політики, її завдань та інструментів реалізації, а також розгляд зарубіжної практики проведення валютної політики та розробка пропозицій щодо удосконалення національної валютної політики.

Для досягнення цієї мети були сформульовані такі **завдання**:

- провести огляд літературних джерел та розкрити сутність валютної політики центробанку та її завдань;

- провести огляд літературних джерел та розкрити сутність складових валютної політики;
- здійснити теоретичний огляд інструментів реалізації валютної політики та розкрити їхню суть;
- здійснити аналітичний огляд застосування інструментів реалізації валютної політики НБУ, зокрема менеджменту золотовалютних резервів, та визначити фактори впливу на них;
- здійснити аналітичний огляд впливу політики НБУ на динаміку курсу національної валюти;
- провести аналіз проведених центральним банком України валютних інтервенцій;
- провести огляд валютних політик зарубіжних країн;
- здійснити огляд законодавчих нововведень щодо регламентування валютних відносин в Україні;
- розробити рекомендації щодо напрямку валютної політики НБУ.

Об'єктом дослідження виступає валютна політика центрального банку як складова грошово-кредитної, а **предметом** – процес реалізації валютної політики за допомогою інструментів валютної політики центрального банку.

Методи дослідження. Теоретико-методологічну основу дослідження становлять наукові праці, нормативні документи НБУ та законодавство України у сфері регулювання валютних відносин. В основу дослідження покладено загальнонаукові та спеціальні методи пізнання: абстрактно-логічний – для аналізу фахової літератури, теоретичного узагальнення й формування висновків щодо сутності валютної політики, її складових та інструментів реалізації; декомпозиції – для розкриття мети дослідження та постановки завдань; методи аналізу та синтезу – для дослідження результатів проведеної валютної політики НБУ, зокрема в контексті менеджменту золотовалютних резервів та проведення валютних інтервенцій.

Інформаційною базою дослідження є законодавчі і нормативні акти з питань

регулювання валютних відносин в Україні, офіційні дані Національного банку України, Національного банку Швейцарії та Монетарного органу Сінгапуру (центрального банку Сінгапуру), монографічні дослідження та наукові публікації про валютну політику.

Наукова новизна одержаних результатів. Уперше було запропоновано диверсифікацію структури золотовалютних резервів України у розрізі валют відповідно (із подальшим формуванням валютних кошиків) для зниження ризику втрати їх вартості. Удосконалено теоретичне розкриття сутності валютної політики із відповідними обґрунтуваннями.

Практичне значення одержаних результатів. Отримані результати можуть бути використані Національним банком України при коригуванні валютної політики в контексті внесення змін до структури ЗВР, перегляду валютного режиму України та проведенні валютних інтервенцій на ринку.

Особистий внесок магістра. Випускна кваліфікаційна робота є самостійним завершеним дослідженням автора.

Публікації. Робота під назвою «Формування золотовалютних резервів України у сучасних умовах» пройшла апробацію на конференції «Стратегії розвитку фінансового ринку України» у листопаді 2018 р., результати якої знайшли відображення у збірнику. Окремі результати дослідження знайшли відображення у науковій статті: Рягузова Н.О. Формування золотовалютних резервів України у сучасних умовах // Стратегії розвитку фінансового ринку України: зб. наук. ст. студ. денної форми навчання // відп. ред. Н.П. Шульга. – К: Київ. нац. торг.-екон. Ун-т, 2018. – 365 с.

Обсяг та структура роботи. Робота складається з 3 розділів, вступу, висновків, списку використаних джерел та додатків. Обсяг роботи складає 80 сторінок. В роботі представлено 19 таблиць, 7 рисунків, 19 додатків, 1 схему та використано 64 наукових джерел.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ВАЛЮТНОЇ ПОЛІТИКИ ТА ЇЇ РЕАЛІЗАЦІЇ

1.1. Сутність валютної політики центрального банку, її основні цілі та завдання

Законодавство України у сфері валютного регулювання та контролю не надає чіткого визначення валютній політиці, користуючись даним поняттям як таким. Відтак, пропонуємо сформулювати визначення валютної політики, для чого спочатку визначитися з трактуванням слова «політика» за допомогою академічного тлумачного словника. Так, у табл. 1.1 наведено визначення словника, який виділяє 4 варіанти розкриття її суті, що є взаємодоповнюючими.

Таблиця 1.1

Підходи до визначення терміну «політика»

№	Визначення «політики» за академічним тлумачним словником
1	«Цілі та завдання, що їх ставлять суспільні класи в боротьбі за свої інтереси; методи і засоби досягнення цих цілей і завдань».
2	«Загальний напрямок, характер діяльності держави, певного класу або політичної партії».
3	«Напрямок діяльності держави або політичної партії у тій чи іншій галузі у певний період».
4	«Події і питання внутрішньодержавного і міжнародного суспільного життя».

Джерело: побудовано автором за даними Академічного тлумачного словника

Таким чином, керуючись табл. 1.1 трактуємо поняття політики як сукупності систематизованих та впорядкованих дій, що відповідають конкретним принципам, спрямовані на досягнення визначених цілей і завдань та

полягають у досягненні окресленого стану та наслідків. Дійсно, політика передбачає визначення основної мети, ряду завдань та цілей для її досягнення, принципів, якими суб'єкти політики керуватимуться та характеру їхніх дій в процесі реалізації визначеної політики. Пропонуємо розглянути варіанти трактування валютної політики економістами та науковцями, що займалися дослідженням валютної політики. Так, табл. 1.2 ілюструє наступні авторські підходи до визначення валютної політики.

Таблиця 1.2

Підходи до визначення валютної політики

	Автори	Трактування поняття «валютна політика»
1	Мороз А. М., Пуховкіна М. Ф., Савлук М. І. [11]	Валютна політика – це частина загальноекономічної політики, що являє собою комплекс здійснюваних державою економічних, організаційних та правових заходів у сфері валютних відносин з метою реалізації стратегічних завдань розвитку національної економіки.
2	Науменкова С. В., Міщенко В. І. [31]	Валютна політика – це сукупність економічних, правових та організаційних заходів, що здійснюються центральним банком та іншими органами державного регулювання щодо діючих у державі валютних взаємовідносин між суб'єктами господарювання, домашніми господарствами та органами державного управління
3	Дзюблюк О. В. [14]	Валютна політика – це розробка й практична реалізація державою засобів впливу на ті економічні відносини суб'єктів ринку, які стосуються їхніх операцій із валютою.
4	Красавіна Л. М. [29]	Валютна політика – це сукупність заходів, здійснюваних у сфері міжнародних валютно-економічних відносин відповідно до поточних і стратегічних цілей країни.

5	Журавка Ф. О. [17]	Валютна політика – це комплекс економічних, організаційних, правових, адміністративних та інших заходів, методів, форм, інструментів, які здійснюються державою у сфері валютно-фінансових і кредитних відносин відповідно до поточних та стратегічних цілей загальної економічної політики країни.
6	Бездітко Ю.М., Мануйленко О.О., Стасюк Г.А.[1]	Валютна політика – це сукупність заходів, які проводить держава у сфері валютних відносин, виходячи з основних принципів загальної економічної політики держави.

Джерело: побудовано автором на основі [1; 11; 14; 17; 29; 31]

Як бачимо, більшість авторів у своїх визначеннях виходять із необхідності постановки цілей, з метою досягнення яких і формується валютна політика. При цьому, зазначається, що реалізація валютної політики передбачає обрання способів, засобів та принципів здійснення визначених кроків (дій). Тобто, валютна політика розглядається як впорядкована система зі структурованою сукупністю елементів та визначеними взаємозв'язками між ними. Беручи до уваги вищезазначені приклади трактування валютної політики, можемо сформувати комплексне визначення. Так, на нашу думку, валютна політика – це підсистема загальноекономічної політики, що є сукупністю скоординованих дій побудованих за відповідними принципами та спрямована на досягнення стратегічних та тактичних цілей за допомогою попередньо визначених засобів у сфері валютних відносин та вирішення окремих завдань. Головним суб'єктом реалізації валютної політики на державному рівні є центральний банк, який упорядковано формує валютну політику в межах грошово-кредитної та слідує

за її актуальністю для держави на конкретний період, аналізуючи чималу сукупність факторів та одночасно прогнозуючи альтернативні варіанти подальшого розвитку подій [8].

Відтак, основними цілями валютної політики в межах загально економічної, які ставляться державою, є [31]: підтримання контрольованого рівня інфляції, забезпечення зовнішньої стійкості національної валюти, збереження рівноваги платіжного балансу, сприяння високому рівню зайнятості населення, стабільність курсу національної валюти (внутрішня) та забезпечення її конвертованості, регулювання валютного ринку, забезпечення надійних джерел надходження валютної виручки, захист національних та іноземних інвестицій у країні, регулювання валютних операцій резидентів та нерезидентів країни. Із сукупності вищенаведених цілей доцільно розділити їх за строковістю на стратегічні (перша четвірка) та тактичні (наступні після першої четвірки) [11]. Стратегічні цілі є більш довгостроковими та об'ємними – до такого стану економіки кожна держава має прямувати. Тактичні ж цілі є більш конкретними, їх забезпечення є запорукою досягнення та підтримки стратегічних цілей. При цьому, досягнення стратегічних та тактичних цілей вимагає реалізацію конкретних завдань, які уже залежать від індивідуальної економічної ситуації кожної держави [11].

Реалізацію валютної політики можна розглядати не лише на державному рівні в особі НБУ, а й на інших, таких як підприємницький сектор, організації та установи, банки, що є учасниками на валютному ринку у сфері валютних відносин [14]. Часто такі суб'єкти мають власну валютну політику, особливості якої залежать від загальнодержавної валютної політики – особливо в частині обмежень. Можемо виділити і міждержавний рівень та його суб'єктів – іноземних держав та міжнародних валютно-фінансових організацій, що своєю валютною політикою опосередковано впливають на процес формування та реалізації валютної політики окремої держави шляхом створення сприятливих чи несприятливих умов для проведення певних видів валютних операцій [8]. Таким чином, бачимо, що формування валютної політики передбачає врахування не

лише економічної ситуації та перспектив окремої держави, а й рішень та дій у сфері валютних відносин партнерів-країн, з якими суб'єкти господарювання та домогосподарства ведуть справи [8].

Як зазначалось вище, досягнення цілей валютної політики можливе за умови виконання низки завдань, які вона передбачає в узгодженості з економічно-соціальним станом держави. Так, як цілі поділяють на стратегічні та тактичні, ідентичний підхід застосовується і стосовно завдань валютної політики.

Таблиця 1.3

Завдання валютної політики

Стратегічна валютна політика	Тактична валютна політика
1. Макроекономічна стабільність.	1. Безперебійне функціонування національної валютної системи.
2. Довіри до економіки.	2. Вирівнювання платіжного балансу.
3. Стимулювання експортної активності держави.	3. Рівнозначне врахування інтересів експортерів та імпортерів.
4. Валютний приплив в державу.	4. Створення привабливих умов для вкладів інвесторів.

Джерело: побудовано автором на основі [8; 11]

Вважаємо за потрібне підкреслити значимість пункту №3 у списку завдань тактичної валютної політики, оскільки забезпечення різнозначного врахування інтересів як експортерів, так й імпортерів, передбачає врегулювання системи валютних обмежень та стимулювання активності діяльності інвесторів в контексті вкладень в національну економіку. Не варто нівелювати значення оперативного регулювання валютно-ринкової кон'юнктури – таке регулювання, як показує практика, здійснюється в Україні за рахунок валютних інтервенцій, що ставить за мету зменшення тиску спекуляцій на валютний ринок [56]. Відповідно, нормальне функціонування валютного ринку передбачає заходи держави щодо структурного вдосконалення ринку – організаційних та

правових аспектів його функціонування. Держава має пильно слідкувати за та органічно регулювати капітальні операції резидентів та нерезидентів, що вони проводять на валютному ринку, так само як і будь-які експортно-імпортні операції передбачають регулювання та контроль [11]. Валютна політика це, в першу чергу, взаємодія між державами – тому необхідно приділити увагу міждержавним зв'язкам та їх удосконаленню задля спрощення міждержавних розрахунків та посилення інтеграційних процесів. Усі вищенаведені фактори формують собою механізм курсоутворення [8].

Наразі світова економіка функціонує в режимі «Ямайської валютної системи», до якої світове співтовариство прийшла шляхом «проб і помилок» [11]. Відповідно за функціонування кожної окремої валютної системи валютні політики країн мали свої особливості. В даному аспекті хотілося б звернути увагу не на внутрішні фактори країни – її економічний стан та рівень розвитку, - а на зовнішні – сама валютна система як така, що так чи інакше виступає фактором впливу на формування валютної політики [11].

Враховуючи зазначені вище обставини, вважаємо за необхідне оглядово згадати еволюцію валютної системи світу, яка змінювалась з плином часу та зміною економіко-політичного становища світового товариства. Виділяють чотири основні періоди в контексті змін валютної системи: Паризька, Генуезька, Бреттон-Вудська та Ямайська валютні системи [11].

Паризька валютна система діяла упродовж 1867-1914 рр., до Першої Світової війни. У цій системі роль світових грошей виконувало золото, за допомогою імпорту та експорту якого відбувалось регулювання платіжного балансу. При цьому на експорт, ні імпорт золота не обмежувались. Кожна валюта країни мала фіксовану прив'язку до золота – чітко визначений золотий вміст. Паризьку валютну систему ще називають періодом золотомонетного стандарту, який діяв до початку Першої Світової війни, поки гроші могли вільно обмінюватись на золото відповідно до свого золотого вмісту. Однак з початком воєнних дій обмін національної валюти на золото було заборонено, що призвело

до появи нової валютної системи – Генуезької [11].

Генуезька валютна система функціонувала упродовж 1922-1929 рр. За такої валютної системи світовою валютою окрім золота вважалися й валюти провідних економічно розвинутих держав – таких як Франція, Англія, США. При цьому прямо розмінюватися на золото мали право лише національні валюти провідних країн, а валюти інших – шляхом опосередкованого розмінювання через ці валюти – французький франк, англійський фунт стерлінгів та американський долар. Тобто, прямого обміну не відбувалось. До Великої Депресії вона функціонувала стабільно, однак у період кризи припинила своє існування – почали діяти окремо три валютні зони – доларова, стерлінгова та франкова [11].

Наступною еволюційно стала Бреттон-Вудська валютна система, що започаткувала доларовий стандарт наприкінці Другої Світової війни 1944 року. Міжнародними засобами визнавались золото, а також долар США та фунт стерлінгів. За цієї валютної системи долар фактично прирівнювався до золота, а задля регулювання таких процесів було створено МВФ. 1971 року внаслідок значного прогресування дефіциту платіжного балансу у США така валютна система перестала існувати – на її зміну прийшла Ямайська [11].

Ямайська валютна система – сучасна валютна система, що передбачає багатовалютний стандарт та скасування офіційної ціни золота. Відтоді валютна політика держави не обмежувалась міжнародними стандартами щодо валютних курсів [11].

Отже, зміст основних принципів функціонування світової валютної системи, сформованої у процесі міждержавних переговорів шляхом укладання відповідних міжнародних угод, визначених структурною валютною політикою, має безпосередній вплив на загальну спрямованість і можливості практичної реалізації поточної валютної політики кожної країни, визначаючи її можливості щодо вибору механізмів курсоутворення, управління золотовалютними резервами, регулювання платіжного балансу та операцій на валютному ринку [8]. Втім, саме поточна валютна політика з її впливом на валютний ринок країни має

особливе значення для ефективної організації зовнішньоекономічної діяльності та досягнення стратегічних цілей розвитку національної економіки (насамперед стратегічних завдань монетарної політики центрального банку) шляхом регулювання валютних відносин.

1.2. Складові елементи валютної політики центрального банку

Як видно із попереднього пункту роботи, різні вчені мають різні підходи до сутнісного визначення валютної політики, а відтак – й до визначення її складових елементів. Табл.1.4 зображує погляди авторів щодо виділення елементів валютної політики. Наталія Місяць у статті «Щодо деяких теоретичних засад валютного регулювання» розмірковує стосовно взаємозв'язку таких понять як «валютна політика» та «валютне регулювання», наводячи у якості прикладів думки інших науковців [31]. Так, Бездітко Ю. М., Мануйленко О. О. та Стасюк вважають, що валютна політика є основою валютного регулювання [1]. Стельмах В.С. в енциклопедії банківської справи України визначає, що валютне регулювання є засобом реалізації валютної політики держави, а от Дзюблюк О.В в навчальному посібнику «Валютна політика», Крашеннікова В. М. в підручнику «Валютное регулирование в системе государственного управления экономикой» та Шемет Т. С. у навчальному посібнику «Міжнародні розрахунки та валютні операції» схиляються до того, що валютне регулювання є елементом валютної політики держави [14; 24; 55]. Не зважаючи на відмінності авторів у поглядах щодо зв'язку понять «валютна політика» та «валютне регулювання», їхні думки сходяться щодо того, що дані поняття не є тотожними та перебувають у нерозривному функціональному зв'язку.

На нашу думку, кожен підхід до виділення складових елементів валютної політики авторами у табл. 1.4 має право на існування, основна різниця між підходами полягає у деталізації її елементів. Так, Косова та Папаїка розрізняють курсове регулювання, управління валютними резервами та валютне регулювання [23].

Підходи до визначення складових валютної політики

Автори	Елементи
Косова Т. Д., Папаїка О. О. [23]	<ol style="list-style-type: none"> 1. Регулювання валютного курсу. 2. Управління офіційними валютними резервами. 3. Валютне регулювання та валютний контроль. 4. Міжнародне валютне співробітництво й участь у міжнародних валютно-фінансових організаціях.
Щетинін А. Н. [57]	<ol style="list-style-type: none"> 1. Заходи, націлені на обмінні курси з метою захисту валютних резервів НБУ. 2. Дії, спрямовані на стабілізацію і розвиток валютного ринку. 3. Заходи щодо захисту національної валюти і забезпечення її внутрішньої та зовнішньої стабільності й конвертованості. 4. Комплекс дій щодо створення сприятливих умов для припливу іноземної валюти в нашу державу. 5. Накопичення золотовалютних резервів для забезпечення платоспроможності нашої держави.
Шемет Т. С., Коряк А. М., Диба О. М., [55] Місяць Н.О. [31]	<ol style="list-style-type: none"> 1. Валютне регулювання. 2. Валютний контроль. 3. Міжнародне валютне співробітництво.

Джерело: побудовано автором на основі[23; 31; 55; 57]

На нашу думку, курсове регулювання та управління валютними резервами є елементами валютного регулювання, відтак виділяти їх у окремі елементи валютної політики є недоцільним з нашої точки зору. Щетинін у підручнику «Гроші та кредит» також виділяє елементи валютної політики із високим ступенем деталізації: заходи, націлені на обмінні курси з метою захисту

валютних резервів НБУ, дії, спрямовані на стабілізацію і розвиток валютного ринку, заходи щодо захисту національної валюти і забезпечення її внутрішньої та зовнішньої стабільності й конвертованості, комплекс дій щодо створення сприятливих умов для припливу іноземної валюти в нашу державу, накопичення золотовалютних резервів для забезпечення платоспроможності нашої держави [57]. На нашу думку, пункти стосовно регуляції обмінних курсів, стабілізації валютного ринку, захисту національної валюти, забезпечення сприятливих умов для припливу іноземної валюти в державу та накопичення золотовалютних резервів можна об'єднати в одне поняття «валютного регулювання». Відтак, керуючись нашою логікою, Щетинін розглядає валютне регулювання як єдиний елемент валютної політики не включаючи до її складу валютного контролю та співпраці з міжнародними валютно-фінансовими організаціями як основними суб'єктами валютної політики на наднаціональному (регіональному) рівні.

Порівнюючи підходи авторів до виділення складових валютної політики можемо сказати, що, на нашу думку, найбільш логічним та агрегованим є підхід Місяць Н. О. [31], Шемет Т. С., Диби О. М. та Коряк А. М. [55], які розглядають у складі валютної політики валютне регулювання, валютний контроль та міжнародне валютно-фінансове співробітництво.

Окремим питанням є розкриття сутності валютного регулювання як складової валютної політики (див. дод. А). Так, усі автори у представленій таблиці дод. А сходяться у тому, що валютне регулювання здійснюється державою в особі уповноважених органів відповідно до прийнятих державою нормативно-правових актів, однак не обмежується цим. Так, Береславська влучно акцентує увагу на тому, що валютне регулювання передбачає й стимуляцію до ініціації валютних відносин суб'єктами економіки, що неможливо без економічного інтересу у проведенні валютних відносин, наявності відповідних організаційних умов для реалізації валютних відносин та технічних засобів для забезпечення необхідних процесів [4]. Тому ми вважаємо, що розглядаючи різні підходи до трактування поняття «валютне регулювання», доцільно звертати увагу на прояв валютного

регулювання не лише у формі регламентації державою валютних відносин, а й у формі забезпечення реалізації цих відносин.

Варто зауважити, що до 21 червня 2018 року (дата прийняття Закону України «Про валюту та валютні операції») в українському законодавстві було відсутнє поняття «валютного регулювання» як такого. На даний час законодавче визначення валютного регулювання обмежується суб'єктами, якими воно проводиться (НБУ та у визначених випадках – Кабінетом Міністрів України) та відносинами, які воно регламентує (відносини з приводу валютних операцій). Бачимо, що законодавчо у поняття валютного регулювання не включаються організаційне забезпечення, технічні засоби та стимулювання інтересу суб'єктів економіки для здійснення валютних операцій. Таким чином, підсумовуючи вищенаведені підходи до трактування валютного регулювання, на нашу думку, законодавче визначення варто доповнити вищезазначеними пунктами для набуття системної цілісності трактування.

Законом України «Про валюту та валютні операції» визначаються принципи валютного регулювання, до яких законодавство відносить: принцип свободи здійснення валютних операцій – фізичні та юридичні мають право на реалізації валютних відносин, що не суперечать нормам чинного валютного законодавства; принципи ризикоорієнтованості, прозорості, достатності та ефективності валютного регулювання – валютне регулювання має проводитись із огляду на забезпечення подальшого економічного та соціального розвитку, а також фінансової стабільності країни, сприяння достовірному висвітленню інформації щодо проведених валютних операцій та переважання ринкових інструментів валютного регулювання; принцип самостійності та ринковості валютного регулювання – забезпечення незалежності НБУ при формуванні та реалізації валютної політики та гнучкості валютного курсу [37].

Як зазначалось вище, окремим елементом валютної політики виділяють валютний контроль. На сьогодні поняття «валютного контролю» не є регламентованим законодавчо, однак законодавство надає визначення

«валютного нагляду». Нагляд та контроль є поняттями сумісними, однак нетотожними, а саме – нагляд є складовою контролю.

Статтею 13 Декрету «Про систему валютного регулювання та контролю» визначаються функції державних органів влади та банківської системи у сфері валютних відносин [40]. Так, Національний банк України є головним органом валютного контролю, котрий відповідає за процес контролю щодо виконання правил регулювання валютних операцій в Україні та забезпечує виконання діловими банками контрольних функцій при проведенні банківської діяльності у валютній сфері [40]. Уповноважені банки та фінансові установи, а також оператори поштового зв'язку (за умови наявності генеральної валютної ліцензії) здійснюють валютний контроль за резидентами та нерезидентами, що проводять операції валютного характеру через ці установи. Інші органи виконавчої влади, що займаються формуванням та реалізацією митної та фіскальної політик, а також наданням послуг поштового зв'язку, здійснюють контроль за дотриманням правил проведення валютних операцій [40].

Статтею 12 того ж Декрету визначається сфера валютного контролю – валютні операції резидентів та нерезидентів держави [40]. Не зважаючи на виокремлення функцій та сфери валютного контролю законодавчо його визначення не розкрито та не передбачено специфічний перелік дій, що він включає – алгоритм.

Положенням НБУ Про валютний контроль №49 також не визначається поняття валютного контролю, хоча в даному документі є більш окресленим. Так, відповідно до цього положення валютний контроль, що проводиться банківськими, фінансовими чи поштовими установами полягає у запобіганні проведенню резидентами та нерезидентами через ці установи незаконних валютних операцій та/або своєчасному інформуванні відповідних державних органів про порушення законодавства, пов'язаного з проведенням валютних операцій резидентами та нерезидентами [39].

При цьому, для забезпечення валютного контролю положення вимагає

наявності відповідних документів, що підтверджують правомірність проведення ними(установами) валютних операцій для своїх клієнтів. Виключенням може бути ситуація, за якої дата проведення валютної операції перевищує 5 років давності – тоді відсутність валютного документу не кваліфікується як нездійснення функції валютного контролю фінансовою, банківською чи установою поштового зв'язку.

Що стосується визначень валютного контролю на не законодавчому рівні, то маємо наступну ситуацію. Зовнішньоекономічний тлумачний словник говорить про те, що валютний контроль – це жорсткий контроль уряду над усіма угодами між країною та іншими країнами світу. Крашенінніков наголошує на тому, наприклад, що валютний контроль – це проведення уповноваженими органами необхідних дій, спрямованих на дотримання фізичними та юридичними особами встановленого законодавством порядку переміщення валюти та валютних цінностей через митний кордон України [24]. На нашу думку, як і в ситуації із валютним регулюванням, визначення поняття валютного контролю не є повним і обмежується окремими – на думку авторів – найбільш ваговими постулатами. Відтак, до визначення валютного контролю Крашенінніков підійшов з точки зору контролю за валютними операціями, що передбачають перетин валютними цінностями кордону держави, не виокремивши у визначення при цьому аспекту внутрішньодержавного контролю за правомірним обігом валютних цінностей. Зовнішньоекономічний ж тлумачний словник акцентує увагу на міждержавному співробітництві – валютних фінансових міждержавних угодах.

На нашу думку, валютний контроль – це передбачений законодавством алгоритм дій уповноваженими органами державної влади щодо постійної ідентифікації, моніторингу та аналізу обігу валютних цінностей всередині держави та операцій щодо перетину валютними цінностями митних кордонів відповідно до законодавства України та міждержавних валютних угод. Звичайно, неможливо включити абсолютно усі нюанси та аспекти у

визначення, тому визнаємо, що й таке трактування валютного контролю в окремих аспектах має свої недоліки.

Таблиця 1.5

Підходи до трактування поняття «валютний контроль»

Джерело	Трактування валютного контролю
Зовнішньоекономічний словник	Валютний контроль – це жорсткий контроль уряду над усіма угодами між країною та іншими країнами світу.
Крашенінніков В.М. [24]	Валютний контроль – це проведення уповноваженими органами необхідних дій, спрямованих на дотримання особами встановленого законодавством порядку переміщення валютних цінностей через митний кордон.
Шемет Т.С., Коряк А. М., Діба О. М. «Міжнародні розрахунки та валютні операції» [55]	Валютний контроль полягає в законодавчій або адміністративній забороні, лімітуванні чи регламентації операцій з валютою або валютними цінностями. Валютний контроль реалізується через запровадження валютних обмежень.
Декрет «Про систему валютного регулювання та контролю» [40]	Чітко сформульоване визначення відсутнє. Визначаються функції уповноважених органів влади та сфера застосування валютного контролю.
Положення НБУ «Про валютний контроль» №49 [39]	Чітко сформульоване визначення відсутнє. Валютний контроль полягає у запобіганні проведенню резидентами та нерезидентами незаконних валютних операцій та/або своєчасному інформуванні відповідних державних органів про порушення законодавства, пов'язаного з проведенням валютних операцій резидентами та нерезидентами.

Джерело: побудовано автором на основі [24; 39; 40; 55]

Міжнародне фінансове співробітництво як складова валютної політики центрального банку наразі займає одну із основоположних складових

валютної політики у зв'язку із глобалізаційними та інтеграційними процесами у світі. Так, варто виокремити співробітництво із окремими країнами та із міжнародними фінансовими організаціями як напрями валютної політики.

Варто зазначити, що в теорії міжнародне валютно-фінансове співробітництво часто розглядається науковцями як інструмент розвитку економіки держави. Дійсно, зазвичай такі зв'язки так чи інакше передбачають надання та/чи отримання зовнішньої допомоги. Інструменти надання чи отримання допомоги обираються відповідно до кожного конкретного випадку та зазначаються у програмі допомоги (підтримки чи розвитку) [21]. Однак, варто зауважити, що сам факт зовнішньої допомоги не гарантує її ефективності, оскільки на ефективність використання наданих ресурсів впливає чимала низка інших факторів, зокрема сам уряд. Так, Ю. Зайцев звернув на це особливу увагу, вважаючи зовнішню допомогу такою, що має тимчасовий характер та у багатьох аспектах залежить від дій уряду країни, що розвивається і отримала таку допомогу [21]. Окрім того, необхідно звернути увагу і на те, що допомога багатших країн біднішим може бути викликана особливими інтересами такої країни – наприклад, для завоювання політичних союзників чи інших привілеїв політичного характеру [26].

Якщо ж концентруватись на міжнародному фінансовому співробітництві як засобі, що стимулює економічне зростання країн, що розвиваються, то варто згадати післявоєнний період 1950-1960-х років. Саме у цей час думки науковців щодо надання чи отримання міжнародної допомоги набули у більшості своїй позитивного окрасу у зв'язку із досвідом успішного застосування «плану Маршалла» щодо відновлення економіки, який полягав у наданні бідній країні капіталу для розбудови пріоритетних секторів економіки. Однак, через певний період фахівці, що займались цим питанням, дійшли до висновку, що одного капіталу бідній країні недостатньо – це не гарантуватиме результативності допомоги [26]. Яких же тоді умов необхідно дотримуватись, щоб така допомога спрацювала? По-перше, аналізуючи економіки США та країн Європи, можна

сказати, що вони були близькі за рівнем економічного та культурного розвитку – тому однією із умов є незначна різниця соціально-економічного та культурного рівня країн. По-друге, успіх зовнішньої допомоги пояснювався і наявністю сприятливих передумов у вигляді розвинутих ринкових та політичних інфраструктур. Оскільки Німеччина (на прикладі «плану Маршалла») мала і людський капітал визначеної якості, і ринкову інфраструктуру, то надання їй капіталу змусило шестерінки запрацювати – економіка почала зростати у зв'язку із правильним доцільним та обґрунтованим використанням наданого капіталу [21]. Це одне із пояснень відсутності результативності зовнішньої допомоги у вигляді капіталу країнам, що розвиваються – у них неаявні інші необхідні складові для запуску процесу, а також відсутня політична адекватність.

На даному етапі розвитку інтеграція у світове товариство для України є актуальним питанням, оскільки Україна поки що знаходиться у трансформаційному режимі економіки. Так, з 1992 р. Україна вступила до Міжнародного валютного фонду (МВФ) та Світового банку – це був значний крок у політиці центрального банку, оскільки завдяки ньому Україна здобула змогу отримувати фінансову підтримку у разі необхідності з боку учасників Світового банку та МВФ – чим, варто зазначити, держава активно користується й донині [9; 42].

На нашу думку, орієнтація центрального банку на забезпечення формування стійких зв'язків із міжнародними фінансовими організаціями є обґрунтованою та виправданою у світлі загальної інтеграції економік держав. У теорії міжнародне валютно-фінансове співробітництво часто розглядається науковцями як інструмент розвитку економіки держави, тому активне його використання нашою державою за умови ефективного використання отриманих ресурсів є процесом позитивним і розглядається нами як необхідна складова у переході від трансформаційної економіки.

1.3. Інструменти реалізації валютної політики центрального банку

Валютна політика як програма визначених цілей, яких центральний банк має досягнути у процесі своєї діяльності, реалізується за допомогою окремих інструментів, що центробанки ретельно підбирають в залежності від сформованих цілей. Використання інструментів реалізації валютної політики є невід'ємною складовою механізму валютного регулювання – тобто системи елементів, що приводить в дію реалізацію валютної політики. До елементів механізму валютного регулювання відносять інструменти, методи та забезпечення, комплексна взаємодія яких забезпечує здійснення суб'єктами валютного регулювання нормативно-регулятивного впливу на його об'єкти відповідно до визначених цілей, завдань, принципів та функцій [25].

Вважаємо за доцільне у цій роботі розглядати інструменти реалізації валютної політики в контексті складової частини механізму валютного регулювання, оскільки такий підхід розглядає дане питання з позиції системності складових елементів. Вищенаведене визначення механізму валютного регулювання запропонували Кузнецова А. Я. та Місяць Н. О. у статті «Концептуальні засади формування механізму валютного регулювання в Україні», яке ми і використовуватимемо у цій роботі [25].

У дію механізм валютного регулювання приводять саме інструменти реалізації валютної політики – ті засоби та методи, що центробанк використовує з метою впливу на об'єкти валютного регулювання – валютний курс, валютний ринок, платіжний баланс, рух фінансового капіталу та розрахунки в іноземній валюті тощо – з метою досягнення наперед визначених цілей валютної політики із застосуванням визначених принципів її реалізації [27]. Більшість науковців, що досліджували питання класифікації інструментів реалізації валютної політики використовують ознаки характеру впливу інструментів на об'єкти – прямого чи непрямого, а також характеру дії інструментів реалізації – економічного чи адміністративного [30]. Часто економічні інструменти реалізації валютної політики чи валютного регулювання ототожнюють із непрямими інструментами,

тоді як прями – із адміністративними [30].

Розкриваючи сутність економічних інструментів реалізації валютної політики звертаємо увагу на те, що такі інструменти мають стимулюючий (або ж дестимулюючий) характер дії, а не гостро регламентуючий – вони не чинять прямого впливу на ті чи інші цільові показники на відміну від адміністративних (або неринкових) інструментів [51]. На нашу думку, такий поділ інструментів та подальший перелік їхніх складових має місце у контексті загальноекономічному

– при врахуванні і валютної політики, і грошово-кредитної. Для більш коректного розгляду інструментів реалізації саме валютної політики, вважаємо за необхідне із переліку ринкових інструментів реалізації валютної політики виключити облікову ставку, операції на відкритому ринку та обов'язкові резерви, оскільки дані інструменти мають виражену монетарну дію, а не валютну. Ми вважаємо, що досить виважений та влучний підхід до класифікації інструментів реалізації монетарної політики мають Кузнецова та Місяць, що виділили у механізмі валютного регулювання три складові: ринкову, адміністративну та монетарну, віднісши до останньої саме облікову ставку, операції на відкритому ринку та обов'язкові резерви [25]. Вважаємо, що такий поділ має місце, оскільки у даному випадку монетарний блок не є інструментом реалізації валютної політики, а є – монетарної (грошово-кредитної). Однак остаточно виключити із механізму реалізації валютного регулювання його не можна, тому що: а) розглядаємо валютну політику як складову монетарної, тому як наслідок б) представлені інструменти монетарного блоку опосередковано впливають на використання інструментів валютного регулювання. У контексті валютного регулювання блок монетарних інструментів розглядатися у цій роботі не буде. Вважаємо за доцільне навести приклад класифікації інструментів реалізації валютної політики Веріги Г. В. Так, автор поділяє їх на інструменти адміністративного та ринкового характеру, при цьому в сегменті ринкових виділяє інструменти прямого та непрямого впливу [10]. Адміністративні інструменти впливають на об'єкти прямо. Схематично такий поділ

проілюстровано у дод. Б.

Таблиця 1.6

**Класифікація інструментів реалізації валютної політики (підхід
Кузнєцової та Місяць)**

<i>Інструменти реалізації механізму валютного регулювання</i>		
Ринкові	Адміністративні	Монетарні
Валютні інтервенції	Валютні обмеження	Офіційна облікова ставка
Менеджмент золотовалютних резервів	Ліміти відкритої валютної позиції банків	Операції на відкритому ринку
Регулювання режиму валютного курсу	Девальвація та ревальвація валюти	Обов'язкові резерви

Джерело: побудовано автором на основі [25]

На нашу думку, такий підхід до класифікації є ґрунтовним, оскільки широко розкриває інструменти впливу на досягнення монетарних (у тому числі валютних) цілей. Однак, як ми вже зауважували вище, блок непрямого впливу ринкових інструментів передбачає вплив радше монетарного характеру, а не валютного. По-друге, складову ринкового блоку прямого впливу «диверсифікація міжнародних резервів» ми б замінили на «менеджмент міжнародних резервів», оскільки під диверсифікацією розуміється урізноманітнення складових золотовалютних резервів – робота зі структурою що веде до зменшення ризиків, однак «диверсифікація» не включає регулювання обсягів структурних елементів, що, на нашу думку, теж має значення для найбільш раціонального управління міжнародними резервами. Окремим нюансом хочемо виділити поняття девальвації та ревальвації, що розглядаються автором як складові ринкового блоку інструментів прямого впливу. Так, відштовхуючись від того, що курс формується шляхом узгодження попиту та пропозиції на валюту (режим плаваючого валютного курсу), та з огляду на те, що

у таблиці розглядаються інструменти, а не явища, не вважаємо за потрібне виділяти поняття «девальвації» та «ревальвації», оскільки ці поняття є не інструментами, які використовуються суб'єктами валютної політики, а наслідками використання окремих інструментів, що описують наступні явища – знецінення чи здорожчання національної валюти. Девальвацію та ревальвацію валюти як інструмент реалізації валютної політики доцільно розглядати за умови дотримання режиму фіксованого валютного курсу, від якого Україна відійшла, саме тому у нашій роботі ми відходимо від ідентифікації девальвації та ревальвації як інструментів. Щодо «регулювання платіжного балансу», то, на нашу думку, цей пункт теж варто віднести до наслідків, а не інструментів, оскільки, наприклад, стимулювання експортної діяльності шляхом отримання вітчизняними виробниками експортної премії є наслідком девальваційних процесів національної валюти.

Класифікація інструментів реалізації валютної політики шляхом дії механізму валютного регулювання обширно розглядається науковцями у теоретичному розгляді валютної політики та її реалізації. У даній роботі нижче ми наводимо власний підхід до класифікації інструментів реалізації валютної політики шляхом комбінування вищенаведених двох, оскільки вважаємо, що така комбінація є прийнятною в контексті режиму плаваючого валютного курсу і розкриває наше трактування інструментів реалізації валютної політики враховуючи вищеописані нюанси підходів до класифікації інструментів реалізації валютної політики (див. табл. 1.7).

Кожен інструмент чинить окремий вплив на об'єкти валютної політики. Так, сутнісна характеристика представлених вище інструментів реалізації валютної політики розкрита в дод. В.

Класифікація інструментів реалізації валютної політики

Ринкові		Адміністративні
<i>Прямого впливу</i>	<i>Непрямого впливу</i>	<i>Прямого впливу</i>
Валютні інтервенції	Процентна політика ділових банків щодо іноземної валюти	Валютні обмеження щодо здійснення операцій з валютою та валютними цінностями
Процентна політика НБУ	Мінімальні обов'язкові резерви	Обов'язковий продаж валютної виручки
	Операції на відкритому ринку	
	Регулювання тарифів транзакційних витрат (податки, мито, податкові платежі тощо)	
	Менеджмент золотовалютних резервів	

Джерело: побудовано автором на основі [10; 25]

Як бачимо, кожен інструмент відіграє певну роль у впливі на курсоутворення, регулювання платіжного балансу, кон'юнктуру валютного ринку тощо. Так, розкривши сутність кожного із них бачимо, що основний вплив здійснюється на державному рівні в особі центрального банку та законодавчих органів, а вплив з боку ділових банків – юридичних осіб – має другорядний характер і узгоджується із діями центробанку. Перелік інструментів у дод. В не є вичерпним, вказано основні із них. Країни із розвинутою економікою переважно не використовують інструменти прямого впливу, такі як валютні інтервенції, оскільки ринковий механізм у них працює злагоджено, а валютний ринок більшою

мірою є самоурегульованим. Найчастіше такі країни використовують інструменти непрямого впливу, які надають стимули суб'єктам економіки до тих чи інших дій, що вже у свою чергу опосередковано впливають на конкретні об'єкти валютної політики окремої держави [33-35].

Отже, валютна політика НБУ як складова грошово-кредитної політики НБУ є одним із ключових елементів стимулювання розвитку економіки, оскільки включає опосередкований вплив на вартість національної грошової одиниці та інвестиційну привабливість країни. НБУ використовує заходи економічного та адміністративного впливу в процесі реалізації валютної політики. Інструменти опосередкованого впливу мають більше значення для інтегрованого та сталого розвитку економіки, оскільки полягають у природній стимуляції та підведенні суб'єктів господарювання до конкретного способу та виду діяльності в Україні, у той час як адміністративні важелі впливу не зберігають після себе сталого ефекту – вони є, з нашої точки зору, більшою мірою номінальними, аніж реальними у ефекті, який приносять в економіку країни опісля.

РОЗДІЛ 2

АНАЛІТИЧНИЙ ОГЛЯД РЕАЛІЗАЦІЇ ВАЛЮТНОЇ ПОЛІТИКИ ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКУ В КОНТЕКСТІ МАКРОЕКОНОМІЧНОГО РЕГУЛЮВАННЯ

2.1. Інструменти валютної політики в Україні

НБУ використовує ряд інструментів реалізації валютної політики в Україні, серед яких: валютні обмеження, валютні інтервенції, менеджмент ЗВР, режим валютного курсу тощо.

До прийняття нового закону України «Про валюту та валютні операції» від 21.06.2018 р. [37] валютні відносини регулювалися багатьма нормативно-правовими актами, основним з яких був Декретом КМУ «Про систему валютного регулювання і валютного контролю» від 19.02.1993 №15-93 [40], що встановлював основні засади проведення валютних операцій, визначав принципи валютного регулювання, права й обов'язки суб'єктів валютних відносин, відповідальність за порушення валютного законодавства тощо. Оскільки нове валютне законодавство вступає в дію з 07.02.2019 р., суб'єкти економіки керуватимуться Декретом та нормативно-правовими актами у сфері регулювання валютних відносин. Таким чином, вважаємо за потрібне викласти основні постулати Декрету.

Відповідно до другого розділу Декрету, ст.5, передбачається отримання ліцензій (індивідуальних чи генеральних) для здійснення валютних операцій. В контексті валютної політики НБУ дану вимогу для проведення валютних операцій можна вважати обмеженням, оскільки без таких ліцензій проведення валютних операцій неможливе. При цьому, ситуація потребує додаткових часових затрат для суб'єктів, що мають намір здійснити валютну операцію – відтак часові горизонти розширюються, з'являються додаткові турботи із приводу збору та подання необхідної документації д НБУ для отримання ліцензій тощо.

Генеральні ліцензії видаються банкам та інших фінансовим установам, національному оператору поштового зв'язку для проведення валютних операцій

на постійній основі. Індивідуальні ліцензії видаються резидентам та нерезидентам для проведення разових валютних операцій, які пов'язані із рухом з чи в Україну валютних цінностей, розміщення валютних цінностей на рахунках і у вкладах за межами України, здійснення інвестицій за кордон тощо. Окремим пунктом виступають зобов'язання щодо обов'язкового декларування валютного майна (ст.9 Декрету) та вчасного подання звітності про валютні операції (ст.10 Декрету).

Постанова НБУ «Про врегулювання ситуації на грошово-кредитному та валютному ринках України» від 13.12.2016 №410 вводить послаблення до вимог проведення валютних операцій, які були попередньо встановлені з метою антикризового впливу на банківську систему та економічну ситуацію у 2014- 2016 рр. [39]. Відтак, Постанова НБУ №410 має лібералізаційну спрямованість на валютний ринок та взаємовідносини між його суб'єктами. Безпосередня лібералізаційна дія постанови проявляється у пом'якшенні вимог до здійснення портфельних інвестицій та операцій юридичних осіб кредитного характеру, відміні ліцензій для здійснення інвестицій за кордон, зниження відсотка виручки у валюті для обов'язкового продажу тощо. Так, за редакцією від 01.05.2018 р. постанова передбачає [39]: обов'язковий продаж на міжбанківському валютному ринку України надходжень в іноземній валюті з-за кордону на користь юридичних осіб, що не є уповноваженими банками, фізичних осіб-підприємців, іноземних представництв, на рахунки відкриті в уповноважених банках для ведення спільної діяльності без створення юридичної особи, а також надходжень в іноземній валюті на рахунки резидентів, відкриті за межами України на підставі індивідуальних ліцензій Національного банку України. Обов'язковому продажу вищезазначеними суб'єктами підлягають 50% надходжень в іноземній валюті, інші 50% залишаються під розпорядженням суб'єктів і використовуються ними відповідно до чинних правил валютного регулювання. Для порівняння: попередньо частка обов'язкового продажу валютної виручки становила 65%. Постанова № 410 також визначає перелік умов, за яких надходження в іноземній валюті звільняються від обов'язкового продажу. Наприклад, надходження в

іноземній валюті на користь держави або під державні гарантії, залучені кредити чи позики за міжнародними договорами, надходження у вигляді грантів, надходження у рамках співпраці України з ЄС, надходження за проектами міжнародно-технічної допомоги, надходження у вигляді помилкового платежу тощо не підпадають під дане обмеження.

Варто зауважити, що обов'язковий продаж половини надходжень в іноземній валюті уповноважений банк має змогу здійснити без доручення клієнта наступного робочого дня після зарахування таких коштів на рахунок.

Стосовно діяльності банків та фінансових установ, постанова передбачає дозвіл резидентам здійснювати погашення кредитів, позик в іноземній валюті за договорами з нерезидентами відповідно до строків договору, здійснювати операції з продажу готівкової іноземної валюти або банківських металів одній особі в один операційних день у сумі, що не перевищує 150000 грн. у межах однієї фінансової установи. Попередньо ліміт на купівлю іноземної валюти для населення становив 12000 грн. в еквіваленті. Одночасно від банків вимагається проведення щоденного моніторингу валютних операцій клієнтів, аналіз таких операцій та посилений валютний контроль тих операцій, які здійснюються в банку за договорами, що подаються вперше.

Відповідно до Декрету КМУ «Про систему валютного регулювання і валютного контролю» стаття 15 зазначає, що офіційні валютні резерви створюються, утримуються і використовуються НБУ для підтримання валютного (обмінного) курсу валюти України. Відтак, постає питання стосовно адекватних обсягів та структури золотовалютних резервів для ефективного проведення валютної політики в контексті регулювання обмінних курсів валют. Існує багато підходів до визначення оптимальності структури золотовалютних резервів, у даній ситуації ми розглянули співвідношення золотовалютних резервів до ВВП України та обсягу тримісячного імпорту, а також співвідношення ЗВР до грошової бази, беручи за основу дослідження із літературних джерел [15; 16]. На нашу думку, такі критерії на відміну від абсолютних значень зможуть краще

проілюструвати ефективність управління золотовалютними резервами та визначити напрямок руху для НБУ щодо управління ними.

Відтак, за розглянутий термін з 2007 по 2018 роки включно абсолютне значення обсягів золотовалютних резервів значно коливалось. Табл.2.1 ілюструє: якщо станом на 31.12.2007 р. ЗВР становили 32479,06млн. дол. США, то на 30.04.2018 р. їхнє значення опустилось до 18421,48млн. (зменшилось на 14057,58млн. або на 43% порівняно із 31.12.2007 р). За виокремлений період максимального значення в 34 576,40 млн. дол. США ЗВР сягнули станом на 31.12.2010 р., а мінімального в 7 533,33 млн. дол. США – станом на 31.12.2014 р. Саме в період 2013-2014 рр. темпи приросту ЗВР були від’ємними і сягнули свого максимального значення в 63,1%. На нашу думку, такий стрімкий спад ЗВР пов’язаний із витратами НБУ на утримання курсу гривні та погашення зовнішнього боргу. При цьому, на фоні розгортання воєнних дій на Сході України та загальної політичної нестабільності в державі, інвестиційна привабливість України значно понизилась, що призвело до зменшення притоку капіталу в країну та статті прямих іноземних інвестицій в платіжному балансі. Одним із факторів такого зниження ЗВР слугувало і від’ємне сальдо платіжного балансу в країні, який держава в особі НБУ фінансувала за рахунок ЗВР. В період з 31.12.2014 до 31.12.2017 обсяги ЗВР поступово зростають, темпи їх приросту становлять 76,55%, 16,84% та 21,04% відповідно. Однак, варто зазначити, що джерелом такого приросту є отриманий транш від МВФ в квітні 2017 року та інші кредитні надходження з-за кордону, які НБУ частково спрямовував на поповнення міжнародних резервів [44].

Співвідношення ЗВР до ВВП протягом розглянутого періоду коливалось в межах 5,64-25,42% (див. табл. 2.2), у той час як оптимальний рівень даного показника не має становити більше 10% за рекомендаціями МВФ. Так, станом на 31.12.2014 року співвідношення ЗВР до ВВП було мінімальним у межах розглянутого періоду і становило 5,72%.

**Динаміка змін обсягів золотовалютних резервів в Україні протягом
2007-2018 рр. (станом на 31.12)**

	ЗВР абс. приріст, баз, млн. дол.	ЗВР абс. приріст, ланц., млн. дол.	ЗВР відн. приріст, баз, %	ЗВР відн. приріст, ланц, %
2007	-	-	-	-
2008	-935,86	-935,86	-2,88	-2,88
2009	-5973,95	-5038,09	-18,39	-15,97
2010	2097,34	8071,29	6,46	30,45
2011	-684,45	-2781,79	-2,11	-8,05
2012	-7932,87	-7248,42	-24,42	-22,80
2013	-12063,35	-4130,48	-37,14	-16,83
2014	-24945,73	-12882,38	-76,81	-63,10
2015	-19179,07	5766,66	-59,05	76,55
2016	-16939,73	2239,34	-52,16	16,84
2017	-13670,61	3269,12	-42,09	21,04
2018*	-15 841,37	-2 000,05	-48,77	-10,73

Джерело: побудовано автором на основі [36]

*Примітка: станом на 30.09. (за відсутності даних на 31.12.)

Станом на 31.12.2013 р. співвідношення даних показників знаходилось на найближчому рівні до умовно оптимального значення в 10% і дорівнювало 11,14%, значення співвідношення на інші дати перевищувало 10%, досягнувши максимуму станом на кінець 2010 року. Станом на 31.12.2014 р. порівняно із відповідною датою попереднього року співвідношення упало на 5,42 в.п., що пов'язано більшою мірою із розтрачанням ЗВР та одночасним спадом ВВП. Розрахункові значення з 31.12.2015 р. почали зростати, щорічно збільшуючись на 1-2 в.п. Найбільшої позитивної зміни показник зазнав станом на 31.12.2015 р. за

рахунок поповнення міжнародних резервів та спаду ВВП (див. табл. 2.2) [44].

Варто також відмітити, що у межах розглянутого періоду правило покриття ЗВР тримісячного обсягу імпорту не виконувалося протягом 2013-2014 рр. станом на 31.12, інші періоди обсяги ЗВР дозволяли перекривати імпорт товарів та послуг країни. Відтак, обсяги золотовалютних резервів за критерієм покриття тримісячних обсягів імпорту останні роки хоч і є адекватними, однак співвідношення наведених вище показників наближається до 1, а тому з огляду на багатofакторність українських реалій та їх значний рівень впливу існує імовірність розбалансування співвідношення ЗВР та обсягів імпорту за три місяці [44].

Таблиця 2.2

Динаміка змін співвідношення ЗВР та ВВП, а також обсягів ВВП в Україні протягом 2007-2018 рр. (станом на 31.12.)

	ВВП абс. приріст, баз, млн. дол. США	ВВП абс. приріст, ланц, млн. дол. США	ВВП відн. приріст, баз, %	ВВП відн. приріст, ланц, %	ЗВР/ВВП, абс. приріст, баз, в.п.	ЗВР/ВВП, абс. приріст, ланц., в.п.	ЗВР/ВВП, %
2007	-	-	-	-	-	-	22,76
2008	37273	37273	26,12	26,12	-5,23	-5,23	17,52
2009	-25491	-62764	-17,86	-34,87	-0,15	5,09	22,61
2010	-6300	19191	-4,41	16,37	2,59	2,74	25,35
2011	20441	26741	14,32	19,60	-3,27	-5,86	19,49
2012	33062	12621	23,17	7,74	-8,79	-5,52	13,96
2013	40591	7529	28,44	4,28	-11,62	-2,83	11,14
2014	-10914	-51505	-7,65	-28,10	-17,04	-5,42	5,72

2015	-52104	-41190	-36,51	-31,25	-8,08		8,96	14,68
2016	-49449	2655	-34,65	2,93	-6,10		1,98	16,66
2017	-36186	13263	-25,35	14,22	-5,10		0,99	17,66
2018*	-	-	-	-	-		-	-

Джерело: побудовано автором на основі [36; 64]

Табл. 2.3 ілюструє вплив змін абсолютних значень розрахункових складових співвідношення золотовалютних резервів та валового внутрішнього продукту. Відтак, співвідношення прямо пропорційне обсягам ЗВР та обернено пропорційне обсягам ВВП – при збільшенні ЗВР та сталому ВВП частка ЗВР у ВВП зростає, при зменшенні – зменшується; при збільшенні ВВП при незмінних обсягах ЗВР співвідношення зменшується, а при його зменшенні в умовах сталості ЗВР – збільшується. Разюче зменшення ВВП станом на кінець 2009 р. згладило вплив від падіння ЗВР [44].

Таблиця 2.3

Факторний аналіз співвідношення ЗВР та ВВП в Україні протягом 2007-2018 рр. (станом на 31.12.)

	ЗВР/ВВП, %	дельта ЗВР, в.п.	дельта ВВП, в.п.	ЗВР/ВВП, абс. приріст, ланц, в.п.
2007	22,76	-	-	-
2008	17,52	-0,52	-4,71	-5,23
2009	22,61	-4,30	9,38	5,09
2010	25,35	5,92	-3,18	2,74
2011	19,49	-1,70	-4,15	-5,86
2012	13,96	-4,12	-1,40	-5,52
2013	11,14	-2,25	-0,57	-2,83
2014	5,72	-9,77	4,35	-5,42
2015	14,68	6,36	2,60	8,96
2016	16,66	2,40	-0,42	1,98

2017	17,66	3,07	-2,07	0,99
2018	-	-	-	-

Джерело: побудовано автором на основі [36; 64]

Вважаємо важливим співвідношення боргу держави та гарантованого державою до ВВП, оскільки воно показує боргове навантаження на економіку. Так, дод. Г ілюструє поточну ситуацію в Україні. Очевидно, що загальний державний та гарантований державою борг чинить дестабілізуючий вплив на економіку України, оскільки збільшує видаткову частину державного бюджету щодо боргових виплат і, відповідно, знижує видатки на розвиток економіки. Дод. Г ілюструє зростаюче співвідношення загального державного та гарантованого державою боргу (включаючи зовнішній та внутрішній) до ВВП з 2011 р. до 2016 р.. Так, за наведений період показник мав тенденції до зростання, досягнувши станом на 31.12.2016 р. свого піку у 76%. Станом на 30.09.2018 р. дане співвідношення становить 65,2%. Міністерство Фінансів України слідкує за даним співвідношенням і відповідно до Стратегії управління державним боргом планує знизити це співвідношення до 49% у 2020 р. На нашу думку, такий прогноз є досить амбітним та оптимістичним за теперішніх економічних умов. Якщо ж розглядати співвідношення зовнішнього боргу до ВВП, то пікового значення у 48,9% воно набуло станом на 31.12.2016 р. Співвідношення зовнішнього державного та гарантованого державою боргу до ЗВР з 2012 р. перевищило значення в 150% і до сьогодні продовжує зберігати високі значення (вище 260%), що створює додаткове навантаження на ЗВР України та, відповідно, опосередковано чинить тиск на гривню [44].

Звертаючись до структури державного та гарантованого боргу, станом на 30.09.2018 р. у складі зовнішнього державного боргу найбільшу частку в 34,9% займає заборгованість за позиками, отриманими від міжнародних фінансових організацій та за випущеними цінними паперами на зовнішньому ринку – 56%. Так, МБРР та МВФ є найбільшими кредиторами України, частка позик яких складає 36,4% та 28,8% відповідно (див. дод. Д) у складі позик міжнародних

фінансових організацій. Найбільшу частку у складі випущених цінних паперів займають ОЗДП 2015 року – 58,8%. Структура боргу у розрізі позик, отриманих від органів управління іноземних держав відрізняється високою концентрацією допомоги від Японії (32%), Росії (35%), Канади (17,6%) та Німеччини (15,3%). Якщо згадати зовнішній борг гарантований державою, то маємо аналогічну ситуацію попередній: найбільша частка у 76,15% припадає на запозичення у міжнародних фінансових організацій, а 22,17% – у іноземних комерційних банків, основними з яких є Citibank, Deutsche Bank, UniCredit та експортно- імпорتنний банк Китаю.

Валютна структура державного та гарантованого державою боргу у частці 30% складає українська гривня, інші 70% займають іноземні валюти (див. дод. Е). Відтак, борг піддається значному валютному ризику. Найбільшу частку валютної частини боргу займають долар США (62,4%), СПЗ (16,2%) та ЄВРО (12,6%). Валютна структура зовнішнього державного та гарантованого боргу має вплив на структуру ЗВР України, оскільки безпосередньо вказує використання яких саме валют потребується при подальших розрахунках. Враховуючи значну частку долара США, вбачаємо необхідність у його присутності у складі ЗВР у високій долі (більше 50% у складі валют та депозитів). При цьому частка валюти та депозитів у складі ЗВР має бути достатньою для здійснення у разі потреби розрахунків за зовнішнім боргом, проведення валютних інтервенцій та протидії іншим валютним шокам.

Розглядаючи структуру ЗВР у табл. 2.4, ми вирішили порахувати частку складових за 2008 та 2018 роки відповідно як початкову та кінцеву дати взятого періоду. Так, бачимо, що станом на 31.12.2008 р. найбільшу питому вагу у складі ЗВР мали резерви в іноземній валюті (97,62% або 30791,85 млн. дол. США). При цьому, частка цінних паперів даної статті становила 53,51% або 16 475,49 млн. дол. США, а валюта та депозити – 46,49% або 14 316,36 млн. відповідно. Порівняно із 30.09.2018 р. частка резервів в іноземній валюті, здавалося б, кардинально не змінилась, скоротившись на 5 в.п., однак структура резервів в

іноземній валюті говорить про інше. Так, частка цінних паперів даної статті порівняно із базовим періодом зросла на 27 в.п., а частка валюти та депозитів зменшилась на 34 в.п. Такі зрушення свідчать про послаблення розрахункової функції ЗВР платежу за зовнішнім боргом та як засобу проведення валютних інтервенцій НБУ для скорочення волатильності курсу національної валюти.

Таким чином, станом на 30.09.2017 р. у розпорядженні НБУ в якості ресурсів у складі ЗВР, які дійсно можна використати при настанні необхідності на проведення валютних інтервенцій, покриття платіжного балансу тощо, залишилось лише 1927,87 млн. дол. порівняно з 14316,36 млн., доступними станом на 31.12.2008 р. Усього ЗВР зменшились на 12905,46 млн. США за розглянутий період.

Таблиця 2.4

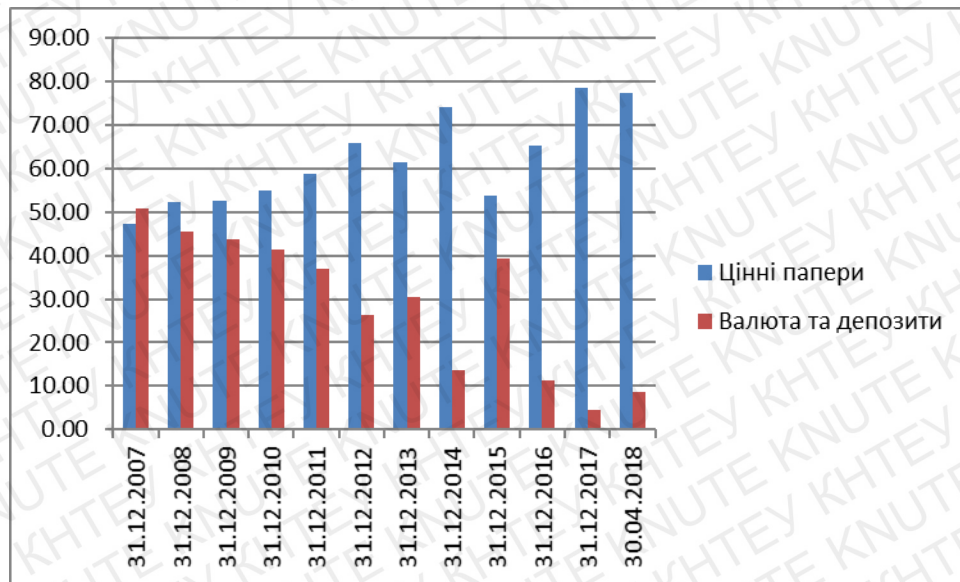
Структура ЗВР України станом на 31.01.2008 р. та 30.09.2018 р.

	2008		2018*		Абсолютне відхилення	
	Вартість, млн. дол. США	Питома вага, %	Вартість, млн. дол. США	Питома вага, %	Вартості ЗВР, млн. дол. США	Частки, в.п.
1. Резерви в іноземній валюті, у т.ч:	30791,85	97,62	15402,62	92,58	-15389,23	-5,04
1.1 Цінні папери	16475,49	53,51	13474,75	80,99	-3000,74	27,48
1.2 Валюта та депозити	14316,36	46,49	1927,87	11,59	-12388,49	-34,90
2. Резервна позиція в МВФ	0,03	0,00	0,34	0,00	0,31	0,00
3. Спеціальні права запозичення	8,60	0,03	297,14	1,79	288,54	1,76
4. Золото	742,72	2,35	937,59	5,64	194,87	3,29
Усього ЗВР	31543,20	100,00	16637,69	100,00	-14905,51	0,00

Джерело: побудовано автором на основі [36]

*Примітка: станом на 30.09. (за відсутності даних на 31.12)

Рис. 2.1 ілюструє динаміку змін часток цінних паперів та валюти в структурі ЗВР. Спостерігається перманентне зменшення частки валюти й зростання вкладень в цінні папери. Враховуючи те, що вкладення в цінні папери є безспірно набагато менш ліквідними, аніж валюта та цінні папери, дану тенденцію трактуємо як однозначно негативну з боку НБУ [44].



Джерело: побудовано автором на основі [36]

Рис. 2.1 Динаміка частки цінних паперів та валюти й депозитів у структурі ЗВР України протягом 2007-2018 рр. (станом на 31.12), %

Вважаємо за необхідне дослідити які саме фактори та яким чином впливають на динаміку ЗВР України. Для дослідження ступеня впливу факторів на ЗВР України проводимо кореляційно-регресійний аналіз та будуємо на його основі відповідну модель. У результаті маємо отримати рівняння множинної регресії у формі $f(x) = a_0 + a_1x_1 + \dots + a_nx_n$, де a_0 є вільним членом, а $a_1 \dots a_n$ вказують на ступінь впливу даного фактору на результуючий показник – у нашому випадку ЗВР України. Так, досліджувані фактори наведено у табл. 2.5.

Фактори впливу на ЗВР України, застосовані при кореляційно-регресійному аналізі

Використовувані параметри	
x ₁	Валютний курс, грн. за 1 дол. США
x ₂	Середньозважена світова ціна нафти за рік, дол. США за 1 барель
x ₃	Експорт товарів та послуг України, млн. дол. США
x ₄	Зовнішній державний та гарантований державою борг, млн. дол. США
x ₅	Річні темпи приросту ВВП, %
f(x)	Золотовалютні резерви України, млн. дол. США

Джерело: складено автором для подальшого аналізу

Для визначення коефіцієнтів а скористаємось функцією в EXCEL для побудови кореляційно-регресійного рівняння з урахуванням факторів, зазначених у табл. 2.5 та на основі даних, представлених у дод. Ж. У результаті застосованої функції отримали наступну матрицю (див. табл. 2.6).

Таблиця 2.6

Отримана матриця для побудови кореляційно-регресійної моделі

Коефіцієнти ступеня впливу факторів	a ₅	a ₄	a ₃	a ₂	a ₁	a ₀
	266.30	-1.24	0.60	-403.79	0.45	62909.65
	104.56	0.24	0.50	263.32	0.30	17987.53
Коефіцієнт детермінації (кореляції)	0.92	3557.43	-	-	-	-
Критерій Фішера	9.29	4.00	-	-	-	-
	587725268.26	50621201.92	-	-	-	-

Джерело: розраховано автором на основі даних [36; 62; 64]

На основі отриманої матриці будуюмо рівняння виду: $f(x)=62909,65+0,45x_1-403,79x_2+0,6x_3-1,24x_4+266,3x_5$. Для перевірки достовірності отриманих коефіцієнтів розраховуємо теоретичні значення ЗВР підставляючи до отриманого

рівняння фактичні значення обраних факторів та будуюмо на їхній основі графіки фактичного значення ЗВР та теоретичного, отриманий результат зображено на рис. 2.2. Визначаємо достовірність моделі шляхом визначення середньої відносної похибки апроксимації. Для цього знаходимо відносне відхилення теоретичних значень ЗВР від фактичних по модулю за кожен із періодів та ділимо їхню суму на кількість періодів (10 періодів). Отримане значення становить 9,22% (модель вважається адекватною, якщо середня похибка апроксимації становить менше 12-15%). Оцінка адекватності побудованої моделі за критерієм Фішера проводиться на основі перетину значень кількості параметрів (5) та різниці кількості розглянутих періодів й отриманих коефіцієнтів ($10-6=4$) і є табличним значенням. Так, для нашої ситуації критерій Фішера має бути більше 6,26. Умова виконується. Побудована модель показує досить сильний ступінь зв'язку між обраними факторами та результуючим показником і становить 0,92 (коефіцієнт детермінації або кореляції).

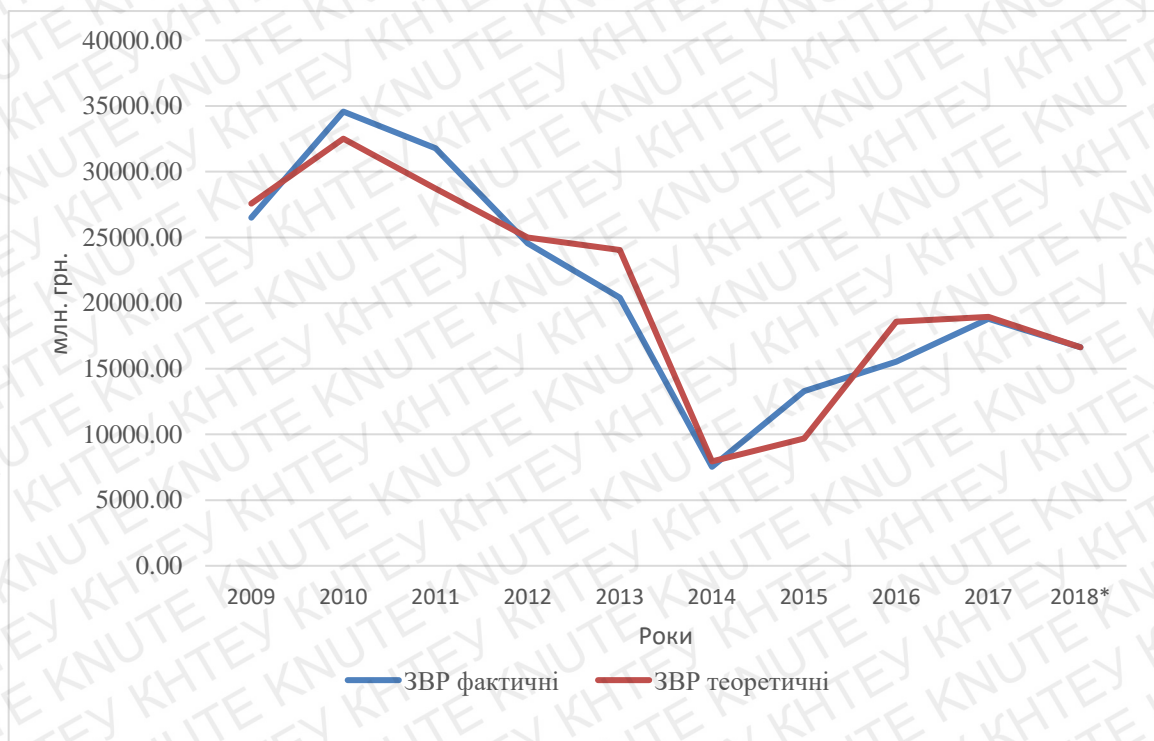


Рис. 2.2. ЗВР України фактичні та розраховані на основі отриманого кореляційно-регресійного рівняння (ЗВР теоретичні), млн. дол. США

Джерело: розраховано та побудовано автором на основі розрахунків за даними

[36] та дод. У

Отримане рівняння вказує на наступний характер впливу обраних факторів на ЗВР України:

1. Зі зростанням ціни долара на 1 гривню ЗВР України збільшуються на 450 тис. дол. США. Така взаємозалежність суперечить здоровому глузду та адекватним ринковим механізмам, однак може пояснюватися двома явищами. По-перше, взаємозалежність ЗВР України та валютного курсу може мати нелінійний характер. По-друге, політика НБУ дешевої гривні (про яку свідчить переважання валютних інтервенцій НБУ з купівлі валюти над продажем) сприяє поповненню ЗВР за рахунок девальвації української гривні. Так, експортери отримують експортну премію за рахунок курсових різниць, а наявність обов'язкового продажу частини валютної виручки забезпечує її приплив на валютний ринок України, де відбувається наступна купівля валюти НБУ (див. дод. І).

2. Зростання середньозваженої світової ціни за нафту на 1 дол. США за барель провокує зменшення ЗВР України на 403,79 млн. дол. США. Враховуючи те, що Україна є країною-імпортером нафти, такий характер впливу чинника вважаємо відповідним реаліям.

3. Зростання експорту України на 1 млн. дол. США провокує збільшення ЗВР на 600 тис. дол. США.

4. Зростання зовнішнього державного та гарантованого державою боргу на 1 млн. дол. США сприяє зменшенню ЗВР на 1,24 млн. дол. США. На нашу думку така взаємозалежність співвідносна із українськими реаліями, оскільки ЗВР виконують функцію щодо обслуговування та погашення зовнішнього боргу держави.

5. Загальновідомо, що сильна валюта базується на сильній економіці, а кореляційно-регресійне рівняння показало ступінь такої залежності.

Отже, відповідно до отриманих значень, НБУ необхідно переорієнтувати валютну політику із політики дешевої гривні на дорогу. При цьому, рекомендується активно стимулювати розвиток економіки для зростання ВВП,

зокрема експортні галузі, та підвищувати якість управління зовнішнім боргом в контексті його валютної структури та способу використання запозичених коштів. Зауважимо, що із 5 факторів впливу, включених до моделі, неконтрольованим виступає лише світова ціна на нафту.

Законодавчо закріплений режим валютного курсу для України є плаваючий. Так, Радою НБУ було затверджено «Основні засади грошово-кредитної політики на 2018 рік та середньострокову перспективу», де указується, що для досягнення пріоритетної цілі НБУ дотримуватиметься режиму плаваючого обмінного курсу, маючи на увазі, що монетарна політика НБУ не матиме спрямування на досягнення конкретного рівня курсу або утримання його у визначеному діапазоні. Документом також передбачається взяття до уваги зв'язку між інфляцією та валютно-курсними коливаннями, що в свою чергу впливають на зміну фінансової стабільності держави. НБУ у «Основних засадах грошово-кредитної політики на 2018 рік та середньострокову перспективу» має намір зробити валютний ринок ліквідним, добре функціонуючим та гнучким, що мав би здатність до самозбалансування. У разі ефективної валютно-урсової політики при режимі плаваючого курсу НБУ планує поступово зменшувати застосування інструментів впливу адміністративного характеру та скорочувати валютні інтервенції як засіб безпосереднього втручання на валютний ринок. Натомість основними цілями валютних інтервенцій як інструменту реалізації валютної політики стануть накопичення міжнародних резервів, згладжування функціонування валютного ринку та підтримання трансмісійної ключової процентної ставки як основного інструменту реалізації грошово-кредитної політики.

2.2. Вплив політики центрального банку на динаміку валютного курсу

У контексті загальної валютної політики як складової монетарної політики НБУ проводить валютне регулювання з метою забезпечення відповідної динаміки курсу валют. Важливим аспектом валютно-урсової політики є мінімізація

значної волатильності курсу та забезпечення його посилення по відношенню до інших валют. Такі цілі викликані необхідністю недопущення погіршення очікувань населення щодо валютних змін та інфляційних процесів, а також зменшення песимістичних настроїв населення щодо курсу валют у короткотерміновому періоді, інакше неминуча присутність дії на валютний курс такого фактору впливу як спекуляції на ринку валюти та капіталу [2]. Вплив на курс мають політичні зрушення у державі, фінансово-економічні кризи, стихійні лиха та техногенні катастрофи. Одночасно у разі неефективної або ж невиправданої валютно-курсової політики НБУ щодо максимального нівелювання впливу вищезазначених короткострокових факторів на динаміку курсу виникає проблема впливу довгострокових чинників, до яких можна віднести обсяги та структуру ЗВР, зміни грошової маси, обсяги ВВП, темп інфляції, стан платіжного балансу, дефіцит/профіцит державного бюджету, обсяг зовнішнього боргу держави тощо [3].

Прослідковуючи динаміку курсу національної одиниці до долара США, євро та фунта стерлінгів (одних із основних світових валют) на рис. 2.2, можемо побачити основні скачкоподібні моменти: осінь 2008 р., кінець 2013 й початок 2014 рр., початок 2015 р. Розгляд динаміки курсу не лише по відношенню до долара США, але й до інших валют говорить про те, що зміни, які можна спостерігати на графіку, залежали більшою мірою від динаміки вартості самої гривні та факторів, що впливали на гривню, а не на інші валюти [36]. Найменшою волатильністю характеризується період до 2008 року, коли темпи приросту ВВП були стабільно додатними. Більшою волатильністю відрізняється період із 2009 до кінця 2013 рр. – період заходів посткризового регулювання та відновлення економіки. Найбільш значимою волатильністю на рис. 2.2 є період з 2015 року і до сьогодні. Так, керуючись попередніми постулатами можемо сказати, що теперішня валютно-курсова політика не вирізняється ефективністю і потребує змін – дійсно, НБУ знаходиться в процесі змін валютного регулювання, що полягає в його лібералізації, змін орієнтирів із монетарного таргетування на

інфляційне, коригування самої монетарної політики в контексті здорожчання грошових ресурсів і уповільнення інфляції, що проявляється у підвищенні облікової ставки НБУ з 2018 року тощо [36].

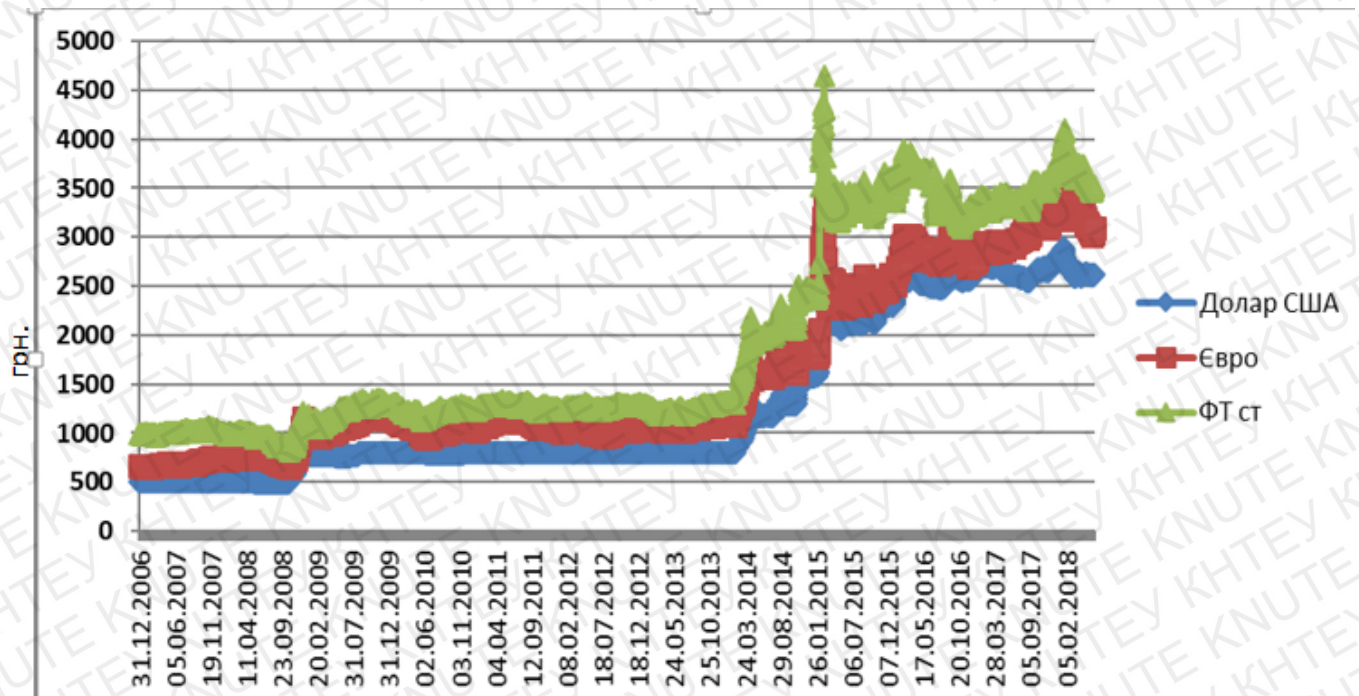


Рис. 2.3. Динаміка курсу гривні до долара США, євро та фунта стерлінгів протягом 2007-2018 рр. в Україні, грн./100 од.

Джерело: побудовано автором на основі [36]

Враховуючи те, що НБУ зберігав валютний режим фіксованого курсу і перейшов до плаваючого курсоутворення з 2015 р., стрімка девальвація гривні у 2015 р. є закономірним явищем – ринок нарешті виявив місце гривні за рахунок узгодження попиту та пропозиції на валюту. Так, 26.02.2015 р. курс гривні знизився до 30,01 грн. за 1 дол. США. Станом на 31.12.2014 р. гривня девальвувала майже вдвічі (на 97,28%) порівняно із кінцем грудня 2013 р. У 2015 році девальвація продовжувала: загальний наслідок – гривня упала на 52,2% станом на 31.12.2015 р. по відношенню до відповідного періоду попереднього року. Наступні два роки (протягом 2016 та 2017 рр.) гривня продовжувала знецінюватися, однак темпи приросту її зменшились, становивши 13,3% та 3,2% відповідно (з 24 грн. за долар США до 27,19 грн. у

2016 р. та з 27,19 грн. до 26,23 грн. за дол. США у 2018 р. (станом на 30.04.)).

Таблиця 2.7

**Динаміка змін курсу дол. США в Україні протягом 2007-2018 рр.
(станом на 31.12.), грн.**

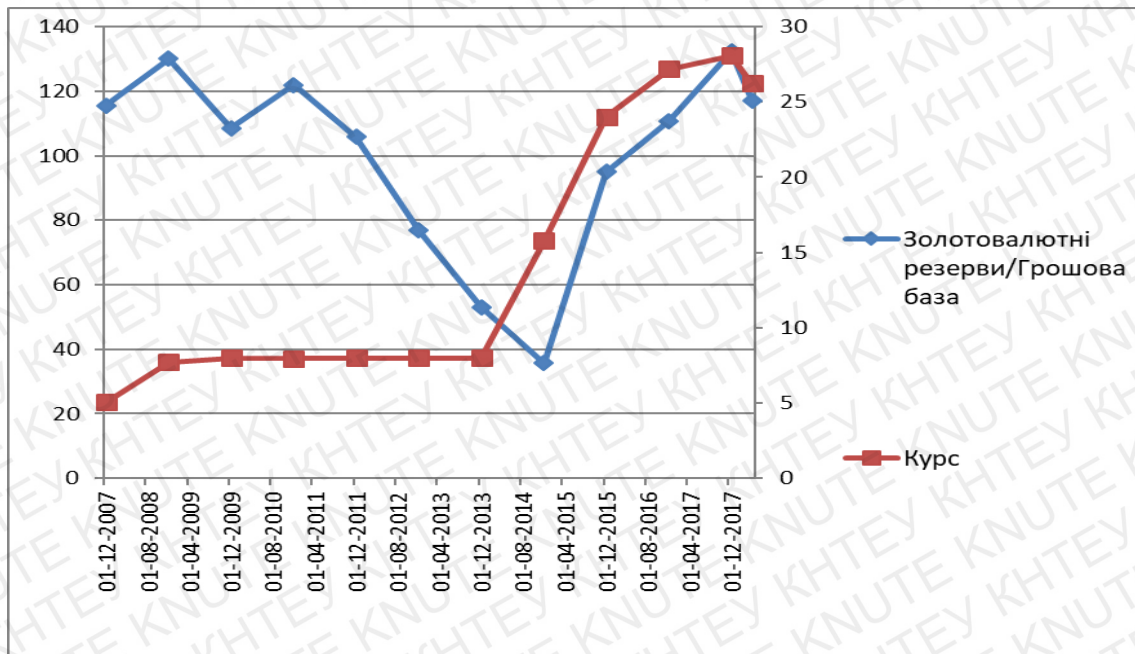
Роки	Курс дол. США	Відн. зміна, % до попереднього періоду	Відн. зміна, % до початкового періоду
2007	5,05	-	-
2008	7,70	52,475	52,475
2009	7,99	3,7662	58,218
2010	7,96	-0,375	57,624
2011	7,99	0,3769	58,218
2012	7,99	0	58,218
2013	7,99	0	58,218
2014	15,77	97,372	212,28
2015	24,00	52,188	375,25
2016	27,19	13,292	438,42
2017	28,07	3,2365	455,84
2018*	28,164	0,3364	457,71

Джерело: побудовано автором на основі [36]

*Примітка: станом на 31.10. (за відсутності даних на 31.12.)

Розгляд зміни ЗВР як складової дій центрального банку України має безпосередній вплив на курсоутворення. Увагу в даному аспекті приділили співвідношенню рівня ЗВР та грошової бази як критерію стабільності курсу відповідно до теорії О. де Б'юфорта Війнхольда та Е. Кептейна (2001 р.). Відтак, рис. 2.4 наочно ілюструє дію вищезазначеного критерію, який в теорії звучить наступним чином: «Резерви будуть оптимальними, якщо покриватимуть не лише короткостроковий зовнішній борг, але й частку грошової бази, яка визначається режимом валютного курсу. Задля підтримання фіксованого або змішаного

режиму валютного курсоутворення резерви мають бути достатніми для покриття 30% агрегату М2. При проведенні валютних інтервенцій резерви повинні бути достатніми для попередження різкої волатильності національної валюти. Якщо відношення валютних резервів до грошової бази наближене до 100%, то низька ймовірність дестабілізації валютного курсу. Однак, якщо це співвідношення нижче за 60%, рівень девальвації грошової одиниці держави може становити 45% [16]. Дійсно, як зазначають графіки курсу та співвідношення розглянутих макроекономічних показників на рис 2.4, доки співвідношення ЗВР та ГБ знаходилось на рівні 100% та вище, доти курс не зазнавав значних коливань, за виключенням кризового періоду 2008 р. Безпосередню дію даного критерію можемо прослідкувати в період з кінця 2013 р. до початку 2015 р. Зниження співвідношення ЗВР та ГБ станом на кінець 2013 року до 55 та нижче відсотків стало одним із факторів, що виявив провокаційний характер до девальвації гривні та послаблення курсу з 7,99 грн. за 1 дол. США до 15,76 грн. – національна одиниця упала майже вдвічі (на 97%). Наступний період до кінця 2015 р. курс гривні по відношенню до долара США продовжував рости (тобто, гривня падала), при цьому співвідношення ЗВР та ГБ було нижче 100%. Як тільки починаючи із серпня 2016 року співвідношення розглянутих макроекономічних показників почало перевищувати 100% падіння гривні призупинилось і курс почав характеризуватися меншим рівнем волатильності порівняно із розглянутими попередніми періодами (див. рис. 2.2 та 2.3). НБУ проводить валютну політику в контексті ситуації, що складається на валютному ринку України під впливом багатьох чинників. Одним із таких чинників виступає сальдо іноземних інвестицій, яке визначає приплив чи відплив валюти, що в свою чергу провокує коливання в той чи інший бік курсу гривні.



Джерело: побудовано автором на основі [36]

Рис. 2.4 Динаміка співвідношення ЗВР та грошової бази й курсу гривні до долара США в Україні протягом 2007-2017 рр., % (ліва шкала) та грн. за дол. США відповідно (права шкала)

Рис. 2.5 ілюструє динаміку прямих, портфельних та інших іноземних інвестицій, які мали місце протягом розглянутого період з 2007 до 2017 рр. Тенденції такі: прямі іноземні інвестиції, що виявляють реальний та як правило довготривалий інтерес до суб'єктів господарювання, що діють за межами економіки інвестора, мають негативні значення сальдо [20]. Даний факт інтерпретується як незацікавленість іноземних інвесторів у вкладеннях в економіку України через ряд факторів, таких як високий індекс інфляції, бюрократії, транспортний фактор, зарегульованість ведення економічної діяльності, нестабільність політико-економічної ситуації та загальний низький рівень інвестиційної привабливості країни. Відтак за даними платіжного балансу спостерігається постійний відтік валютних ресурсів із економіки України – інвестори обирають не оперувати на території України. Портфельні інвестиції, які порівняно із прямими інвестиціями мають виражений фінансовий характер і полягають у купівлі фінансових активів – цінних паперів підприємств,

деривативів тощо – мають переважно від’ємне сальдо. Оскільки портфельні інвестиції переважно пов’язані зі спекулятивними операціями (грою на курсах) та отриманням дивідендів, не можна розглядати додатне сальдо, яке спостерігається станом на кінець 2008-2009 рр. та 2014 р., як фактор покращення економічної ситуації. Однак додатне сальдо все ж має вплив на валютний ринок, оскільки означає приплив валюти в країну. Інші інвестиції, що включають за платіжним балансом інвестиції центрального банку, державного сектору управління, банків та інших секторів, мають переважно додатне сальдо. Найвищий рівень припливу коштів за даним рахунком спостерігався станом на кінець 2009 р. та 2014 р., що пов’язано із траншами Україні від МВФ для подолання наслідків кризи 2008 р. за програмою stand-by та у межах програми кредитування розрахованої МВФ на два роки (2014-2015 рр.) відповідно. Валютні потоки у вигляді портфельних, прямих та інших інвестицій за позиціями фінансового рахунку розкривають ситуацію, що відображає настрої інвесторів та їх інтерес щодо здійснення реальних та спекулятивних (фінансових) інвестицій в Україну. Сальдо фінансового рахунку більш виражено характеризує загальні валютні потоки, які спостерігалися за підпунктами цього рахунку: виражений приплив валюти спостерігався у 2009 році та 2014-2015 рр., як уже зазначалося вище, основу якого становило зовнішнє кредитування. Періоди 2007-2008 рр., 2010-2013 рр., 2015-2017 рр. характеризуються валютними відпливами, що спричиняють зростання волатильності курсу та вимагають підвищеної уваги НБУ до валютного ринку та більш активного використання інструментів реалізації валютної політики, одним із яких є валютні інтервенції. Одним із факторів, що спричиняє небажання іноземних інвесторів здійснювати вклади в економіку України є також порівняно високий індекс споживчих цін в Україні (див. табл. 2.8). Так, за розглянутий період відповідно до офіційних джерел найвищими темпами інфляції відрізнялися періоди у 2007- 2009 рр., та 2014-2017 рр.

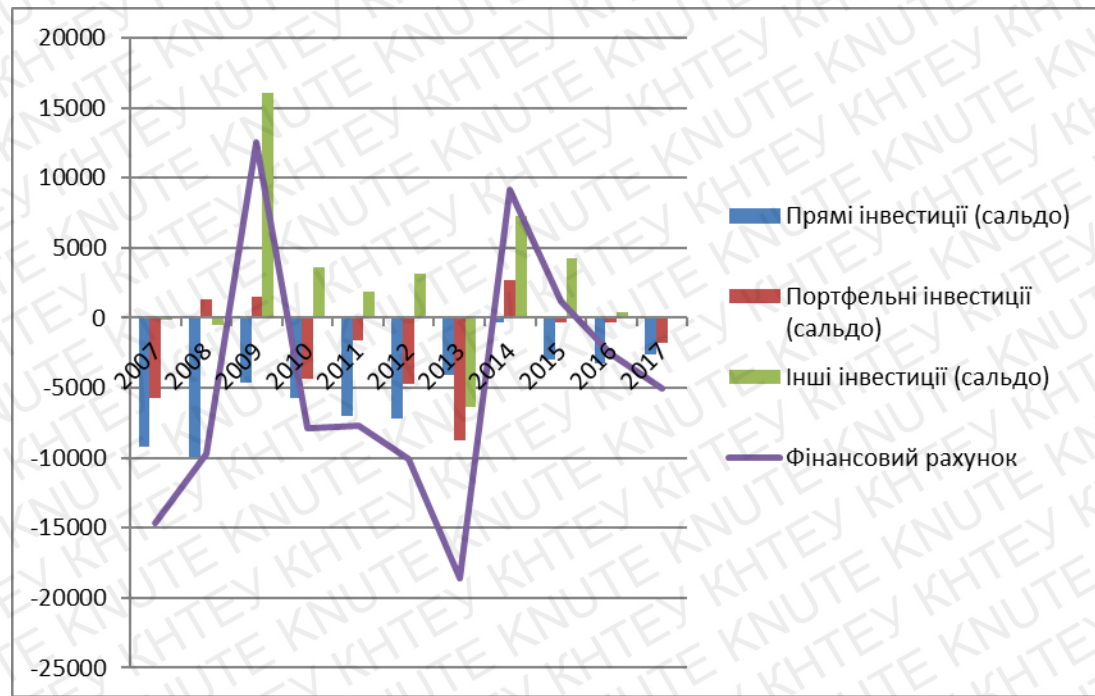


Рис. 2.5 Динаміка фінансового рахунку платіжного балансу та чистих інвестицій як його складових протягом 2007-2017 рр. (станом на 31.12.), млн. дол. США (ліва шкала)

Джерело: побудовано автором на основі [36]

Основними факторами, що спричинили прискорення темпів інфляції, становили: криза 2008 р., невідповідність обсягів виробленої продукції (ВВП) та грошової маси (за рахунок безготівкової емісії ділових банків), скорочення робочих місць суб'єктами господарювання з метою зменшення витрат, неефективне використання іноземних кредитних ресурсів, несприятлива кон'юнктура на валютному ринку, політико-економічні труднощі пов'язані з воєнним станом в країні тощо. Вважаємо за потрібне акцентувати увагу на тому, що сукупна та постійна дія вищезазначених факторів призвела до погіршення інфляційних очікувань населення, а у взаємозв'язку двох наведених змінних (сукупності негативних фактів як однієї змінної та негативних інфляційних очікувань як іншої змінної) призвела до розкручування спіралі інфляційних очікувань. Відтак, інфляція після 2013 року й до сьогодні за офіційними джерелами мала галопуючі темпи, що є відштовхуючим фактором для інвесторів.

Динаміка абсолютного приросту інвестицій та індексу споживчих цін

Рік	Абсолютний приріст, млн. дол. США (до попереднього періоду)				Інфляція	
	Чисті прямі інвестиції	Чисті портфельні інвестиції	Чисті інші інвестиції	Фінансовий рахунок	Індекс споживчих цін (рік)	Темп приросту ІСЦ, % до попереднього періоду
2007	-	-	-	-	116,6	-
2008	-685	7033	-385	4957	122,3	4,89
2009	5249	253	16594	22279	112,3	-8,18
2010	-1105	-5875	-12460	-20448	109,1	-2,85
2011	-1256	2773	-1715	182	104,6	-4,12
2012	-180	-3120	1279	-2443	99,8	-4,59
2013	3116	-4098	-9532	-8481	100,5	0,7
2014	3780	11487	13618	27712	124,9	24,28
2015	-2713	-3067	-2980	-7888	143,3	14,73
2016	-256	74	-3871	-3817	112,4	-21,56
2017	675	-1507	-282	-2422	113,7	1,16

Джерело: побудовано автором на основі [36; 64]

Отже, на динаміку курсу діє маса чинників, настання та результати яких не завжди можливо передбачити.

2.3. Валютні інтервенції як основний інструмент реалізації валютної політики НБУ

Розглядаючи політику валютних інтервенцій НБУ за 2015-2018 рр. можемо відзначити, що валютні інтервенції проводились з двома ключовими валютами – долларом США та євро – а також відрізнялися постійністю присутності на

валютному ринку. Основною валютою з якою НБУ проводить валютні інтервенції є долар США, у той час як операції з євро мали місце лише у січні- березні 2015 року у сумах 50 млн., 59,2 млн. та 55 млн. євро відповідно. Рис. 2.6 ілюструє динаміку валютних інтервенцій НБУ протягом 2015-2018 рр. Варто відмітити, що операції з купівлі валюти в політиці НБУ переважають – даний факт обумовлений Стратегією валютних інтервенцій на 2016-2020 рр., яка передбачає одним із завдань накопичення міжнародних резервів [41; 50]. Вважаємо за необхідне зауважити, що розглянуті на рис. 2.6 інтервенції можемо з одного боку вважати ефективними керуючись їхніми наслідками. Так, переважання купівлі валюти над продажем говорить про скорочення валюти в обігу, що могло б зніціювати підвищення вартості долара США, однак оскільки такого не відбулось, дії НБУ оцінюємо як збалансування пропозиції валюти із попитом на неї. З іншого боку, якби НБУ знизив обсяги купівлі валюти, в теорії це спровокувало б і зниження вартості долара (тобто ревальвацію гривні). Враховуючи, що пріоритетом НБУ у сфері валютної політики визначено накопичення міжнародних резервів, переважання купівлі над продажем є певним індикатором-наслідком дій регулятора. При цьому, керуючись критерієм зниження волатильності курсу, операції НБУ можна вважати ефективними [17], оскільки 2016-2018 рр. курс не відрізнявся ривко- та скачко подібними явищами. Якщо ж характеризувати валютні інтервенції НБУ з позиції обсягів (наскільки велика частка безготівкових операцій на валютному ринку припадає на операції, що проводив НБУ), то можемо прослідкувати динаміку об'ємів з таблиці 2.9 Звертаємо увагу на те, що за 100% брались обсяги безготівкових операцій на валютному міжбанківському ринку, оскільки готівкові операції займають настільки малу частку, що можемо ними знехтувати при проведеннях розрахунків.

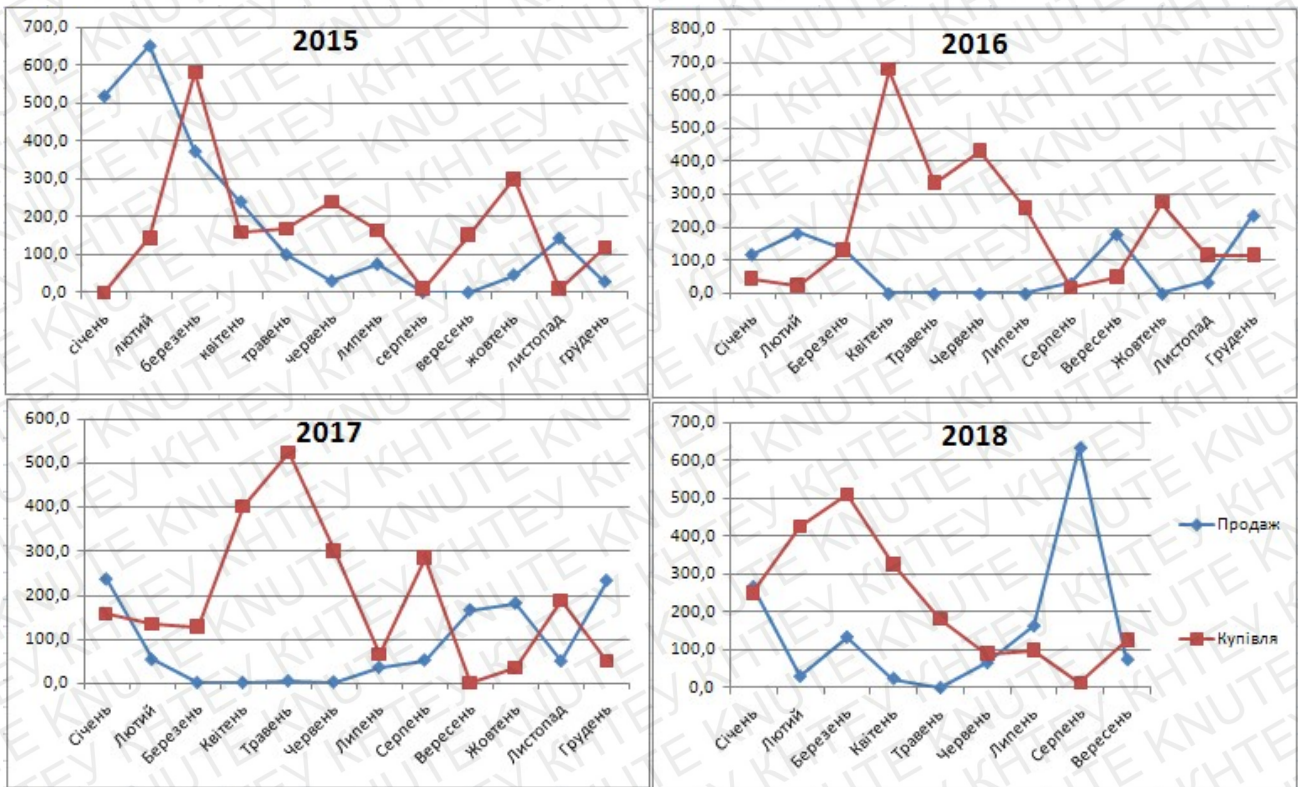


Рис. 2.6. Валютні інтервенції НБУ протягом 2015-2018 рр. у розрізі місяців за усіма валютами, млн. дол. США в еквіваленті (ліва шкала)

Джерело: побудовано автором на основі [36]

Із зазначеної таблиці видно, що у 2015 р. найбільшу частку безготівкових операцій на валютному ринку НБУ займав у січні-березні (10-12%) з обсягів продажу та близько 10% з обсягів купівлі валюти. Інші місяці 2015 року частка операцій від НБУ не перевищувала 5%, що є порівняно незначним індикатором. У 2016 р. варто відмітити період з квітня по червень включно, коли частка операцій НБУ з купівлі валюти становила відповідно 11,81%, 6,78% та 8,51%. 2017 рік був більш насиченим за критерієм об'ємності проведених інтервенцій: з квітня по червень їхня частка коливалась в межах 10-18%. Весь 2018 рік НБУ скуповує валюту для поповнення міжнародних резервів, тому частка безготівкових операцій на валютному міжбанківському ринку з купівлі відрізняється помітною значимістю порівняно з операціями продажу валюти.

Таблиця. 2.9

Динаміка частки обсягів валютних інтервенцій НБУ в безготівкових операціях з іноземною валютою на міжбанківському валютному ринку

України, %

	2016		2017		2018	
	Частка продажу	Частка купівлі	Частка продажу	Частка купівлі	Частка продажу	Частка купівлі
Січень	2.95	1.11	8.65	5.79	6.92	6.51
Лютий	3.69	0.46	1.96	4.96	0.73	10.43
Березень	2.34	2.19	0.00	3.99	3.27	12.44
Квітень	0.00	11.81	0.00	14.72	0.56	7.66
Травень	0.00	6.78	0.14	18.50	0.00	4.00
Червень	0.00	8.51	0.05	10.09	1.61	2.19
Липень	0.00	4.72	1.04	1.93	3.19	1.94
Серпень	0.50	0.29	1.29	7.16	11.39	0.23
Вересень	2.85	0.79	3.96	0.00	1.40	2.36
Жовтень	0.00	4.55	4.10	0.77	-	-
Листопад	1.02	3.44	1.03	3.94	-	-
Грудень	7.37	3.62	5.35	1.15	-	-

Джерело: побудовано автором на основі [36]

Відповідно до Стратегії валютних інтервенцій 2016-2020 рр. НБУ виділяє три основні цілі [50]: накопичення міжнародних резервів, згладжування функціонування валютного ринку, підтримання трансмісії ключової процентної ставки. У зв'язку із тим, що у даній роботі ми робимо акцент саме на валютну політику, а не на грошово-кредитну в цілому, завдання щодо підтримання трансмісійного механізму процентної ставки не розглядатимемо. На нашу думку, завдання НБУ в Стратегії сформулював чітко та влучно, однак звертаючись до основної цілі монетарної політики – підтримання цінової стабільності –

пріоритетним завданням НБУ мало б стати згладжування функціонування валютного ринку, а не накопичення міжнародних резервів. Як бачимо, дод. II ілюструє дії НБУ в динаміці за підсумками валютних інтервенцій щомісячно та в загальному за розглянуті роки (2016-2018 рр.). Так, у 2016 р. найбільш активно НБУ скуповував валюту у квітні-липні, не здійснюючи при цьому інтервенції продажу. Робимо припущення, що така скупка пояснюється тим, що історично період з кінця весни до кінця літа (чи його середини) характеризується найменшими коливаннями курсу у зв'язку із порівняно невисокою імпортною активністю та наявністю валютної виручки експортерів. Ідентична ситуація прослідковується і у 2017-2018 рр. (лютий-серпень), де найнижче значення сальдо продажу та купівлі мало місце у липні та лютому у розмірі -29.8 та -80.9 млн. дол. США в еквіваленті відповідно (див. дод. II). Таким чином, можемо сказати, що з вересня по березень виручка українських експортерів знижується порівняно із квітнем-серпнем, що і зумовлює сезонні коливання валютного курсу. При цьому необхідно враховувати, що із настанням холодів збільшується й імпортна активність щодо закупок газу та нафтопродуктів. За річними підсумками проведення валютних інтервенцій бачимо, що купівля перевищує продаж у 2016-2018 рр. на суму 1552.2, 1262.3 та 629.6 млн. дол. США в еквіваленті відповідно. Сума сальдо валютних інтервенцій (перевищення скупки) за розглянутий період становить 3.4 млрд. дол. США в еквіваленті. ЗВР України із 2015 р. і до листопада 2017 р. зростали, наповнюючись за рахунок сальдо валютних інтервенцій купівлі-продажу валюти. Однак, не зважаючи на перевищення інтервенцій НБУ з купівлі валюти, починаючи із 2018 р. ЗВР України пішли на спад. Таку тенденцію можемо пояснити недостатністю валютних сальдо для погашення зовнішнього державного боргу, що становить 1.344 трлн. грн. (станом на 30.09.2018 р.) [36].

Валютні інтервенції за режиму інфляційного таргетування переважно не застосовуються, однак Стратегією обумовлено здійснення валютних інтервенцій за умови наявності ризику недосягнення визначених інфляційних таргетів із

застосуванням виключно облікової ставки протягом визначеного часового горизонту [50]. При цьому обов'язковою умовою для застосування валютних інтервенцій як способу підтримання трансмісії облікової ставки НБУ є твердження, що «втручання Національного банку в процеси курсоутворення не створюватиме в економічних агентів хибного сприйняття валютних ризиків та не призводитиме до накопичення зовнішньоекономічних та фінансових дисбалансів» [50]. Стратегією також зазначається, що політика валютних інтервенцій має відповідати процентній політиці НБУ – експансійній (дешеві гроші) чи рестрикційній (дорогі гроші) політикам. Враховуючи те, що з середини 2017 року облікова ставка має тенденцію до зростання, імовірно, НБУ вважає, що на ринку присутній «перегрів» економіки. У такому випадку варто дозволити зміцнення валютного курсу, що сприяло б зниженню інфляції [12]. Таким чином, НБУ має переважно продавати валюту для уникнення девальваційних процесів на ринку через перевищення попиту над пропозицією валюти. У місячному розрізі у 2018 р. з лютого до червня спостерігається перевищення купівлі над продажем валюти, що не відповідає характеру зміни облікової ставки – її зростання.

Варто зауважити, що використання валютних інтервенцій НБУ наразі має чітку прив'язку до режиму інфляційного таргетування і покликане наблизитись до цільових значень індикатора. На основі досліджень О. Фарини щодо нелінійного ефекту перенесення обмінного курсу на внутрішні ціни в Україні, НБУ сформував валютну політику одним із завданням якої є забезпечення помірної волатильності курсу. Вибір такого завдання пов'язаний із тим, що в Україні «ціни чутливі до малих і вкрай великих змін, проте якщо рухи обмінного курсу є помірними, ефект перенесення обмінного курсу на рівень інфляції незначний» [52]. Так, О. Фарина під незначними змінами має на увазі зміну курсу у межах 3%, під значними – вище 16%, під помірними – діапазон зміни курсу в межах 3-16% [52]. В контексті прив'язки використання валютних інтервенцій як засобу збереження стабільності цін і наближення рівня інфляції до цільового діапазону, валютна політика є виправданою з боку НБУ.

Отже, з переходом до інфляційного таргетування Національний банк використовує валютні інтервенції як засіб впливу на інфляцію не впливаючи на ріст чи падіння вартості національної грошової одиниці, а лише скориговуючи її волатильність до помірного рівня з метою забезпечення основної цілі монетарної політики – стабільності цін. При цьому, окрім зниження волатильності курсу НБУ відповідно до програми співпраці з МВФ використовує валютні інтервенції як засіб накопичення міжнародних резервів у тих випадках, які не суперечать пріоритетній цілі регулятора щодо цінової стабільності та відповідного інфляційного таргету. Порівняно висока частка присутності НБУ на високому ринку обумовлена саме вищенаведеними факторами. Однак, НБУ наголошує на тому, що з поступовим урівноваженням економіки України його присутність (як і у всіх розвинених економіках, що застосовують режим інфляційного таргетування) спаде до мінімуму.

РОЗДІЛ 3

КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ ОРГАНІЗАЦІЇ ВАЛЮТНОЇ ПОЛІТИКИ В УКРАЇНІ ТА ЗАРУБІЖЖІ

3.1. Валютна політика центральних банків зарубіжних країн

Як зазначалось у попередніх двох розділах, валютна політика є невід’ємною складовою грошово-кредитної політики держави. На сьогоднішній день Україна в контексті валютної політики та валютного регулювання надає перевагу тим інструментам, що мають явний вплив на поточну ситуацію на валютному ринку. Такий вибір обумовлений об’єктивною необхідністю регулювання валютного сектору економіки, оскільки використання інструментів непрямой дії характеризується низькою результативністю та більшим часовим лагом в умовах української економіки, що пояснюється недостатньо розвиненою ринковою інфраструктурою.

Як і у ситуації з Україною, валютна політика зарубіжних країн розглядається в контексті монетарної політики, однак має набагато менш виражений характер врегульованості інструментами реалізації валютної політики прямої дії [48]. Так, країни зарубіжжя використовують переважно інструменти монетарної політики для досягнення цілей валютної політики – облікову ставку, норму резервування та операції на відкритому ринку. Також країни з розвиненою економікою не схильні використовувати валютні інтервенції як інструмент збалансування надмірної волатильності курсу [46; 47]. При цьому країни з розвиненою економікою у більшості своїй обрали режим вільного плавання валют, хоча є виключення [56]. Так, наприклад, Сінгапур має розвинену економіку, однак активно застосовує валютні інтервенції, а за валютний режим обрав режим керованого плавання. При цьому облікову ставку в якості інструменту реалізації монетарної політики не використовує – країна не має такої ставки взагалі. У цьому розділі вважаємо за потрібне розглянути валютні політики Сінгапуру та Швейцарії, а також коротко Євросоюзу, оскільки

їхні валюти вважаються одними із найбільш стабільних та сильних у світі (див. дод. К, Л, М та Н).

Монетарна політика Сінгапуру є виключно цікавою з точки зору обраного таргету – валютного курсу – замість таргетування рівня інфляції чи грошової маси в обігу. Цим і пояснюється присутність валютних інтервенцій. Центральним банком у Сінгапурі виступає Монетарний орган Сінгапуру (МОС), а його департамент з управління монетарним та вітчизняним ринком займається розробкою та реалізацією грошово-кредитної політики, що включає управління валютним курсом шляхом проведення інтервенцій на валютному ринку та управління ліквідністю банківською системи через операції на відкритому ринку та інші засоби підтримання ліквідності (надання кредитів чи розміщення депозитів) (див. рис. 3.1).



Рис. 3.1 Ключові елементи монетарної політики Сінгапуру

Джерело: побудовано автором на основі [34]

Монетарний орган здійснює менеджмент валютного курсу з 1981 року. Таким чином, валютний курс є головним індикатором стану економіки Сінгапуру – невеликої країни з відкритою економікою.

Валютна політика Сінгапуру базується на наступних засадах. По-перше, сінгапурський долар регулюється шляхом прив'язки до кошика валют, до якого

входять валюти основних торгових партнерів та конкурентів Сінгапуру. Частка наявних валют в кошику зважується залежно від важливості зв'язків з конкретним торговим партнером, при цьому періодично структура валютного кошика переглядається з метою актуалізації. По-друге, режим валютного курсу у Сінгапурі – керований плаваючий. Цілі валютної політики насамперед полягають у зменшенні волатильності курсу та забезпеченні гнучкості його регулювання. По-третє, валютна політика періодично (кожні півроку) переглядається з метою її відповідності актуальній економічній ситуації та цінності валюти на ринку. Валютна політика в контексті монетарної розкривається у документі «Засади монетарної політики» на відповідний період, який випускається Монетарним органом двічі на рік. У цьому документі описується та пояснюється динаміка зміни валютного курсу, а також розглядаються перспективи валютної політики. У Макроекономічному огляді, що випускається Монетарним оглядом, наявна деталізована інформація щодо оцінки макроекономічного стану Сінгапуру, розвитку його економіки та подальших трендів економічного характеру. Цей огляд покликаний полегшити розуміння монетарної політики Сінгапуру ринком та домогосподарствами.

По-четверте, в контексті постановки валютного курсу як посередньої цілі монетарної політики, Монетарний орган відмовляється від використання облікової ставки як такої [34]. Відтак, за умови вільного руху капіталу, процентні ставки в Сінгапурі визначаються процентними ставками зарубіжних країн та очікуваннями інвесторів щодо майбутніх коливань курсу сінгапурського долара.

Як зазначено у документі щодо монетарної політики Сінгапуру, основною ціллю політики МОС є забезпечення цінової стабільності для сталого економічного зростання. Оскільки валютний режим у Сінгапурі є керовано плаваючим, то за необхідності МОС здійснює інтервенції на валютному ринку для збереження торгово-зваженого валютного курсу сінгапурського долара [34]. Реалізація монетарної політики має такий вигляд: на щоденній основі МОС моніторить коливання номінального валютного курсу і слідує, щоб ці коливання

відповідали наявній валютній політиці. За наявності підвищення чи зниження курсу, що не відповідає політиці МОС, надмірної волатильності чи спекуляції із національною валютою, МОС втручається до валютного ринку здійснюючи операції спот чи форвард [34]. Інтервенції полягають у продажі сінгапурського долару за іноземну валюту для розширення грошової маси та девальвації валюти або у покупці сінгапурського долару за іноземну для звуження грошової маси національної валюти і розширення пропозиції іноземної, що веде до ревальвації національної грошової одиниці. МОС втручається на валютний ринок лише за необхідності, надаючи перевагу ринку самому встановлювати валютний курс національної валюти [34].

Регулювання валютного курсу стало ефективним антиінфляційним засобом регулювання економіки Сінгапуру як малої країни з відкритою економікою і широкими торговими зв'язками. Інфляція всередині країни спостерігалась на низькому рівні починаючи із 1990 і до 2017, в середньому – 1.7% щороку. За рахунок такої тенденції інфляційні очікування населення Сінгапуру є вкрай низькими, що є додатковим стабілізуючим фактором економіки. Успіх такої системи багато завдячує сприятливим економічним передумовам Сінгапуру, що включає фіскальну політику, гнучкість ринку товарів та факторів виробництва, сформовану фінансову систему та надійний вітчизняний корпоративний сектор Сінгапуру [34].

Менеджмент ЗВР ілюструє дод. Л. 3 2015 р. до і сьогодні країна має додатній приріст ЗВР, що сприяє її додатковій стабільності в якості ресурсу щодо управління валютним курсом. Співвідношення ЗВР до ВВП протягом 2013-2018 рр. стабільно знаходиться близько до показника в 110% (2014 р.) або ж перевищує його. Сінгапурський долар з кінця грудня 2017 р. до середини березня 2018 р. по відношенню до долара США ревальвує, з березня до квітня 2018 р. девальвує по відношенню до швейцарського франка та євро, після – приймає девальваційну характеристику динаміки (див. дод. Н). Враховуючи низьку волатильність курсу, можна говорити про його стабільність (див. табл. 3.1).

Екстремуми середньомісячних курсів EUR, CHF та USD по відношенню до SGD з жовтня 2017 р. до жовтня 2018 р.

(у SGD)

	1 EUR		1 CHF		1 USD	
Min	Лютий, 2017 р.	1,4863	Квітень, 2018 р.	1,3395	Січень, 2018 р.	1,3091
Max	Січень, 2018 р.	1,6272	Червень, 2017 р.	1,4397	Січень, 2017 р.	1,4196

Джерело: побудовано автором на основі [34]

Швейцарія та швейцарський франк. Національним банком Швейцарії визначено основні цілі монетарної політики: забезпечення цінової стабільності, прогнозування інфляції на довгостроковий період та таргетування рівня базової ставки (облікової) – тримісячної ставки Libor [35]. НБШ випускає кожного кварталу «Квартальний Бюлетень» – оцінку монетарної політики, що включає опис облікової політики, довгостроковий прогноз інфляції та обґрунтування подальших напрямків політики, а також пояснення щодо застосованих інструментів реалізації монетарної політики [35].

Головним інструментом монетарної політики Швейцарії виступають операції на відкритому ринку – операції РЕПО, випуск та розміщення облігацій НБШ на первинному ринку цінних паперів та їх подальші продаж і купівля на вторинному. Операціями на відкритому ринку НБШ регулює ліквідність грошового ринку. НБШ мав практику здійснення валютного регулювання шляхом використання валютних свопів – купівлі іноземної валюти за курсом спот та її подальшого продажу за обумовленим курсом. Валютні свопи НБШ використовував з метою регулювання ліквідності грошового ринку, забезпечення контрагентів валютними ресурсами та центральних банків інших країн швейцарським франком. З 10 серпня 2011 року НБШ провадив політику продажу валютних свопів (долар США, ЄВРО, фунт стерлінгу та канадський долар) з

метою зниження маси швейцарських франків на вітчизняному ринку, оскільки ринок на той момент був надліквідним, що провокувало небажану інфляцію та девальвацію франка [35]. На кінець вересня 2011 року було продано валютних свопів на суму 80 млн. швейцарських франків [35]. Тобто, НБШ збільшував пропозицію іноземної валюти шляхом скорочення національної задля припинення девальвації швейцарського франка. Наступні місяці НБШ поступово скуповував продані цінні папери шляхом проведення РЕПО операцій, однак загальний рівень ліквідності (насичення економіки національною валютою) залишався високим. На початку літа 2012 року валютний курс швейцарського франка до євро знизився до 1.20, відтоді операції з валютними свопами не проводились за відсутності необхідності врегулювання грошового ринку та курсу валюти [35]. Окремим валютним свопом, що є досі активним у використанні НБШ, є валютний своп в доларах США із ФРС США. Операції проводяться за необхідності постачання доларів США в економіку Швейцарії. Останній випадок використання цього свопу мав місце у березні 2012 року [35].

НБШ проводить практику підтримання валютних відносин з іноземними центробанками з метою активного постачання в економіку необхідної валюти. Так, у разі необхідності центральні банки іноземних країн отримують швейцарські франки, а НБШ – національну валюту країн, із центробанками яких взаємодіє. Наразі така потреба для економіки Швейцарії відсутня (окрім ситуації із доларами США), однак НБШ має відкриті валютні зв'язки із центральними банками Канади, Англії, Японії, ЄЦБ, які утворюють об'єднання центробанків з метою постачання доларів США у економіку кожної країни зі списку учасників за необхідності. У 2013 році такі зв'язки були переведені у постійно діючий режим, щоб у випадку необхідності здійснити відповідну операцію максимально оперативно [35]. НБШ також має подібні зв'язки із національним банком Бельгії, Польщі (з 2012 року) та Китаю (з 2014 року) – у випадку з Китаєм валютна угода передбачає окрім підтримання відповідного рівня валюти в економіках держав ще й розбудову ринку китайського юаня в Швейцарії. У лютому 2018 року НБШ підписав свопову

валютну угоду із Національним банком Кореї [35].

Політику щодо управління ЗВР ілюструє дод. М. Як бачимо, з 2013 до 2017 року ЗВР Швейцарії характеризувались позитивними темпами приросту, найбільший із яких спостерігався у 2017 р. порівняно із 2016. З 2016 р. співвідношення ЗВР та ВВП перевищує 100%, що говорить про знані нагромадження ЗВР. Табл. 3.2 вказує, що середній курс за місяць 2017-2018 році коливався від 0,93 до 0,99 швейцарських франків за 1 дол. США. 1 долар США станом на грудень 2016 року можна було придбати за 1 швейцарський франк. Таке курсове співвідношення виражало найбільшу вартість долара за період. Мінімальна вартість долара в 0,93 франка мала місце у лютому 2018 р. Максимально дорогим євро було у квітні 2018 р. (1,19 швейцарських франків за 1 євро), натомість вже у вересні того ж року швейцарський франк зміцнів і 1 євро можна було придбати за 1,12 швейцарських франків. Дод. Н ілюструє динаміку курсів швейцарського франка та сінгапурського долара.

Таблиця 3.2

Екстремуми середньомісячних курсів EUR та USD по відношенню до CHF з жовтня 2017 р. до жовтня 2018 р.

(у CHF)

	1 EUR		1 USD	
Min	Вересень, 2018 р.	1,1288	Лютий, 2018 р.	0,9341
Max	Квітень, 2018 р.	1,1888	Жовтень, 2017 р.	0,9982

Джерело: побудовано автором на основі [35]

Так, валютна політика Сінгапуру як маленької країни з широкими торговими зв'язками має свої особливості: таргетування рівня валютного курсу та відсутність використання облікової ставки як інструменту реалізації монетарної чи валютної політики. Сінгапур продовжує успішно нарощувати золотовалютну базу у зв'язку із відсутністю необхідності врегулювання волатильності курсу

національної валюти, оскільки внутрішня економіка розвивається, що проявляється у додатному приросту ВВП при стабільно низькій інфляції (1,7% в середньому щороку). Щодо валютної політики Швейцарії, то дана країна також характеризується успішним розвитком реального сектору економіки та нагромадженням ЗВР при низькій інфляції (менше 2% щороку – її таргет) [35]. При цьому для забезпечення валютно- курсової динаміки, Національний банк Швейцарії широко проводить політику щодо встановлення зв'язків із іншими центральними банками для забезпечення валютної ліквідності ринку та його суб'єктів у разі такої необхідності.

3.2. Удосконалення валютного законодавства в Україні

Валютне законодавство України налічує низку законів та підзаконних актів і є дуже розпорошеним в плані документації, що зумовлює додаткові труднощі для суб'єктів економіки, операції яких підлягають валютному регулюванню держави. Такі складнощі пов'язані в першу чергу із необхідністю моніторингу поточної ситуації у валютному законодавстві, плануванню свого бізнесу відповідно до поточного законодавства та планування бізнесу на перспективу відповідно до прогнозованого валютного законодавства, що здійснюється окремими спеціалістами підприємств і зумовлюють додаткові витрати для бізнесу. У зв'язку із тим, що спрогнозувати дії НБУ у сфері регулювання валютних відносин не просто за нинішньої економіко-валютної ситуації, суб'єктам бізнесу складно планувати свою діяльність, її масштаби та об'ємність на перспективу. На додачу бізнес в окремих ситуаціях може потребувати валютного консультування у приватних фахівців. По мірі створення нових актів у сфері валютного регулювання зростала й необхідність агрегації валютних законів.

Основою валютного законодавства із 1993 р. був Декрет Кабміну «Про систему валютного регулювання та валютного контролю», яким користуються і до сьогодні [40]. Необхідність удосконалення валютного законодавства назріла давно, оскільки економіка України розвивалась і зазнавала змін, а система

регулювання валютного сектору у своєму кістяку залишалась незмінною і відповідала реаліям пост-адміністративно-командної економіки. Якщо у 1990-х роках законодавство відповідало потребам економіки того часу – основним чином обмежувало відтік капіталу із України – то наразі Декрет виступає одним із факторів блокування надходження капіталу до України. Відтак, питання валютного законодавства та його лібералізації гостро стоїть в українському суспільстві і активно обговорюється – мова йдеться про повну його перебудову в контексті забезпечення актуальної та виваженої валютної політики НБУ. Відповідно, 21 червня 2018 року був прийнятий новий Закон України «Про валюту та валютні операції», що набирає чинності з січня 2019 року, у якому НБУ змінює підхід до валютного регулювання із «заборонено усе, що не дозволено» на «дозволено все, що не заборонено» [37]. Питання полягає у тому чи лібералізація матиме дійсно реальний, а не номінальний характер.

У зв'язку із тим, що питання валютного законодавства носить стратегічний характер, воно активно обговорюється та аналізується (див. дод. П). Так, Євген Степанюк, начальник управління реформування фінансового сектору НБУ веде мову про необхідність поступової лібералізації валютного законодавства, швидкість її проведення не має виступати за мету – «...надмірно швидка лібералізація не сприяє швидкому відновленню макроекономічної рівноваги, натомість загострює вже наявні структурні недоліки, призводячи до кризи (Ісландія 2008 р., Таїланд 1997–1998 рр., Мексика 1994–1997 рр.)». Дійсно, у такому разі можливі фінансові шоки, спекулятивні атаки з валютою, які тільки послаблять вартість гривні та посприяють масовому відтоку капіталу з України (інвестиційний клімат не є привабливим для інвесторів) – з новим законом українці можуть вільно вкладати кошти в акції іноземних юридичних осіб, відкривати рахунки в іноземних банках, здійснювати перекази тощо. Артем Ковбель, партнер аудиторсько-консалтингової фірми Kreston GCG говорить, що прийняття нового законодавства уже є позитивним фактором для України, оскільки скасування індивідуальних ліцензій та зменшення їх для банків і

небанківських установ знімає додаткові труднощі для їх функціонування і в теорії спрощує роботу інвесторів на території України. Однак, вважаємо за потрібне зауважити, що приплив іноземного капіталу є досить сумнівним питанням через непривабливий інвестиційний клімат України (див. дод. Р).

Дійсно, з огляду на позицію України у рейтингу легкості ведення бізнесу 2018 (76 місце із 190) в порівнянні із Сінгапуром (сінгапурський долар) – 2 місце – та Швейцарією (швейцарський франк) – 33 місце – не дивно, що гривня не користується попитом з боку іноземних інвесторів (див. дод. Р). У якості вибірки країн в додатку наведено перелік перших 20 у яких бізнес вести найлегше, відповідно й інвестиційний клімат є найбільш привабливим, що зміцнює і економіку, і валюту кожної із держав. Приходимо до того, що окрім удосконалення законодавства необхідно стимулювати розвиток економіки шляхом забезпечення можливості суб'єктам економіки функціонувати за прийнятних для останніх умов, що, у свою чергу, приводить до усвідомлення необхідності структурних перебудов економіки України. Наразі одним із аспектів привабливості (імовірно, ключовим) України для іноземних інвесторів є дешева робоча сила, однак проблеми із захистом міноритарних інвесторів, бюрократизацією системи, складністю проведення міжнародної торгівлі та проблемами із електропостачанням переважають.

Повертаючись до аспектів законодавства, вважаємо за потрібне зауважити, що переважна частина ділових осіб (представлених в дод. Р) вважають, що нове законодавство в частині валютних обмежень є скоріше номінальним, оскільки у НБУ залишається право на свій розсуд вводити обмеження майже у всіх послабленнях у разі виникнення ризиків на валютному ринку під виглядом «заходів захисту» на термін до 6 місяців. При цьому, НБУ з легкістю зможе продовжити цей термін ще на 6 місяців (законом не встановлено такого обмеження дій НБУ). Обмеження у накладанні «заходів захисту» відповідно до нового закону говорять про те, що максимальний термін їх накладання не може перевищувати 18 місяців протягом 24 місяців. Оскільки законом не визначено

критеріїв, за яких НБУ має повноваження застосовувати «заходи захисту», маємо ще один нерегульований аспект, адже відповідно до нового законодавства застосування «заходів захисту» відбувається повністю на розсуд НБУ. Олександр Охріменко, президент Українського аналітичного центру, зокрема вважає, що новий закон упорядковує та закріплює чинну систему регулювання нацбанку і наголошує на тому, що нічого радикального чи нового він не має.

Як вестиме себе регулятор з початком дії закону спрогнозувати важко, але можна сказати однозначно, що непослідовність (у разі її наявності) валютної політики НБУ не сприятиме довірі з боку населення та суб'єктів економіки й у кращому випадку спричинить ще більшу волатильність гривні (в гіршому – підкріпить девальваційні процеси), оскільки суб'єктам економіки, а особливо тим, що займаються імпортно-експортною діяльністю, буде важко (а то й зовсім неможливо) прогнозувати дії НБУ та їх вплив на бізнес. Таким чином, перед НБУ стоїть завдання встановлення та підтримання довіри суб'єктів економіки поруч із ризиком репутаційних втрат.

Табл. 3.3 зображує основні лібералізаційні нововведення закону та їх можливий характер впливу. Так, на нашу думку представлені заходи мають у більшості своїй неістотний вплив в контексті стимулювання припливу валюти в країну при тому, що загрози щодо відпливу валюти за поточної ситуації в Україні мають місце. При цьому зняття валютного контролю за операціями, що не перевищують 150 тис. грн. в еквіваленті для великого та середнього бізнесу значення не мають, оскільки їхні операції значно перевищують цю суму. Заходи щодо скасування індивідуальних ліцензій та дозволу розміщувати валюту на валютних рахунках за кордоном скоріше спровокують підвищення попиту на валюту та її вплив за межі держави, що призведе до девальваційних процесів на валютному ринку та подальших девальваційних очікувань населення. Вважаємо за потрібне зауважити, що прийняття нового закону все ж спрощує функціонування суб'єктів економіки та полегшує здійснення операцій фізичним особам.

Характеристика окремих аспектів закону України «Про валюту та валютні операції»

	Основні лібералізаційні заходи закону	Характер впливу
1	Скасування індивідуальних валютних ліцензій	Негативний вплив в контексті відтоку валюти з України, спекуляцій на ринку. Позитивний вплив в контексті спрощення валютних операцій.
2	Скасування обов'язкової реєстрації в НБУ залучених від нерезидентів кредитів	Вплив неістотний, оскільки бізнес не завжди хоче розкривати власників чи контрагентів-кредиторів
3	Скасування граничного 180-денного строку розрахунків за зовнішньоекономічними операціями і санкцій	Позитивний вплив, створює можливості для більш гнучкого ведення бізнесу
4	Надання можливості розміщувати валюту на валютних рахунках закордонних банків і вільно переводити її на рахунки в національні банки	Негативний вплив в контексті відтоку валюти з України. Позитивний вплив щодо спрощення валютних операцій.
5	Зняття валютного контролю для операцій, які не перевищують 150 тис. грн.	Вплив неістотний, занадто малий поріг для великих та середніх підприємств.

6	Розширення прав банків щодо вимог документації за проведеними операціями(у фізичних та юридичних осіб)	Негативний вплив в контексті зменшення попиту на банківські продукти з боку юридичних
---	--	---

Джерело: побудовано автором на основі [19; 22; 48]

Явним достоїнством є зменшення кількості ліцензій до однієї та її безстроковість (для банків та небанківських установ). Більш того, імовірно зрушення в структурі доходів банків на користь непроцентних за рахунок надання консультаційних послуг щодо валютних операцій для фізичних та юридичних осіб, розширення депозитарної діяльності банків (за рахунок можливості здійснення прямих чи портфельних інвестицій резидентами за кордон), поглиблення співпраці із зарубіжними банками тощо.

Окремим аспектом щодо закону України «Про валюту та валютні операції» є відхід від використання поняття «валютного контролю» й перехід до «валютного нагляду», що, відповідно до законодавства, є «системою заходів, спрямованих на забезпечення дотримання суб'єктами валютних операцій і уповноваженими установами валютного законодавства» [37]. За такого переходу законодавчий документ стає впорядкованим та послідовним – поняття «валютного нагляду» послідовно використовується в законі, поняття «валютного контролю» відсутнє (як його розкриття, так і присутність взагалі). Законодавчим органам, однак, варто потурбуватися про те, щоб і в інших валютних законодавчих та підзаконних актах зберігався відповідний до основного глосарій. Якщо ж з'являться нові терміни, необхідно надати їхні визначення відповідно до сенсу, у якому вони вживатимуться, щоб валютне законодавство було системним та послідовним.

Враховуючи зазначену вище інформацію, можемо підсумувати, що необхідність редагування законодавства валютної сфери НБУ усвідомлена і наразі здійснюється. Лібералізаційна валютна політика має на меті забезпечити приплив

валюти в країну, при цьому регулятор зазначає й про необхідність структурних реформ економіки для успішної реалізації обраної валютної політики. НБУ несе відповідальність щодо забезпечення довіри з боку населення та її подальшої підтримки шляхом підвищення транспарентності, яка у свою чергу вимагає послідовності дій, оскільки інакше НБУ ще більше підірве свою репутацію у сфері валютного регулювання. Перехід до інфляційного таргетування підвищує вимоги до транспарентності центробанку України та за обраного НБУ таргету (5 +/- 2 в.п.) вимагає лібералізації валютного законодавства із умовою укріплення економіки та забезпечення інвестиційної привабливості країни, оскільки в іншому випадку валютного припливу не відбудеться і курс поруч із девальваційними процесами зазнає ще більшої волатильності, а дотримання інфляційного таргету не матиме місця у зв'язку із імпоротною інфляцією [41]. Враховуючи те, що стратегією валютних інтервенцій визначено, що вони проводяться для зменшення волатильності курсу на ринку, НБУ доведеться значно спустошити золотовалютні резерви України для його стабілізації, що матиме яскраво виражений негативний вплив для України в умовах значних об'ємів валютних запозичень у міжнародних фінансових організаціях.

3.3. Дорожня карта валютної політики Національного банку України

За таких умов, що наразі склались в Україні – відсутності ринкової інфраструктури, дієвого ринкового механізму, практично відсутнього впливу каналів трансмісії НБУ, низьких темпів зростання ВВП, непривабливості української економіки для інвесторів та складнощів для функціонування економічних суб'єктів-резидентів при відсутності стимулів для їхньої діяльності – доволі непросто говорити про траєкторію валютної політики та рекомендації для неї, оскільки відсутній стійкий фундамент у вигляді економіки. Варто розуміти, що формування валютної політики передбачає існування відправної точки – економіки – від стану та перспектив розвитку якої і відштовхуються. На нашу думку, для успішної валютної політики, що передбачала б

конкурентоспроможність української гривні на валютному ринку необхідно для початку укріпити економіку країни та забезпечити її функціонування, що вимагає проведення структурних реформ економіки. Відштовхуючись від нинішньої економічної ситуації та відсутності проведення структурних реформ на перспективу можемо стверджувати про те, що будь-яка обрана траєкторія валютної політики не досягне цілі щодо підтримання цінової стабільності всередині країни, накопиченню ЗВР та зменшення волатильності курсу національної валюти по відношенню до іноземних з подальшою поступовою її ревальвацією.

Враховуючи зазначене вище твердження у подальших припущеннях та пропозиціях щодо проведення валютної політики для України керуємось тим, що структурні реформи економіки матимуть місце. Відтак, за теперішньої ситуації вважаємо за потрібне висловитись щодо Стратегії валютних інтервенцій України на 2016-2020 рр. як частини обраної валютної політики НБУ за режиму вільного плавання [50]. На нашу думку, перехід до режиму вільного плавання було здійснено невчасно – знову ж таки, перехід відбувався за складних політичних умов та відсутності економічних передумов, що призвело до різкого знецінення гривні майже втричі. Натомість, структурні реформи економіки та її подальша стабілізація мали б передувати переходу до плаваючого курсоутворення [28]. За такої ситуації, що склалась наразі, пропонуємо перейти з режиму вільного до керованого плавання. Враховуючи те, що реформування економіки матиме місце, а валютні інтервенції застосовуватимуться як інструмент реалізації валютної політики, такий перехід передбачатиме можливість НБУ зменшувати волатильність курсу та проводити політику ревальвації гривні. Наприклад, за наявності перевищення пропозиції валюти над попитом на неї (як показано у п.2.3 такі ситуації на ринку мали місце), НБУ матиме можливість скуповувати частину надлишку валюти на ринку (не весь надлишок для урівноваження попиту та пропозиції валюти, а тільки певну частину цього надлишку), що дасть змогу частково поповнювати ЗВР з одночасним забезпеченням ревальвації гривні. Така

політика за послідовності та тривалості її реалізації забезпечить підвищення довіри до гривні та зменшить девальваційні очікування населення.

Окремим моментом щодо законодавчих аспектів ведення валютної політики НБУ пропонуємо внести конкретику у визначення поняття «заходи захисту» із безпосереднім їх переліком та умовами, за настання яких НБУ матиме дозвіл застосовувати «заходи захисту». Також пропонуємо регламентувати процес обрання «заходів захисту», їх застосування, моніторинг процесу застосування та оцінку результативності із призначенням відповідальних осіб. Вважаємо, що такі доповнення частково обмежать повноваження НБУ і зроблять його дії передбачуваними для суб'єктів економіки, щоб останні могли планувати свою діяльність (особливо експортно- імпорту) у зв'язку із меншою невизначеністю дій регулятора на ринку.

В контексті менеджменту золотовалютних ресурсів з метою збереження їх вартості пропонуємо внести до резервних валют, що входять до ЗВР України інші, окрім долара США. Так, розглядаємо японську єну, китайський юань, сингапурський долар, швейцарський франк, долар США та можливі варіанти їх поєднання у складі ЗВР України із огляду на збереження вартості валют (див. дод. С щодо частки цих валют у світових ЗВР).

Для більшої достовірності розрахунків розглядаємо вартість валют, виражену в євро, за 3329 днів – відтак обраний період налічує 3328 розрахункових значень доходностей (розраховуємо доходність за один день) (див. дод. Т). Було розраховано доходності за обраний період для японської єни (JPY), швейцарського франка (CHF), сингапурського долара (SGD), китайського юаня (CNY) та долара США (USD). Наступним кроком у розрахунках стало знаходження середнього значення для кожної із валют за період та розрахунок відхилень доходностей від середнього значення кожної валюти відповідно. Використавши формули, наведені в дод. У розраховали значення дисперсії та середньоквадратичного відхилення для кожної валюти (див. табл. 3.4).

Розрахункові значення дисперсії та середньоквадратичного відхилення для валют за розглянутий період

	JPY	CHF	SGD	CNY	USD
Дисперсія валюти	0.0000345	0.0000242	0.0000143	0.0000253	0.0000226
Середнє квадратичне відхилення валюти	0.0058727	0.0049156	0.0037817	0.0050336	0.0047487

Джерело: розраховано автором на основі [58] та дод. У

Так, відповідно до отриманих результатів, найбільшим ризиком втрати вартості відрізняється японська єна, китайський юань та швейцарський франк. За результатами розрахунків найбільш надійною валютою виступає сингапурський долар із найнижчим середньоквадратичним відхиленням у 0.00378. Долар США із середньоквадратичним відхиленням у 0.00475 за надійністю наближається до швейцарського франка, аналогічний показник якого становить 0.00492 (див. табл. 3.4). Так, для спрощення розрахунків формуємо 10 валютних кошиків, що налічують дві валюти у кожному – таке поєднання дозволить визначити ризик втрати вартості валют у кошику залежно від їхньої частки у структура ЗВР. Маємо 10 валютних кошиків: сингапурський долар та японська єна (SGD/JPY), долар США та Сінгапуру (USD/SGD), долар США та швейцарський франк (USD/CHF), долар США та японська єна (USD/JPY), долар США та китайський юань (USD/CNY), сингапурський долар та швейцарський франк (SGD/CHF), сингапурський долар та китайський юань (SGD/CNY), швейцарський франк та японська єна (CHF/JPY), швейцарський франк та китайський юань (CHF/CNY), японська єна та китайський юань (JPY/CNY). Скориставшись формулами з дод. У, отримуємо значення, що наведені у дод. Ф. Так, за отриманими значеннями можемо зробити наступні висновки:

1. Найменш ризиковими в контексті втрати вартості валют наступні портфелі: USD/SGD ($\sigma=0.00389$); CHF/SGD ($\sigma=0.00391$); CNY/SGD ($\sigma=0.00392$); та JPY/SGD ($\sigma=0.00404$). Мінімальне середнє квадратичне відхилення кожного із портфелів досягається за умови максимізації частки сінгапурського долара та мінімізації іншої валюти (у нашому випадку при частці сінгапурського долара в 90% та частці іншої валюти у 10%).

2. Найбільш ризиковими є наступні портфелі валют: CNY/JPY ($\sigma=0.00579$), CHF/JPY ($\sigma=0.00578$); USD/JPY ($\sigma=0.00577$). Максимальне середнє квадратичне відхилення кожного із портфелів досягається за умови максимізації частки японської єни (до 90% японської єни та 10% іншої валюти).

Середньоризиковими портфелями валют із діапазону обраних варіацій поєднання валют у кошику є кошик USD/CHF ($\sigma=0.00477-0.00490$), у якому ризиковість портфеля залежна від частки його складових нелінійно; кошик USD/CNY ($\sigma=0.00478-0.00501$), у якому ризиковість портфеля тим менша, чим більша частка долара США; кошик CNY/CHF ($\sigma=0.00492$), у якому ризиковість портфеля практично не залежить від зміни частки відповідних валют у ньому. Найбільш сильна пряма кореляція доходностей валют із наявної вибірки валютних кошиків спостерігається у таких: USD/CNY (0.902), USD/SGD (0.763) та CNY/SGD (0.727). Майже відсутній зв'язок між валютами, що увійшли до складу таких кошиків: CNY/CHF (0.242), CHF/SGD (0.260) та USD/CHF (0.274).

Відштовхуючись від вищенаведених результатів робимо висновки щодо того, що для забезпечення найменшої втрати вартості валют, що знаходяться у складі ЗВР України, є доцільним включення до складу ЗВР сінгапурського долара. При цьому у структурі валютних резервів ЗВР України варто прямувати до збільшення частки сінгапурського долара, оскільки збільшення його частки веде до зменшення знецінення валют у складі ЗВР. Враховуючи високу залежність української економіки від долара США, пропонуємо у валютній структурі ЗВР України поєднувати саме ці валюти із максимальною часткою долара США та мінімальною сінгапурського долара у зв'язку із необхідністю активного

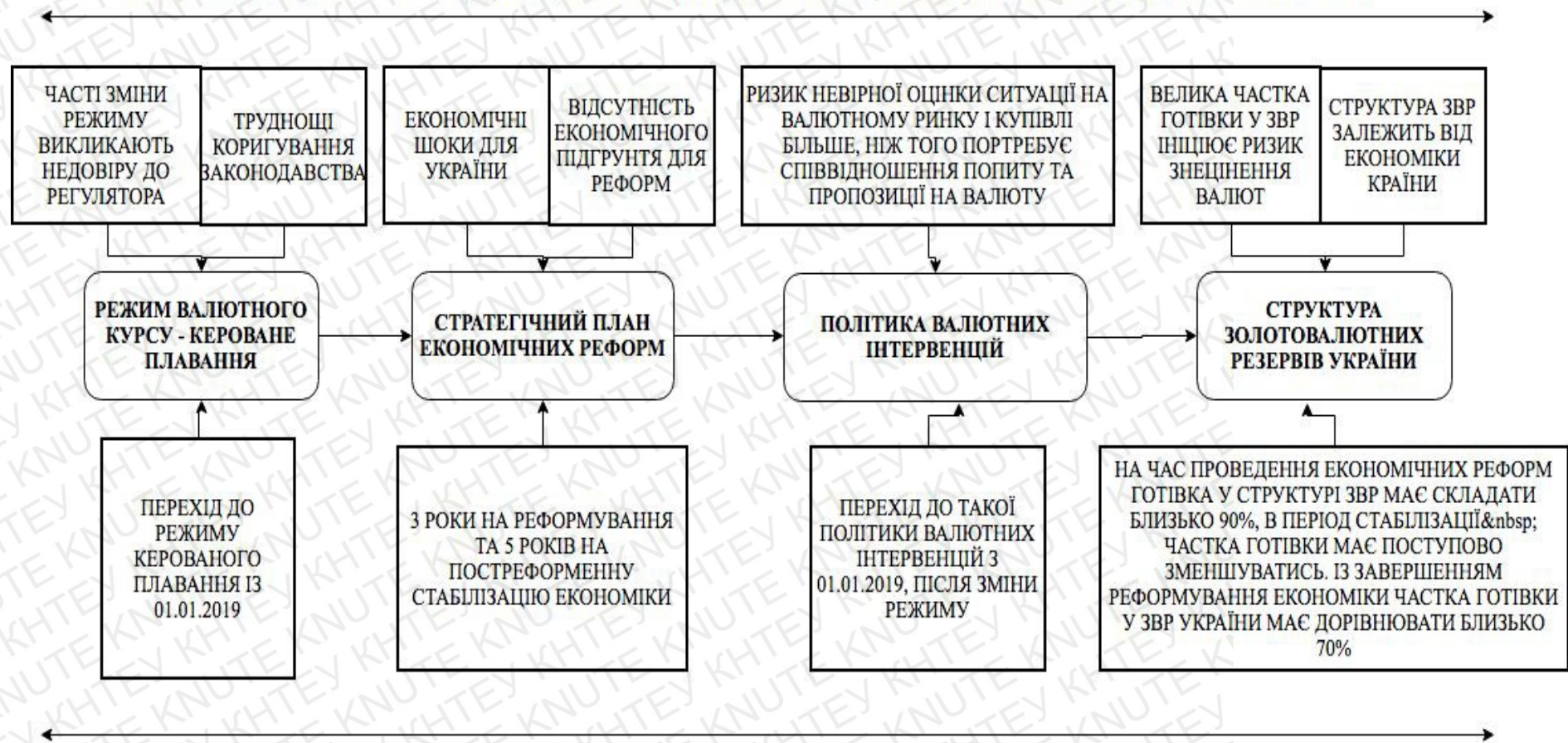
використання саме долара США (валютні інтервенції, погашення зовнішніх боргів, обслуговування платіжного балансу) на короткострокову перспективу. Однак, пропонуємо також тримати курс валютної політики щодо поступового скорочення частки долара США на перспективу та збільшення частки сингапурського долара у готівковій валютній складовій ЗВР України.

Зазначаємо, що формування валютного кошика із трьома та більше резервними валютами передбачає додаткові розрахунки та матиме інші ризикові значення у зв'язку зі зміною коваріаційних та кореляційних характеристик валют як активів центрального банку. Також вважаємо за необхідне зазначити, що для більш точного розрахунку ризиковості валют та валютних портфелів варто розглядати більші масиви історичних даних із більшою кількістю періодів (такий варіант можливий за використання спеціальних програмних засобів та наявності об'ємного масиву ретроспективної інформації).

Схема 3.1 включає базовий перелік основних ризиків, що супроводжуватимуть нововведення у валютній політиці та часовий супровід запровадження цих нововведень.

Отже, у якості дорожньої карти валютної політики НБУ, яка зображена схематично у схемі 3.1, вбачаємо структурне реформування економіки України, удосконалення валютного законодавства шляхом регламентування активності НБУ, переходу до режиму керованого валютного плавання на період проведення структурних реформ та подальшої стабілізації економіки із використанням валютних інтервенцій як засобу реалізації валютної політики в контексті забезпечення довіри населення до центрального банку України як регулятора шляхом ревальвації національної валюти (у разі наявності можливості на валютному ринку) та послідовності й узгодженості дій НБУ.

МОЖЛИВІ РИЗИКИ ТА ТРУДНОЦІ ПРИ ПРОВЕДЕННІ ЗАПРОПОНОВАНОЇ ВАЛЮТНОЇ ПОЛІТИКИ



ПРОПОЗИЦІЇ ЩОДО ЧАСОВИХ РАМОК ЗАПРОПОНОВАНОЇ ВАЛЮТНОЇ ПОЛІТИКИ

Схема 3.1. Дорожня карта валютної політики НБУ

Джерело: розроблено автором

ВИСНОВКИ

За результатами проведеного дослідження у даній роботі та аналізу теоретичної сутності та складових валютної політики ми визначаємо останню як підсистему загальноекономічної політики, що є сукупністю скоординованих дій побудованих за відповідними принципами та спрямована на досягнення стратегічних та тактичних цілей за допомогою попередньо визначених засобів у сфері валютних відносин та вирішення окремих завдань. Головним суб'єктом реалізації валютної політики на державному рівні є центральний банк, який упорядковано формує валютну політику в межах грошово-кредитної та слідкує за її актуальністю для держави на конкретний період, аналізуючи чималу сукупність факторів та одночасно прогнозуючи альтернативні варіанти подальшого розвитку подій.

До основних цілей валютної політики як частини монетарної відносяться підтримання контрольованого рівня інфляції, забезпечення зовнішньої стійкості національної валюти, збереження рівноваги платіжного балансу, сприяння високому рівню зайнятості населення, стабільність курсу національної валюти та забезпечення її конвертованості, регулювання валютного ринку, забезпечення надійних джерел надходження валютної виручки, захист національних та іноземних інвестицій у країні, регулювання валютних операцій резидентів та нерезидентів країни тощо. Забезпечення реалізації таких цілей відбувається завдяки валютному регулюванню, контролю та міжнародному валютно-фінансовому співробітництву.

НБУ в якості інструментів реалізації валютної політики найбільш активно використовує валютні інтервенції та менеджмент ЗВР поступово відходячи від валютних обмежень, але не відмовляючись від них. Так, 21.06.2018 було прийнято Закон України «Про валюту та валютні операції», що має лібералізаційний характер з відсилкою щодо можливості застосування НБУ

валютних обмежень у разі такої необхідності. До основних пунктів лібералізаційної спрямованості увійшли наступні:

- скасування індивідуальних ліцензій;
- скасування обов'язкової реєстрації в НБУ залучених від нерезидентів кредитів;
- скасування граничного 180-денного строку розрахунків за зовнішньоекономічними операціями і санкцій;
- надання можливості розміщувати валюту на валютних рахунках закордонних банків і вільно переводити її на рахунки в національні банки;
- зняття валютного контролю для операцій, які не перевищують 150 тис. грн.

З 2015 р. Україна перейшла до режиму вільного плавання. Відповідно до Стратегії валютних інтервенцій на 2016-2020 рр. НБУ застосовує валютні інтервенції в контексті плаваючого валютного режиму для згладжування волатильності курсу, не впливаючи на ринкову вартість гривні. Така політика обумовлена проведеними раніше дослідженнями, за результатами яких було виявлено, що помірна волатильність несе менший ризик щодо негативних очікувань населення, ніж зовсім низька (до 3%) та висока (більше 16%). Валютні інтервенції НБУ переважають у частині купівлі валюти, що обумовлено ціллю НБУ нагромадити ЗВР. Однак пріоритетною ціллю валютної політики України так само як і Швейцарії та Сінгапуру в контексті грошово-кредитної є забезпечення стабільності цін.

Достатність ЗВР за критерієм покриття тримісячного імпорту не виконувалось станом на кінець 2013 р. та 2014 р., інші роки розглянутого періоду (2008-2018 рр.) відповідали такому критерію, однак на граничному рівні. Абсолютні значення ЗВР на кінець 2008 р. у порівнянні із жовтнем 2018 р.

зменшились майже вдвічі. При цьому структура ЗВР значно змінилась в частках цінних паперів та реальної валюти – валюта та депозити зменшились на 35%, що ми розглядаємо як негативне явище, оскільки зменшуються безпосередні розрахункові можливості держави та база для проведення валютних інтервенцій. Звісно, в подальшому планується звести їх до мінімуму, однак це можливо лише за умови розбудови економіки та функціонування ринкових механізмів. Відтак, перед Україною стоїть питання активізації суб'єктів економіки як національних, так й іноземних. Враховуючи непривабливість економіки України для іноземних інвесторів перед державою виникає необхідність покращення інвестиційного клімату (Україна посідає 76 місце із 190 у рейтингу Doing Business 2018).

Було виявлено залежність ЗВР України від ряду факторів: темпів приросту ВВП, валютного курсу гривні, зовнішнього державного та гарантованого боргу державою, світових цін на нафту та об'ємів експорту України; на основі отриманих результатів було побудовано модель, що є економічно адекватною за розрахунком середньої похибки апроксимації та критерієм Фішера. Кореляція між досліджуваними чинниками та ЗВР складає 0,92.

У зв'язку із результатами проведеного дослідження було висловлено пропозиції щодо переходу до режиму керованого плавання, конкретизації валютного законодавства, що виявляється у чіткому окресленні дій НБУ за конкретних умов та розгляд питання щодо включення до валютного складу ЗВР сінгапурського долара та швейцарського франка як валют із найменшим середньоквадратичним відхиленням. Враховуючи валютну структуру експортно-імпорتنних операцій та зовнішнього боргу України найбільш підходящою є пропозиція щодо формування валютного портфеля із долара США та Сінгапуру із поступовим скороченням долара США та збільшенням частки сінгапурського долара, що пояснюється зменшенням ризику знецінення портфеля валют при збільшенні частки сінгапурського долара. Окремим варіантом є включення до валютного складу ЗВР трьох валют, що потребує подальшого дослідження.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Бездітко Ю. М., Мануйленко О. О., Стасюк Г. А. Валютне регулювання: навч. посіб. — Херсон : ОЛДІ-плюс, 2009. — 272 с
2. 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
3. Белінська Я. Валютний механізм і принципи його структурування / Белінська Я. // Економіка України. - 2006. - № 5. - С. 19-27.
4. Береславська О. І. Теоретичні засади формування механізму валютного регулювання / О. І. Береславська // Науковий вісник Національного університету ДПС України (ек
5. Береславська О.І. Валютна політика України: теорія та практика : [монографія] / О.І. Береславська. — Ірпінь : Нац. ун-т ДПС України, 2010. — 330 с.
6. Бідник Н.Б. Валютне регулювання та валютний контроль / Н.Б. Бідник // Управління національним господарством. - Нац. ун-тет "Львівська політехніка" - 2012 р. - с.189-194.
7. Бодрова Н. Е. Теоретичні аспекти управління валютними інтервенціями центральним банком / Н. Е. Бодрова // Вісник Університету банківської справи Національного банку України. - 2014. - № 3. - С. 87-90. - Режим доступу: http://nbuv.gov.ua/UJRN/VUbsNbU_2014_3_21.
8. Боринець С. Я. Міжнародні валютно-фінансові відносини: Підручник. — 5-те вид., перероб. і доп. — К. : Знання, 2008. — 582 с. — (Київському національному університету імені Тараса Шевченка – 175 років).

9. Бугай М. В. Правовий статус МВФ та його співпраця із державами-членами / М. В. Бугай // Молодий вчений. - 2016. - № 9. - С. 250-253. - Режим доступу: http://nbuv.gov.ua/UJRN/molv_2016_9_57.
10. Веріга Г.В. Механізми регулювання валютного ринку та аналіз ефективності їх інструментів/ Economic Annals-XXI (2015) - 9-10 - с. 68-72
11. Гроші та кредит : [підручник] / А.М. Мороз, М.Ф. Пуховкіна, М.І. Савлук та ін. ; за ред. д-ра екон. наук, проф. А.М. Мороза і канд. екон. наук, доц. М.Ф. Пуховкіної. – К. : КНЕУ, 2005. – 556 с.
12. Груй А. Застосування валютних інтервенцій як додаткового інструменту за режиму інфляційного таргетування: приклад України / А. Груй, В. Лепушинський // Вісник Національного банку України. - 2016. - № 238. - С. 41-59. - Режим доступу: http://nbuv.gov.ua/UJRN/Vnbu_2016_238_5.
13. Дзюблюк О. В. Валютна політика як фактор макроекономічної стабілізації / О. В. Дзюблюк // Фінанси України. - 2016. - № 11. - С. 33-51. - Режим доступу: http://nbuv.gov.ua/UJRN/Fu_2016_11_6.
14. Дзюблюк О.В. Валютна політика : [підручник] / О.В. Дзюблюк. – К. : Знання, 2007. – 422 с
15. Дзюблюк, О. Ефективність управління офіційними золотовалютними резервами / О. Дзюблюк // Збірник тез доповідей Всеукраїнської наукової інтернет-конференції «Перспективи розвитку банківської системи у глобальному фінансовому середовищі» – Тернопіль: ТНЕУ, 2016. – с. 21-26.
16. Жмурко Н. В. Критерії визначення необхідного обсягу золотовалютних резервів держави / Н. В. Жмурко // Актуальні проблеми розвитку економіки України : науковий збірник / [за ред. І. Г. Ткачук]. – Івано-Франківськ : Вид-во Прикарпатського національного університету імені Василя Стефаника, 2012. – Вип. 8. – Т. 2. – С. 108–116

17. Журавка Ф.О. Вплив девізної політики Національного банку України на обмінний курс гривні / Ф.О. Журавка // Актуальні проблеми економіки. – 2008. – № 5(83). – С. 154–160.
18. Журба О.М. Теоретичні підходи до визначення сутності валютно-курсової політики / О. М. Журба // Науковий вісник Ужгородського національного університету. Серія : Міжнародні економічні відносини та світове господарство. - 2016. - Вип. 9. - С. 59-62. - Режим доступу: http://nbuv.gov.ua/UJRN/Nvuumevcg_2016_9_15
19. Закон "Про валюту": Плюси і мінуси валютної лібералізації / Електронний ресурс // Режим доступу: <https://ua.112.ua/statji/zakon-pro-valiutu-pliusy-i-minusy-valiutnoi-liberalizatsii-451502.html>.
20. Клименко, О. М. Сучасні процеси курсоутворення в Україні / О. М. Клименко, Г. А. Матвієнко // Вісник Приазовського державного технічного університету : зб. наукових праць / ПДТУ. – Маріуполь, 2016. – Вип. 31, Т. 1. – С. 119–124. – (Серія : Економічні науки).
21. Колосова В.П. Вплив міжнародних фінансових організацій на економічний розвиток країни: питання теорії / В.П. Колосова // Наук. журн. "Економіка України" - 2016. - №12(661) - с.61-71.
22. Кораблін С. Валютна лібералізація по-українськи : втеча від реформ [Електронний ресурс] / С. Кораблін // Дзеркало тижня. - 2017. - № 13. - Режим доступу : http://gazeta.dt.ua/macrolevel/valyutna-liberalizaciya-ro-ukrayinski-vtecha-vid-reform-239047_.html.
23. Косова Т. Д. Центральний банк і грошово-кредитна політика. Навч. посіб./ За ред. Косової Т. Д., Папаїки О. О. – К.: Центр учбової літератури, 2011. – 328 с.
24. Крашенинников В.М. Валютное регулирование и валютный контроль : учебник / В. М. Крашенинников, В.В. Наумов, В. Д. Вагин [и

др.] ; под ред. М. В. Крашенинникова. - М. : Экономистъ, 2005. - 399 с. : ил., табл. - Библиогр.: с. 324-328.

25. Кузнецова А. Я. Концептуальні засади формування механізму валютного регулювання в Україні / А. Я. Кузнецова, Н. О. Місяць // Бізнес-Інформ. – 2017. – № 9. – С. 215–220.

26. Лизун М. Валютні союзи: ретроспективні та сучасні форми / М. Лизун, І. Ліщинський // Економічний простір. — 2017. — No. 118. — С. 47–60.

27. Маслій Н.Д., Костолонова Л.В., Фі Т.Х. Інструменти реалізації валютної політики/ Маслій Н.Д. // Фінансові аспекти розвитку держави, регіонів та суб'єктів господарювання: сучасний стан та перспективи. - 2017 - с.253-255.

28. Матросова, Л. М. Проблеми регулювання валютної сфери України та можливі шляхи їх вирішення [Текст] / Л. М. Матросова // Глобальні та національні проблеми економіки. – 2017. – № 18. – С. 468- 473.

29. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения: учебник / Под ред. Л. Н. Красавиной. — 3-е изд., перераб. и доп. — М. : Финансы и статистика, 2007. — 576 с.: ил

30. Мироненко Г. В. Інструменти валютної політики в системі регулювання дисбалансу зовнішніх платежів / Г. В. Мироненко // Технологический аудит и резервы производства. - 2014. - № 3(3). - С. 54-57. - Режим доступа: http://nbuv.gov.ua/UJRN/Tatrv_2014_3.

31. Місяць Н. О. Щодо деяких теоретичних засад валютного регулювання / Н. О. Місяць // Фінансовий простір. - 2015. - № 1. - С. 196-203. - Режим доступа: http://nbuv.gov.ua/UJRN/Fin_pr_2015_1_27.

32. Науменкова С.В. Ринок фінансових послуг: Навч. посіб. Рекомендовано МОН / Науменкова С.В., Міщенко С.В. — К., 2010. — 532 с.
33. Офіційний сайт Європейського центрального банку [Електронний ресурс]. - Режим доступу: www.ecb.europa.eu
34. Офіційний сайт Монетарного органу Сінгапуру [Електронний ресурс]. - Режим доступу: www.mas.gov.sg
35. Офіційний сайт Національного банку Швейцарії [Електронний ресурс]. - Режим доступу: www.snb.ch
36. Офіційний сайт НБУ [Електронний ресурс]. - Режим доступу: www.gov.ua
37. Про валюту і валютні операції. Закон України від 21.06.2018 р. [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/15-93>.
38. Про врегулювання ситуації на грошово-кредитному та валютному ринках України. Постанова Правління НБУ №410 від 13.12.2016 ред. від 20.08.2018 [Електронний ресурс]. Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/v0410500-16>
39. Про заходи щодо лібералізації валютного ринку України: 93 Постанова Правління Національного банку України від 16 травня 1995 р. № 119. [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <http://www.zakon.rada.gov.ua>
40. Про систему валютного регулювання і валютного контролю. Декрет КМУ України від 01.09.02.1993 № 15-93 (Редакція від 1 1.08.2013). - [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/15-93>.

41. Про Стратегію монетарної політики Національного банку України. Рішення Ради НБУ №37-рд від 13.07.2018 [Електронний ресурс]. Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/vr037500-18#n11>
42. Ринейська Л.С. Співробітництво України з міжнародними фінансовими організаціями в умовах інтеграції у світовий економічний простір [Електронний ресурс] / Л.С. Ринейська // Ефективна економіка : електрон. наук. фах. вид. - 2017. - №5. - Режим доступу до журналу <http://www.economy.nayka.com.ua/>.
43. Рябініна Л. М. Термінологія та її значення в теорії і практиці економічних відносин / Л. М. Рябініна // «Економіка України». — 2014. — № 2 (627). — С. 16–28.
44. Рягузова Н.О. Формування золотовалютних резервів України у сучасних умовах // Стратегії розвитку фінансового ринку України: зб. наук. ст. студ. денної форми навчання // відп. ред. Н.П. Шульга. – К: Київ. нац. торг.-екон. Ун-т, 2018. – 365 с.
45. Савельєв Є., Віталіна Куриляк Валютнокурсова політика України: сучасні тенденції а вибір валютного курсу / Є. Савельєв // Журнал європейської економіки. - 2016. - Том 15 (№4) - с. 424-444.
46. Сіску Т. Валютні режими і валютнокурсова політика України у вимірах «благословенної» і «неблагословенної» трійці / Томас Сіску, Євген Савельєв // Журнал європейської економіки. – 2016. – № 2.
47. Сороківська З. Зарубіжний досвід реалізації валютної політики в контексті забезпечення макроекономічної стабільності //Українська наука: минуле, сучасне, майбутнє - № 18. - с. 144-153
48. Сотник О. Валютна лібералізація чи посилення регулятора [Електронний ресурс]. Режим доступу: <https://biz.nv.ua/ukr/experts/sotnyk/valjutna-liberalizatsija-chi-posilennja-rehuljatora-2464576.html>

49. Степанюк Є. Валютна лібералізація в Україні: що швидше, то краще? [Електронний ресурс]. Режим доступу: https://dt.ua/macrolevel/valyutna-liberalizaciya-v-ukrayini-scho-shvidshe-to-krasche-270306_.html.
50. Стратегія валютних інтервенцій на 2016-2020 рр. Рішення Правління НБУ №261-рш від 06.09.2016 [Електронний ресурс]. Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=38081080>
51. Суторміна А. М. Особливості використання адміністративних інструментів валютного регулювання / А. М. Суторміна // Глобальні та національні проблеми економіки. – 2015. – № 3. – С. 795–800.
52. Фарина О. (2016). Нелінійний ефект перенесення обмінного курсу на внутрішні ціни в Україні. Вісник Національного Банку України. № 236, С. 32-45.
53. Шелудько С. А. Валютна політика, регулювання та контроль у їх взаємозв'язку та відмінностях / С. А. Шелудько // Економічні студії. – 2016. – № 5 (09). – С. 120-124.
54. Шелудько С. А. Взаємозв'язок та відмінності валютної політики і валютного регулювання / С. А. Шелудько // Проблеми забезпечення ефективного функціонування та стабільного розвитку банківської системи України: Тези доповідей учасників V науково-практичної конференції студентів, аспірантів та молодих вчених. – Київ: УБС НБУ, 2015. – С. 94-96.
55. Шемет Т. С. Міжнародні розрахунки та валютні операції: навч. посіб. / Т. С. Шемет, А. М. Коряк, О. М. Діба; за заг. ред. канд. екон. наук, доц. Т. С. Шемет. — К. : КНЕУ, 2009. — 348 с.
56. Шпенюк О. Досвід використання валютно-курсової політики як інструменту впливу на національну конкурентоспроможність у країнах, що розвиваються / О. Шпенюк // Вісник Національного банку України. - 2015. - № 4. - С. 48-55. - Режим доступу: http://nbuv.gov.ua/UJRN/Vnbu_2015_4_17.

57. Щетинін А.І. Гроші та кредит: Підручник. Видання 4-те, перероблене та доповнене. Щетинін А. І. — К.: Центр учбової літератури, 2010. — 440 с.
58. Юрчишин В. Глобальний контекст валютної політики і напрями посилення стійкості національної грошової одиниці в Україні / Василь Юрчишин // Сучасна валютна політика та особливості її реалізації в Україні. — К., 2016. — С. 35.
59. Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER database) [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <http://www.imf.org/external/error.htm?URL=http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/cofer.pdf>
60. Currency Converter - Режим доступу: <https://www.currency-converter.org.uk/currency-rates/historical/table/CHF-EUR.html>
61. Doing Business 2018 Annual report. [Електронний ресурс] Режим доступу: <http://www.doingbusiness.org/content/dam/doingBusiness/media/Annual-Reports/English/DB2018-Full-Report.pdf>
62. International Financial Statistics and World Economic Outlook. [Електронний ресурс]. - Mode of access: <http://www.imf.org>.
63. OPEC crude oil price from 1960 to 2018 (in U.S. dollars per barrel) - average annual. [Електронний ресурс]. - Mode of access: <https://www.statista.com/statistics/262858/change-in-opec-crude-oil-prices-since-1960/>
64. Офіційний сайт Міністерства фінансів України. [Електронний ресурс]. Режим доступу: <http://www.minfin.gov.ua/>.