

**МІНІСТЕРСТВО ФІНАНСІВ УКРАЇНИ
ДЕРЖАВНИЙ ПОДАТКОВИЙ УНІВЕРСИТЕТ**

Кваліфікаційна наукова
праця на правах рукопису

ЛЕСНІК ТЕТЯНА МИКОЛАЇВНА

УДК 336.743 (477)

**ДИСЕРТАЦІЯ
ВПЛИВ ФІНАНСОВОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ НА ВАЛЮТНИЙ РИНОК
УКРАЇНИ**

Спеціальність 072 – Фінанси, банківська справа та страхування

Подається на здобуття наукового ступеня доктора філософії
Дисертація містить результати власних досліджень. Використання ідей,
результатів і текстів інших авторів мають посилання на відповідне джерело

_____ Т. М. Леснік

Науковий керівник: Береславська Олена Іванівна, доктор економічних наук,
професор

Ірпінь – 2023

АНОТАЦІЯ

Леснік Т. М. Вплив фінансової нестабільності на валютний ринок України. – Кваліфікаційна наукова праця на правах рукопису.

Дисертація на здобуття наукового ступеня доктора філософії за спеціальністю 072 «Фінанси, банківська справа та страхування». – Державний податковий Університет, Ірпінь, 2023.

Дисертаційна робота присвячена поглибленню теоретичних засад впливу фінансової нестабільності на валютний ринок та розробці науково-методичних підходів і практичних рекомендацій щодо підвищення ефективності регулювання валютного ринку України в умовах фінансової нестабільності.

За результатом узагальнення наукових підходів щодо визначення «фінансової нестабільності», удосконалено поняття «фінансова нестабільність» на основі доповнення його наступними ознаками: «ризики погіршення показників» та «нездатність фінансових установ погашати свої зобов'язання». Це дало змогу трактувати поняття фінансової нестабільності як ситуації, яка провокує та суттєво підвищує ризики погіршення показників діяльності реального сектора економіки або таке погіршення вже сталося через надмірну волатильність на фінансових ринках і нездатність фінансових установ своєчасно і в повному обсязі погашати свої зобов'язання. Нами виділено наступні причини, які провокують фінансову нестабільність: надмірна волатильність фінансових ринків; асиметричність інформації; погіршення банківських балансів; політична нестабільність; інституційна слабкість фінансових ринків; розвиток інноваційної економіки, яка створює нові ризики, неконтрольовані учасниками ринку.

Узагальнено і систематизовано існуючі теоретичні концепції щодо вихідних категорій валютного ринку, що дозволило розкрити економічний зміст та функціональне призначення валютного ринку. Удосконалено теоретичний підхід до структурування валютного ринку, який ґрунтується на теорії інституціоналізму і враховує специфічні ознаки валютного ринку. Це дало змогу: 1) визначити та

класифікувати інституційні одиниці формування валютного ринку; 2) представити валютний ринок як сукупність інституційних одиниць та фізичних/юридичних осіб, між якими виникають економічні відносини щодо здійснення широкого кола операцій з валютними цінностями; 3) виокремити чотири базові зміни, що відбуваються на валютному ринку: інституційні зміни; інституційні перетворення; інституційні деформації, інституційні трансформації.

У роботі систематизовано послідовність впливу фінансової нестабільності на валютний ринок, а також виявлено прямий та зворотній зв'язок фінансової нестабільності та дисбалансів валютного ринку. Фінансова нестабільність, зокрема нестабільність фінансових ринків та макроекономічних показників з досить коротким часовим лагом призводять до надмірної волатильності валютного курсу, а девальвація національної валюти провокує фінансову нестабільність, яка проявляється через фінансову або банківську кризи. І навпаки, порушення стабільної роботи валютного ринку та ліквідація великої кількості банків призвели до фінансової нестабільності. Ланцюгова реакція відбувається наступним чином: девальвація гривні тягне за собою зниження інвестиційної привабливості країни та її фінансових ринків, кредитна заборгованість в банках у перерахунку на іноземну валюту зростає, також відбувається зростання рівня інфляції, імпорتنі товари дорожчають, внутрішнє споживання та реальний ВВП скорочується, негативне сальдо платіжного балансу зростає. Здійснено аналіз ймовірного впливу кризи заборгованості приватних осіб на валютний ринок та визначено схеми впливу припливу капіталу до країни і відпливу капіталу на валютний ринок.

Обґрунтовано авторську дефініцію поняття «валютної безпеки» як стану валютної системи, що забезпечує ефективне виконання валютним ринком своїх функцій, а також підтримання стабільності національної валюти та виконання міжнародних зобов'язань перед країнами-кредиторами. Розраховано інтегральний індекс валютної безпеки за 2008 - 2022 рр. відповідно до «Методичних рекомендацій щодо розрахунку рівня економічної безпеки України» та зроблено опис динаміки показників для кожного індикатора валютної безпеки. Надано рекомендації для покращення ситуації на валютному ринку.

Проаналізовано показники, за допомогою яких можна визначати ймовірність настання валютної нестабільності та досліджено, що ймовірність настання нестабільності, спричинена зовнішніми ринками можна передбачати на основі таких показників: дефіцит торгового балансу/ВВП, дефіцит рахунку поточних операцій/ВВП, а ось нестабільність на внутрішньому валютному ринку – на основі обсягу міжнародних резервів/грошової маси M2 та обсягу короткострокового зовнішнього боргу/міжнародних резервів.

Здійснено кореляційно-регресійний аналіз за допомогою багатофакторної регресії для визначення впливу макроекономічних показників на валютний ринок. Розраховано обсяг впливу капіталу з країни за 2014 - 2022 рр. за методикою Світового банку та на основі розрахунку проаналізували динаміку впливу капіталу та зміни валютного курсу. Визначено, що вплив капіталу під час фінансових криз передусь девальвації гривні з огляду на різні причини, як внутрішні, так і зовнішні.

На основі аналізу сучасної практики регулювання валютного ринку встановлено, що відмінності у механізмах їх регулювання ґрунтуються на базисі закономірностей курсоутворення та виявлено, що: національна валюта практично не реагує на динаміку облікової ставки центрального банку, особливо в умовах виникнення фінансової кризи. Низька ефективність процентної політики в Україні обумовлюється частковою конвертованістю національної валюти, відсутністю розвинутого валютного та фондового ринку. Валютні інтервенції показують свою ефективність як при фіксованому валютному курсі для втримання курсу на певному рівні, так і при плаваючому; міжнародні резерви під час досліджених криз показали свою не достатність, що потребувало направлення валютної політики на їх збільшення та розумну диверсифікацію.

Одним із основних напрямів підвищення ефективності валютного регулювання в умовах фінансової нестабільності є посилення транспарентності та забезпечення реальної незалежності НБУ. Виходячи з дослідженого, нами визначено, що для посилення транспарентності слід дотримуватися наступної рекомендації: на регулярній основі варто звітувати перед населенням і урядом з

інформацією щодо дотримання цілей монетарної політики з порівнянням планових та фактичних показників та з припущенням причини, чому конкретний показник не досягнув планового показника. Для забезпечення реальної незалежності НБУ нами запропоновано до чинного законодавства з валютного регулювання додати такі нові норми: (1) здійснити чіткий розподіл повноважень НБУ та уряду щодо формування валютно-курсової політики, валютного регулювання та валютного контролю; (2) надати НБУ права «швидкого реагування», тобто можливості швидко реагувати за допомогою інструментів валютного регулювання щодо операцій, пов'язаних з рухом фінансового капіталу; а також забезпечення гарантій політичної незалежності та введення обмежень на кредитування уряду, затверджених документально, а не формально.

В результаті дослідження доведено, що на рівень валютної безпеки в Україні мають вплив: рух капіталу, від'ємне сальдо торговельного балансу, достатній рівень міжнародних резервів, доларизація економіки, високий рівень державної заборгованості, відсутність елементів протекціоністської політики. Запропоновано ряд заходів для забезпечення належного рівня валютної безпеки. Обґрунтовано доцільність запровадження нового показника для інтегральної оцінки валютної безпеки України: співвідношення державного та гарантованого державою боргу до ВВП, що дасть змогу достовірніше розрахувати рівень валютної безпеки. Запропонований показник має тісний стохастичний зв'язок з валютним курсом і за умови його використання з існуючими індикаторами розрахунку валютної безпеки дозволить виявити негативні сигнали щодо зниження рівня валютної безпеки.

Обґрунтовано доцільність додати до класифікації інструментів валютного регулювання новий інструмент валютного регулювання, а саме «регулювання режиму валютного курсу», оскільки в малих економіках не можливе ефективне інфляційне таргетування без контролю за коливанням валютного курсу. Це обґрунтовано тим, що на практиці забезпечення стабільності національної грошової одиниці не суперечить політиці інфляційного таргетування, а рівновага платіжного балансу з використанням валютних інтервенцій для забезпечення стабільності національної валюти дозволяє легше досягнути інфляційного таргету.

У процесі дослідження нами запропоновано алгоритм дій для завчасного виявлення кризових явищ на валютному ринку України та подальші дії щодо валютного регулювання. На наш погляд, запропоновані аспекти валютного регулювання в умовах фінансової нестабільності здатні суттєво підвищити його ефективність та сприятимуть зменшенню негативного впливу фінансової нестабільності.

Ключові слова: валютний ринок, валютна безпека, фінансова нестабільність, регулювання валютного ринку, фінансова криза, валютний курс, міжнародні резерви, доларизація, державний борг, інфляція, Національний банк України, центральний банк, інструменти валютного регулювання, сальдо платіжного балансу.

ABSTRACT

Lesnik T. M. The impact of financial instability on the currency market of Ukraine. - Qualified scientific work on the rights of the manuscript.

The dissertation for Academic Degree of Doctor of Philosophy in the specialty 072 «Finance, Banking and Insurance». – State Tax University, Irpin, 2023.

The dissertation is devoted to deepening the theoretical foundations of the influence of financial instability on the currency market and the development of scientific and methodological approaches and practical recommendations for increasing the effectiveness of regulating the currency market of Ukraine in conditions of financial instability.

According to the result of the generalization of scientific approaches to the definition of «financial instability», the concept of «financial instability» has been improved on the basis of supplementing it with the following features: «risks of deterioration of indicators» and «inability of financial institutions to repay their obligations». This made it possible to interpret the concept of financial instability as a situation that provokes and significantly increases the risks of deterioration of the performance indicators of the real sector of the economy or such deterioration has already occurred due to excessive volatility in financial markets and the inability of financial institutions to repay their obligations in a timely manner and in full. It was highlighted the following reasons that provoke financial instability: excessive volatility of financial markets; information asymmetry; deterioration of bank balances; political instability; institutional weakness of financial markets; the development of an innovative economy that creates new risks beyond the control of market participants.

The existing theoretical concepts regarding the initial categories of the currency market were generalized and systematized, which made it possible to reveal the economic meaning and functional purpose of the currency market. The theoretical approach to the structuring of the currency market, which is based on the theory of institutionalism and takes into account the specific features of the currency market, has been improved. This made it possible to: 1) define and classify institutional units of currency market formation;

2) present the currency market as a set of institutional units and natural/legal entities between which economic relations arise regarding the implementation of a wide range of operations with currency values; 3) distinguish four basic changes taking place in the currency market: institutional changes; institutional conversions; institutional deformations, institutional transformations.

The paper systematizes the sequence of the impact of financial instability on the currency market, and also reveals the direct and inverse relationship between financial instability and currency market imbalances. Financial instability, in particular the instability of financial markets and macroeconomic indicators with a fairly short time lag, lead to excessive volatility of the exchange rate, and the devaluation of the national currency provokes financial instability, which manifests itself through financial or banking crises. Conversely, the disruption of the stable operation of the currency market and the liquidation of a large number of banks led to financial instability. The chain reaction occurs as follows: the devaluation of the hryvnia entails a decrease in the investment attractiveness of the country and its financial markets, credit debt in banks in foreign currency increases, the inflation rate also increases, imported goods become more expensive, domestic consumption and real GDP decrease, the negative balance of payments is growing. An analysis of the likely impact of the debt crisis of private individuals on the currency market was carried out, and the schemes of the influence of capital inflows to the country and capital outflows on the currency market were determined.

The author's definition of the concept of currency security as a state of the currency system, which ensures the effective performance of its functions by the currency market, as well as maintenance of the stability of the national currency and the fulfillment of international obligations to creditor countries, is substantiated. The integral currency security index for 2008 - 2022 was calculated in accordance with the «Methodical recommendations for calculating the level of economic security of Ukraine» and it was made a description of the dynamics of indicators for each currency security indicator. Recommendations are provided to improve the situation on the currency market.

Indicators that can be used to determine the probability of currency instability have been analyzed, and it has been investigated that the probability of instability caused by external markets can be predicted based on the following indicators: trade balance/GDP deficit, current account deficit/GDP, and instability in the domestic currency market – based on the amount of international reserves/money supply M2 and the amount of short-term foreign debt/international reserves.

A correlation-regression analysis was carried out using multifactorial regression to determine the impact of macroeconomic indicators on the currency market. The volume of capital outflow from the country for 2014-2022 was calculated according to the World Bank methodology. Based on the calculation it was analyzed the dynamics of capital outflow and exchange rate changes. It was determined that capital outflow during financial crises precedes devaluation of the hryvnia due to various reasons, both internal and external.

Based on the analysis of the current practice of currency market regulation, it was determined that the differences in the mechanisms of their regulation are based on the basis of the laws of exchange rate formation and it was found that: the national currency practically does not react to the dynamics of the central bank's discount rate, especially in the conditions of a financial crisis. The low effectiveness of interest policy in Ukraine is caused by the partial convertibility of the national currency, the lack of a developed currency and stock market. Currency interventions show their effectiveness both with a fixed exchange rate to maintain the exchange rate at a certain level, and with a floating one; international reserves during the studied crises showed their insufficiency, which required the direction of monetary policy to increase them and reasonable diversification.

One of the main directions of increasing the effectiveness of currency regulation in financial instability is to increase transparency and ensure the real independence of the NBU. Based on the research, we determined that in order to increase transparency, the following recommendation should be followed: on a regular basis, it is necessary to report to the people and the government with information on compliance with the goals of monetary policy, with a comparison of planned and actual indicators and with an assumption of the reason why a specific indicator did not reach the planned indicator. In

order to ensure the real independence of the NBU, we propose to introduce the following new norms into the current legislation on currency regulation: (1) implement a clear division of powers of the NBU and the government regarding the formation of currency and exchange rate policy, currency regulation and currency control; (2) grant the NBU the right of «quick response», i.e., the ability to quickly respond with the help of currency regulation tools regarding operations related to the movement of financial capital; as well as the provision of guarantees of political independence and the introduction of restrictions on lending to the government, approved by documents, not formally.

As a result of the research, it was proved that the level of currency security in Ukraine is influenced by: a movement of capital, a negative trade balance, a sufficient level of international reserves, a dollarization of the economy, a high level of public debt, and an absence of elements of protectionist policy. A number of measures have been proposed to ensure an adequate level of currency security.

We substantiated the expediency of introducing a new indicator for the integral assessment of currency security of Ukraine: the ratio of state and state-guaranteed debt to GDP, which will make it possible to more reliably calculate the level of currency security. The proposed indicator has a close stochastic connection with the exchange rate and, provided it is used with existing indicators of currency security calculation, it will allow to detect negative signals regarding a decrease in the level of currency security.

The expediency of introducing a new instrument of currency regulation into the classification of currency regulation instruments, namely «regulation of the exchange rate regime», is justified, since effective inflation targeting is not possible in small economies without control over exchange rate fluctuations. This is justified by the fact that, in practice, ensuring the stability of the national currency does not contradict the policy of inflation targeting, and the balance of payments with the use of currency interventions to ensure the stability of the national currency makes it easier to achieve the inflation target.

In the process of research, we proposed an action algorithm for the early detection of crisis phenomena on the currency market of Ukraine and further actions regarding currency regulation. In our opinion, the proposed aspects of currency regulation in

conditions of financial instability can significantly increase its effectiveness and will contribute to reducing the negative impact of financial instability.

Key words: currency market, currency security, financial instability, currency market regulation, financial crisis, exchange rate, international reserves, dollarization, public debt, inflation, National Bank of Ukraine, central bank, instruments of currency regulation, balance of payments balance.

СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ

У наукових фахових виданнях України, які входять до міжнародних наукометричних баз:

1. Береславська О. І., Леснік Т. М. Інституційне середовище валютного ринку України та його еволюційний розвиток. *Збірник наукових праць Державного податкового університету: електронне наукове видання*. № 1. 2022. с. 57-75. DOI: <https://doi.org/10.33244/2617-5940.1.2022.57-75>. URL: <https://ojs.dpu.edu.ua/index.php/dpujournal/article/view/4> (0,75 д. а., особисто автору належить 0,5 д. а.: визначено інституційні основи формування валютного ринку та проаналізовано становлення валютного ринку України, на основі цього виділено сім етапів становлення валютного ринку України).
2. Леснік Т. М. Вплив макроекономічних показників на курс національної валюти: регресійний аналіз. *Науковий вісник Мукачівського державного університету. Серія «Економіка»*. 2017. Випуск 2. с. 177-182. URL: [https://economics-msu.com.ua/web/uploads/pdf/Scientific%20Bulletin%20of%20MSU.%20Series%20Economics_2017_Issue_2\(8\)_177-182.pdf](https://economics-msu.com.ua/web/uploads/pdf/Scientific%20Bulletin%20of%20MSU.%20Series%20Economics_2017_Issue_2(8)_177-182.pdf) (0,5 д. а.).
3. Леснік Т. М. Оцінка стану валютної безпеки України. *Збірник наукових праць Університету державної фіскальної служби України: електронне наукове видання*. 2017. № 2. с. 228 – 241. URL: <https://www.nusta.edu.ua/wp-content/uploads/2016/11/%D0%97%D0%B1%D1%96%D1%80%D0%BD%D0%B8%D0%BA-%E2%84%96-2-2017.pdf> (0,5 д. а.).
4. Леснік Т. М. Особливості регулювання валютного ринку України в період фінансових криз. *Міжнародний науковий журнал «Інтернаука». Серія «Економічні науки»*. 2023. №10. DOI: <https://doi.org/10.25313/2520-2294-2023-10-9228>. URL: <https://www.inter-nauka.com/issues/economic2023/10/9228> (0,5 д. а.).

**Публікації у збірниках матеріалів наукових та
науково-практичних конференцій:**

5. Lesnik T. M. Current issues of exchange rate regime choice of Ukraine. *Economic and Legal Development of Ukraine under Conditions of Postindustrial Society: 16th All-Ukrainian Scientific and Practical Conference for Students and Cadets.* University of State Fiscal Service of Ukraine, 2017, p. 49-51. (0,1 д. а.).

6. Леснік Т. М. Актуальні питання вибору валютного режиму України. *Теоретична та практична концептуалізація розвитку фінансово-кредитних механізмів в умовах нової соціально-економічної реальності: збірник матеріалів Міжнародної науково-практичної конференції.* Ірпінь: Видавництво УДФСУ. 2017. с. 317-321. (0,2 д. а.).

7. Леснік Т. М. Обмінний курс гривні в системі макроекономічних показників. *Європейський вектор модернізації економіки: креативність, прозорість та сталий розвиток: збірник матеріалів X Ювілейної Міжнародної науково-практичної конференції.* Харків: ХНУБА. 2018. с. 68-71. (0,2 д. а.).

8. Леснік Т. М. Фінансова доларизація: причини та наслідки. *Фінансова система країни: тенденції та перспективи розвитку: збірник матеріалів IX Міжнародної науково-практичної інтернет-конференції.* Видавництво Національного університету «Острозька академія». 2022. с. 76-80. (0,2 д. а.).

ЗМІСТ

ВСТУП.....	4
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ДОСЛІДЖЕННЯ ВПЛИВУ ФІНАНСОВОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ НА ВАЛЮТНИЙ РИНОК	11
1.1. Поняття фінансової нестабільності та причини її виникнення	11
1.2. Інституційні засади валютного ринку та його функціональне призначення..	27
1.3. Взаємозв'язок валютного ринку та фінансової нестабільності: теоретичний аспект.....	47
Висновки до розділу 1	64
РОЗДІЛ 2. ТЕНДЕНЦІЇ ФУНКЦІОНУВАННЯ ВАЛЮТНОГО РИНКУ В УКРАЇНІ В УМОВАХ ФІНАНСОВОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ	67
2.1. Оцінка рівня валютної безпеки в умовах дисбалансів валютного ринку	67
2.2. Аналіз залежності між показниками фінансової нестабільності та функціонуванням валютного ринку	83
2.3. Специфіка регулювання валютного ринку за умов фінансової нестабільності	95
Висновки до розділу 2	112
РОЗДІЛ 3. НАПРЯМИ ПІДВИЩЕННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ ФУНКЦІОНУВАННЯ ВАЛЮТНОГО РИНКУ УКРАЇНИ В УМОВАХ ФІНАНСОВОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ.....	115
3.1. Підвищення прозорості та забезпечення реальної незалежності центрального банку	115
3.2. Формування заходів щодо посилення валютної безпеки.....	128
3.3. Удосконалення інструментарію підвищення ефективності функціонування валютного ринку.....	143
Висновки до розділу 3	153
ВИСНОВКИ	157
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	160
ДОДАТКИ.....	192

СПИСОК УМОВНИХ ПОЗНАЧЕНЬ

ВВП – валовий внутрішній продукт

ВРУ – Верховна Рада України

ІСЦ – індекс споживчих цін

КЗБ – короткостроковий зовнішній борг

КМУ – Кабінет Міністрів України

КПМ — Комітет з монетарної політики

М2 – грошовий агрегат М2

М3 – грошовий агрегат М3

МР – міжнародні резерви центрального банку

НБУ – Національний банк України

ПБ – платіжний баланс

ЦБ – центральний банк

ВСТУП

Актуальність теми дослідження. У сучасному світі фінансова нестабільність супроводжує процеси світогосподарського розвитку, що здійснює вплив на мікро- і макроекономічну динаміку ринків, зокрема й на валютний ринок України. Найвищим проявом фінансової нестабільності є фінансові кризи, які призводять до різкого погіршення фінансового стану країни. Фінансові кризи вносять свої корективи у роботу національного валютного ринку.

Фінансова нестабільність, що спостерігалася на певних етапах економічного розвитку України, спровокована кризовими явищами, а також воєнними діями та девальвацією національної грошової одиниці, викликала появу негативних явищ на вітчизняному валютному ринку, що, у свою чергу, стимулювало посилення фінансової нестабільності. Внаслідок цього унеможлилювалися заходи щодо належного забезпечення валютної безпеки. Крім цього, на валютну безпеку також має вплив державний борг України. В умовах посилення кризових явищ у світовій економіці, зумовлених кризою коронавірусу Covid-19, зростанням інфляційних процесів, відкритістю валютних ринків та їх взаємозалежністю, роль інструментарію, спрямованого на забезпечення стабільної динаміки валютного курсу та ефективної роботи валютного ринку посилюється.

Зважаючи на окреслені проблеми та недостатній обсяг наукових досліджень у вітчизняній та зарубіжній науці більш глибокого дослідження потребують питання взаємозалежного впливу фінансової нестабільності на валютний ринок України. Актуальними та малодослідженими залишаються питання впливу окремих макроекономічних показників на рівень валютної безпеки держави. Продовжують залишатися відкритими питання підсилення ефективності інструментарію Національного банку України та його транспарентності у прийнятті рішень щодо реалізації валютної політики через вітчизняний валютний ринок.

Проблематика фінансової нестабільності в системі наукових досліджень в даний час займає провідне місце. Основні аспекти даної проблеми досліджувалися

у працях зарубіжних науковців: Б. Бернанке, О. Бланшара, А. Деміргук-Кунта, Б. Айхенгріна, Р. Кабалеро, Г. Камінські, Ч. Кіндлербергера, П. Кругмана, Х. Мінські, Ф. Мишкіна, М. Обстфельда, К. Рейнхарда, А. Роуза, Д. Сакса, Дж. Стігліца, А. Торнела, Р. Фергюсона, Я. Франкеля, М. Фрацшера, М. Фрідмена, А. Шварц. Серед українських науковців дану проблему досліджували: О. Барановський, А. Гальчинський, В. Геєць, Ж. Довгань, В. Козюк, В. Міщенко, Т. Унковська та інших.

Механізми реалізації пріоритетів валютної політики в країнах, що пов'язані з управлінням валютним курсом, пошуком ефективних інструментів регулювання валютного ринку, а також теоретичні аспекти режимів валютних курсів були предметом дослідження таких відомих зарубіжних науковців, як: Б. Айхенгрін, Г. Бекаерт, П. Кругман, Р. Манделл, М. Обстфельд, Дж. Робінсон, Г. Рей, К. Рогофф, А. Роуз, Е. Фарі, Дж. Флемінг.

Серед українських науковців, чий напрацювання розкривають окремі аспекти функціонування валютного ринку, забезпечення валютної безпеки та ролі валютного регулювання в умовах фінансової нестабільності, потрібно виділити О. Барановського, Я. Белінську, О. Береславську, Є. Бублика, Г. Верігу, А. Гальчинського, О. Дзюблюка, Ю. Деркач, В. Козюка, В. Костюченко, Н. Краус.

Незважаючи на значну кількість праць, у яких містяться ґрунтовні рекомендації щодо підвищення дієвості механізмів регулювання валютного ринку, оптимізації інструментів валютного регулювання, управління міжнародними резервами, проблема пошуку ефективного інструментарію для регулювання валютного ринку в умовах фінансової нестабільності в Україні залишається нерозв'язаною.

Гостра проблема у розв'язанні наукових і практичних завдань у зменшенні негативного впливу фінансової нестабільності на валютний ринок України, визначають актуальність дисертаційного дослідження, його мету та основні завдання.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами, грантами.
Тема дисертаційного дослідження пов'язана з науково-дослідною роботою

кафедри фінансових ринків та технологій Державного податкового університету «Державні запозичення в системі публічних фінансів» (№ державної реєстрації 0121U109588). Особистий внесок автора полягає у розробці науково-методичного підходу до оцінки рівня валютної безпеки на основі доповнення новим індикатором «співвідношення державного та гарантованого державою боргу до ВВП», який показав тісний зв'язок з основними показниками валютного ринку.

Мета і завдання дослідження. Метою дисертаційної роботи є теоретичне обґрунтування та розробка науково-методичних підходів і практичних рекомендацій щодо ефективного регулювання валютного ринку України в умовах фінансової нестабільності.

Для досягнення поставленої мети було передбачено вирішення наступних завдань:

- розкрити економічний зміст фінансової нестабільності та з'ясувати причини її виникнення;
- узагальнити наукові підходи та поглибити теоретичні засади інституційної побудови валютного ринку;
- виявити зв'язок між фінансовою нестабільністю та дисбалансами валютного ринку та проаналізувати вплив фінансової нестабільності на функціонування валютного ринку;
- оцінити рівень валютної безпеки в умовах дисбалансів валютного ринку;
- удосконалити методику оцінки рівня валютної безпеки;
- обґрунтувати пропозиції і рекомендації щодо підвищення прозорості та незалежності Національного банку України;
- удосконалити інструменти валютного регулювання для підвищення ефективності функціонування валютного ринку в умовах фінансової нестабільності.

Об'єктом дослідження є валютний ринок в умовах фінансової нестабільності.

Предметом дослідження є теоретико-методичні підходи і практичні аспекти впливу фінансової нестабільності на валютний ринок України.

Методи дослідження. У процесі нашого дослідження та підготовці дисертаційної роботи відповідно до визначених завдань використано загальнонаукові та спеціальні методи наукового дослідження: логічного аналізу, синтезу, узагальнення та групування – при дослідженні та систематизації інструментів регулювання валютного ринку та поділу на етапи еволюції валютного ринку; наукової абстракції, індукції, дедукції, порівняльного та системного аналізу – при дослідженні сутності фінансової нестабільності, фінансових криз, валютного ринку та його інституційного середовища; системно-структурного аналізу – при дослідженні каналів впливу фінансової нестабільності на валютний ринок; аналітичної ієрархії – при визначенні інтегрального індексу валютної безпеки; аналіз часових рядів та регресійне моделювання – при визначенні впливу макроекономічних показників на валютний курс; економіко-математичного моделювання та кореляційного аналізу – при обґрунтуванні доцільності запровадження нового показника для інтегральної оцінки валютної безпеки України, статистичний та графічний – для представлення результатів дослідження.

Розрахунки здійснено з використанням програмного середовища Microsoft Excel, прикладних програм SPSS та Statgraphics.

Наукова новизна отриманих результатів. Основні результати дисертаційного дослідження, які містять елементи наукової новизни, полягають у наступному:

удосконалено:

– визначення поняття «фінансова нестабільність» на основі доповнення його наступними ознаками: «ризики погіршення показників» та «нездатність фінансових установ погашати свої зобов'язання». Це дало змогу трактувати поняття фінансової нестабільності як ситуації, яка провокує та суттєво підвищує ризики погіршення показників діяльності реального сектора економіки або таке погіршення вже сталося через надмірну волатильність на фінансових ринках і нездатність фінансових установ своєчасно і в повному обсязі погашати свої зобов'язання.

– теоретичний підхід до структурування валютного ринку, який ґрунтується на теорії інституціоналізму і враховує специфічні ознаки валютного ринку. Це дало змогу: 1) визначити та класифікувати інституційні одиниці формування валютного ринку; 2) представити валютний ринок як сукупність інституційних одиниць та фізичних/юридичних осіб, між якими виникають економічні відносини щодо здійснення широкого кола операцій з валютними цінностями; 3) виокремити чотири базові зміни, що відбуваються на валютному ринку: інституційні зміни; інституційні перетворення; інституційні деформації, інституційні трансформації.

– класифікацію інструментів валютного регулювання за рахунок доповнення переліку інструментів прямого впливу таким інструментом як «режим регулювання валютного курсу», що дозволило обґрунтувати необхідність жорсткого регулювання валютного курсу з боку НБУ при режимі інфляційного таргетування в умовах фінансової нестабільності, а також використати даний інструмент для підвищення ефективності інструментів валютного регулювання в умовах фінансової нестабільності.

набуло подальшого розвитку:

– обґрунтування прямого та зворотного впливу між фінансовою нестабільністю і дисбалансами валютного ринку на основі встановлення ланцюгових зв'язків та аналізу основних макроекономічних показників (інфляція, державний та гарантований борг, дефіцит держбюджету, ВВП) та показників валютного ринку (динаміка валютного курсу, обсяг валютних резервів НБУ). Це надасть можливість розробити заходи для попередження руйнівного впливу фінансової нестабільності на функціонування валютного ринку та формування валютного курсу.

– методика інтегральної оцінки рівня валютної безпеки на основі доповнення новим показником «співвідношення державного та гарантованого державою боргу до ВВП», який при проведенні кореляційного аналізу показав тісний зв'язок з основними показниками валютного ринку. Це дозволить з більшою достовірністю оцінювати рівень валютної безпеки.

– пропозиції щодо підвищення транспарентності Національного банку України за рахунок регулярного звітування перед суспільством про дотримання визначених цілей монетарної політики з порівнянням запланованих і фактичних показників та з поясненням причини не досягнення запланованого рівня. Це дозволить підвищити довіру до діяльності НБУ та підвищити рівень комунікації з суспільством.

– рекомендації щодо забезпечення реальної незалежності НБУ за рахунок внесення до чинного законодавства з валютного регулювання таких норм: 1) чіткий розподіл повноважень НБУ та уряду щодо формування курсової політики; 2) визначення права «швидкого реагування» на рух фінансового капіталу за допомогою інструментів валютного регулювання; 3) гарантування політичної незалежності та введення обмежень на кредитування уряду.

Практичне значення отриманих результатів полягає у обґрунтуванні науково-методичних рекомендацій, спрямованих на забезпечення валютної безпеки країни та розробці пропозицій з підвищення ефективності функціонування валютного ринку в умовах фінансової нестабільності. Окремі висновки та рекомендації автора використано в практичній діяльності:

Окремі результати дослідження знайшли своє відображення у діяльності АТ КБ «ПриватБанк» (довідка № Е.08.0.0.0/4-230109/8966 від 23.01.2023 р.) при розробці методики визначення валютної безпеки банку, опираючись на метод розрахунку інтегрального показника валютної безпеки відповідно до «Методичних рекомендацій щодо розрахунку рівня економічної безпеки України», але з урахуванням запропонованих дисертантом особливостей діяльності банку на основі 5 індикаторів валютної безпеки.

Особистий вклад здобувача. Наукові положення, висновки і пропозиції, що виносяться на захист, сформульовані дисертантом самостійно. З наукових праць, опублікованих у співавторстві, у дисертації використано лише ті положення та ідеї, що належать здобувачу.

Апробація результатів дисертації. Основні теоретичні та методичні результати дисертаційного дослідження оприлюднено автором на міжнародних та

всеукраїнських науково-практичних конференціях. Серед них: «Теоретична та практична концептуалізація розвитку фінансово-кредитних механізмів в умовах нової соціально-економічної реальності» (м. Ірпінь, 27-31 березня 2017 р.), «Economic and Legal Development of Ukraine under Conditions of Post-industrial Society» (Irpın, April 6, 2017), «Європейський вектор модернізації економіки: креативність, прозорість та сталий розвиток» (м. Харків, 18-19 квітня 2018 р.), «Фінансова система країни: тенденції та перспективи розвитку» (м. Острогож, 21 жовтня 2022 р.).

Публікації. За темою дисертації автором опубліковано самостійно та у співавторстві 4 праці загальним обсягом 2,25 д. а., з яких 2 д. а. належить автору особисто. У наукових фахових виданнях України, які входять до міжнародних наукометричних баз, у співавторстві опубліковано 1 наукову працю загальним обсягом 0,75 д.а. (з них автору належить 0,5 д.а.) та особисто автором опубліковано 3 наукові праці загальним обсягом 1,5 д.а.

Структура та обсяг дисертації. Дисертаційна робота складається із вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел та додатків. Загальний обсяг дисертаційної роботи становить 212 сторінок друкованого тексту, 34 рисунки на 15 сторінках, 34 таблиці на 9 сторінках, 9 додатків на 14 сторінках. Список використаних джерел налічує 307 найменувань.

РОЗДІЛ 1.

ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ДОСЛІДЖЕННЯ ВПЛИВУ ФІНАНСОВОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ НА ВАЛЮТНИЙ РИНОК

1.1. Поняття фінансової нестабільності та причини її виникнення

Кризовий стан світової економіки, зумовлений пандемією Covid-19, надмірна грошова емісія центральних банків для підтримки бізнесу і як наслідок — посилення інфляційних процесів та підвищення відсоткових ставок, а також війна в Україні, посилили фінансову нестабільність і значно вплинули на стійкість міжнародних та національних фінансових ринків. В теперішній час у сучасному світі все частіше спостерігаються непрості явища, зумовлені можливою загрозою нової світової фінансової кризи, існує безліч соціально-економічних проблем, з яких немає єдиного правильного рішення. За цих умов вагомого значення набуває проблема дослідження сутності такого явища, як фінансова нестабільність, причин її виникнення. Особливу актуальність ця проблематика має для країн з ринками, що реформуються та розвиваються внаслідок значної їх залежності від впливу зовнішніх чинників.

Проблема фінансової нестабільності та джерел її виникнення в науковій літературі займає одне з провідних місць. Широке коло різних аспектів даної проблеми досліджувалися у працях зарубіжних та вітчизняних науковців, таких як: Б. Бернанке, О. Бланшар, К. Боріо, А. Деміргук-Кунта, Б. Ейченгріна, Р. Кабалеро, Г. Кальво, Г. Камінські, Ч. Кіндлербергера, П. Кругмана, Х. Мінські, Ф. Мишкіна, М. Обстфельда, К. Рейнхарда, А. Роуза, Д. Сакса, Дж. Стігліца, А. Торнела, Р. Фергюсона, Я. Франкеля, М. Фрацшера, М. Фрідмена, А. Шварц, О. Барановського, А. Гальчинського, В. Гейця, Ж. Довгань, В. Козюка, В. Міщенко, Т. Унковської, І. Чирак та інших. Важливий внесок практичного спрямування щодо окреслення кола індикаторів фінансової нестабільності здійснили співробітники МВФ, Світового банку і ряду інших міжнародних фінансово-економічних організацій. Разом з тим слід зазначити про існування певних прогалин у

фундаментальних працях науковців щодо впливу фінансової нестабільності на фінансові ринки і це зумовлює необхідність подальших досліджень.

Зацікавленість наукової спільноти до подальших досліджень фінансової нестабільності зумовлена посиленою увагою центральних банків різних країн. Зокрема, в більшості країн Європи, Азії та Латинської Америки центральні банки офіційно звітують перед урядом і населенням про стан фінансової стабільності. Необхідність такого звітування закріплена нормативними документами ЦБ та на практиці реалізується через формування відповідної звітності. На думку М. Фута, фінансова стабільність визначається як стан, за якого існує: монетарна стабільність; близький до природного рівень зайнятості населення; довіра до діяльності більшості фінансових інститутів та ринків; в економіці відсутні різкі зміни цін реальних фінансових активів [33].

Україна належить до тих країн, де також формується звіт про фінансову стабільність, в якому визначаються поточні ризики для досягнення фінансової стабільності та аналізується їхній вплив на фінансову систему та економіку країни в цілому. Звіт про фінансову стабільність оприлюднює МВФ двічі на рік. Отже, держави світу дбають про стан фінансової стабільності.

У контексті вищезазначеного слід зауважити, що відсутність стабільності на світових фінансових ринках потенційно унеможливорює появу нових фінансових криз, що потребує від науковців сформувати оновлені наукові підходи до з'ясування економічного змісту такого явища як фінансова нестабільність та розроблення ефективних способів ранньої діагностики фінансових криз та запобігання їх виникненню [296, ст. 64].

В першу чергу, нам необхідно з'ясувати сутність поняття «фінансова нестабільність», яке часто вживається разом із поняттями «фінансова криза», «фінансова крихкість» та «фінансова нестійкість», так як науковці по-різному його тлумачать (додаток А). Американський економіст Ф. Мишкін зазначає, що фінансова нестабільність спричиняє погіршення стану фінансової системи країни та порушує її функціонування, завдає шкоди національним економікам, погіршує добробут населення. «Фінансова нестабільність трапляється тоді, коли фінансова

система не може більше виконувати основну функцію - трансформувати заощадження в інвестиції» [50]. Британський економіст Е. Крекотт фінансову нестабільність визначає як «ситуацію, за якої економічні дії потенційно погіршені через коливання цін на грошові кредити або нездатність фінансових установ дотримуватися своїх зобов'язань» [19].

Відомий американський економіст І. Фішер фінансову нестабільність пов'язує з макроекономічними циклами. У своїй праці «Теорія боргової дефляції» він зазначає, що «економічна система містить незліченну кількість змінних. Зміни у всьому цьому величезному масиві змінних можуть виникати через багато причин. Тільки в уяві всі ці змінні можуть залишатися незмінними і підтримуватися в рівновазі через «попит і пропозицію». Може існувати рівновага, яка хоч і стабільна, але дуже делікатна, після відхилення від неї за певні межі настає нестабільність» [30]. Яскравий приклад І. Фішер наводить із «перекиданням» корабля, у якого в звичайних умовах майже завжди стабільна рівновага, однак перекинувшись за певний кут вже немає тенденції повернення до рівноваги, натомість є тенденція відхилення від неї. На його думку, до порушення рівноваги також призводить нагромадження великої заборгованості у реальному секторі, яку необхідно погасити для відновлення рівноваги. Негативна динаміка фундаментальних показників є основною причиною фінансової нестабільності.

Окремі вчені-економісти вважають, що фінансова нестабільність притаманна ринковій економічній системі. Одним із перших на це вказав американський економіст Х. Мінскі, який неодноразово підкреслював, що природі сучасної капіталістичної економіки властиві нерівновага та безробіття.

Х. Мінскі досить точно вказує рік, коли відбувся перехід від стабільного стану до фази нестабільності. На його думку, це 1966 рік - бум фінансових інновацій, а фактично - розквіт спекуляцій. Він вважає, що особливість фінансових інновацій та їх відмінність від технологічних інновацій полягають в тому, що вони «є практичним застосуванням якоїсь ідеї та на них не поширюється патентний захист від наслідувачів» [46].

Звідси випливають два наслідки: по-перше, можливість стрімкого поширення таких нововведень по всьому фінансовому простору. По-друге, на цій основі складаються ключові передумови кризових потрясінь, що пояснюється періодичним загостренням проблеми нестабільності, яка «буде виникати знову і знову» [46].

Згідно з гіпотезою фінансової нестабільності Х. Мінські, нагромадження надмірної приватної заборгованості в економіці наближує економіку до фінансової кризи. Автор гіпотези вважає, що рівень фінансової нестабільності економіки залежить від форми фінансування своїх інвестицій в основний капітал. На основі співвідношення між операційним доходом і борговими платежами окремих позичальників науковець виділяє можливі три форми фінансування – забезпечене фінансування, спекулятивне фінансування та Понці-фінансування.

Забезпечене фінансування, або хеджувальне фінансування («hedge finance») означає, що фірми обслуговують свою заборгованість і проценти здебільшого за рахунок власних фінансових ресурсів. Ця форма фінансування переважно здійснюється у фазі пожвавлення ділового циклу. За даної форми фінансування фірми спирається в основному на внутрішні джерела фінансування інвестицій, ніж на зовнішні кошти.

Спекулятивне фінансування («speculative finance») означає, що очікуваний операційний прибуток фірми є достатнім, щоб вона змогла заплатити відсотки по заборгованості; проте фірма повинна використовувати кошти від нових кредитів для погашення частини або всієї суми, яку необхідно погасити. Ця форма фінансування переважно здійснюється з початком економічного зростання, коли банки збільшують зовнішнє фінансування фірм.

Понці-фінансування («Ponzi finance») означає, що очікуваний операційний прибуток фірми, ймовірно, буде досить великим, щоб оплатити всі відсотки по своїй заборгованості за розкладом; а також щоб отримати готівку фірма повинна або збільшити свою заборгованість, або продати деякі активи, що веде до зниження інвестицій. Понці-фінансування прискорює перехід від економічного зростання до

економічного спаду. Це пов'язано із наявністю високих фінансових ризиків для банків та дефіцитом фінансових ресурсів в обігу [48].

Гіпотеза Мінські полягає в наступному: коли економіка сповільнюється, то деякі з фірм, які були залучені в хеджовані фінанси відносяться до групи, що беруть участь в спекулятивних фінансах і, відповідно, деякі з фірм, які були залучені в спекулятивні фінансові групи в даний час знаходяться в фінансовій групі Понці. Термін «фінанси Понці» увічнює Карлос Понці, який управляв невеликою кредитною компанією в одному з передмість Бостона на початку 1920-х років. К. Понці обіцяв своїм вкладникам, що він буде платити за ставкою 30 відсотків на місяць і його фінансові угоди проходили гладко протягом трьох місяців. Четвертий місяць показав, що незважаючи на грошовий потік від нових вкладників, віддати процентні виплати старим було неможливо і в кінцевому підсумку К. Понці потрапив до в'язниці. Термін «фінанси Понці» в наш час є загальним терміном. Позичальники можуть задовольнити свої зобов'язання платити високі процентні ставки за своїми непогашеними кредитами або депозитами, якщо вони отримують кошти від нових кредитів або депозитів. Оскільки в багатьох механізмах процентні ставки дуже високі, часто від 30 до 40 відсотків на рік, продовження угоди вимагає безперервного вливання нових грошей і часто більш швидкими темпами. Спочатку багато хто з існуючих вкладників настільки задоволений своїми високими доходами, що вони вкладають процентний дохід загального вкладу; кліше полягає в тому, що вони «заробляють відсотки на відсотках». В результаті вливання нових коштів може бути нижче обіцяної процентної ставки. Так як деякі вкладники повертають свої гроші з відсотків, система може працювати тільки до тих пір, поки видатки мають менші розміри, ніж потік нових грошей [38].

Сучасні зарубіжні економісти (С. Шрьодер [61], Я. Крегель [40], О. Аспечс, Ч. Гудхарт, Д. Цомокос, Л. Зіцшін [4]), під фінансовою нестабільністю розуміють певну подію, яка зумовлена впливом екзогенних шоків, недосконалістю ринків і ціновою нестабільністю, а найвищою формою її прояву вважаються криза.

Дж. Чант вважає, що «фінансова нестабільність є такою ситуацією на фінансових ринках, яка шкодить чи загрожує ефективному функціонуванню

економіки» [15]. Деякі економісти розглядають фінансову нестабільність як ситуацію, де «...маленькі потрясіння приводять до непропорційно великого ефекту» [34].

Б. Ейченгрін [25] виділяє чотири основні причини фінансової нестабільності: нестійка макроекономічна політика, крихкі фінансові системи, інституційна слабкість та недоліки в структурі міжнародних фінансових ринків. Основним чинником фінансової нестабільності він вважає експансивну монетарну та фіскальну політики, які не узгоджені з валютно-курсними прив'язками. Саме на цьому зосереджені перші моделі криз П. Кругмана [41]. Залежність банків від короткострокових боргів робить їх вразливими до паніки інвесторів. Корінням фінансових криз є слабе управління корпоративним і державним секторами, що призводить до надмірного ризику приватного сектора. Останній погляд пов'язує фінансову нестабільність зі структурою та функціонуванням міжнародної фінансової системи. Американські економісти [22] наголошують на поширеності асиметричної інформації, яка заохочує інвесторів і призводить до раптових зупинок і розворотів потоків капіталу, що може спричинити кризи незалежно від умов у постраждалих економіках. Ф. Мишкін вважає, що першопричиною фінансової нестабільності є порушення інформаційних потоків, які перешкоджають ефективному функціонуванню фінансових ринків [51].

Економіст Р. Фергюсон відзначає, що «фінансова нестабільність визначається трьома критеріями:

- 1) цінами на ключові фінансові активи, які різко відхиляються від фундаментальних значень;
- 2) збоями в функціонуванні ринків цінних паперів і доступом до кредиту всередині країни і, можливо, на міжнародному рівні;
- 3) сукупними витратами, які істотно відхиляються від економічного потенціалу країни» [29].

На основі проведеного узагальненого аналізу різноманітних наукових підходів до визначення сутності поняття «фінансова нестабільність» пропонуємо авторське тлумачення даного поняття, а саме: під фінансовою нестабільністю слід

розуміти таку ситуацію, яка провокує та суттєво підвищує ризики погіршення показників діяльності реального сектора економіки або таке погіршення вже сталося через надмірну волатильність на фінансових ринках і нездатність банків в повному обсязі погашати свої зобов'язання.

Нами виділено наступні причини, які провокують фінансову нестабільність:

- надмірна волатильність фінансових ринків;
- асиметричність інформації;
- погіршення банківських балансів;
- політична нестабільність;
- інституційна слабкість фінансових ринків;
- розвиток інноваційної економіки, яка створює нові ризики, неконтрольовані учасниками ринку.

У науковій літературі сформувалася усталена думка, що проявом фінансової нестабільності є криза. О. І. Барановський у своїх працях виокремлює три підходи до визначення сутності кризи:

1) криза як значна проблема або ситуація з високою ймовірністю негативних наслідків (виражається у високій пропозиції товарів на ринку, що не знаходять свого збуту);

2) криза як природний процес у життєдіяльності системи (як складова життєвого циклу економічної системи, що може слугувати формою розвитку економіки, в результаті якої усуваються застарілі методи праці та технології, удосконалюються або впроваджуються інновації);

3) криза як порушення рівноваги соціально - економічної системи [75, ст. 7].

Логіка нашого дослідження передбачає зосередити увагу на розгляді фінансової кризи. В науковій літературі до теперішнього часу дискутуються підходи до визначення даного явища. Вони залежать від напрямку досліджень, характеру визначення факторів кризи, причин її виникнення тощо. Фінансова криза зумовлює виникнення таких змін в економічній системі, які спричиняють збій у розвитку, його призупинення чи руйнування фінансової системи країн або світових ринків у цілому. Під фінансовою кризою розуміють порушення функціонування

фінансового ринку, погіршення якості фінансових інструментів. Це криза, яка системно охоплює фінансові ринки та інститути фінансового сектору. Як показують дослідження, кризи є неминучими, так як їх регулярність є закономірно повторюваними етапами циклічного розвитку будь-якої системи.

Шелудько Н. М. і Шкляр А. І. фінансову кризу визначають як порушення функціонування фінансових ринків, коли загострюються проблеми несприятливого вибору і морального ризику, що знижує ефективність перерозподілу фінансових ресурсів. Фінансова криза може вивести економіку зі стану рівноваги навіть за високих обсягів виробництва й ефективного функціонування ринків і призвести до різкого зниження темпів виробництва [300].

Монетаристи називають фінансову кризу кризою банківської системи. М. Фрідмен центральну роль у циклічності економічного розвитку відводить нестабільності грошової пропозиції. Він стверджує, що «масштаби кожного спаду економічної активності США були безпосереднім результатом певних дій (або бездіяльності) резервного органу і не мали б місця за умови збереження попередніх грошових і банківських порядків» [287]. Під фінансовою кризою розуміють також ситуацію, коли центральний банк втрачає валютні резерви і не може обслуговувати внутрішній борг, різко наростає дефіцит державного бюджету, виникає паніка на фондовому ринку, різко падає вартість національної валюти і виникає гіперінфляція.

Узагальнене визначення сутності фінансової кризи, яке присутнє у працях зарубіжних і вітчизняних економістів, зводиться до такого: «фінансова криза – це різке погіршення стану фінансової системи, внаслідок чого ускладнюється або унеможлиблюється виконання нею своїх функцій» [298, ст. 12]. Фінансові кризи, як правило, призводять до дисбалансу, рецесії, дефолту, обвалу ринків та політичної напруженості, спричиняють банківську паніку серед вкладників, зростання відсоткових ставок. Вони також характеризуються крахом багатьох інвестиційних інститутів, адже порушують рівновагу всієї національної фінансово-кредитної системи [260].

Фінансова криза – це дисбаланс фінансової рівноваги, який породжений циклічним розвитком взаємопов’язаних та взаємообумовлених кризових явищ і веде до знецінення валюти за відсутності антикризових заходів [133, ст. 816].

З наукової літератури відомо, що будь-яка криза має шість стадій розвитку: зародження, наростання, розгортання, настання, заспокоєння та усунення. Перші чотири етапи об’єднуються в етап активного розвитку фінансової кризи.

На рис. 1.1. наведені явища, якими супроводжується фінансова криза.



Рис. 1.1. Форми прояву фінансових криз

Джерело: складено автором на основі [75].

Вагоме значення для розуміння сутності фінансових криз має їх чітка класифікація. В економічній літературі вона представлена широким спектром класифікаційних ознак, які наведені у додатку Б. [288]

Науковці нарахували 39 міжнародних фінансових криз. Перша відбулася у 1618 р. і була пов’язана з фальшуванням монет, остання виникла у 2020 р. у зв’язку з пандемією COVID-19. Починаючи з 30-х років минулого століття, фінансові кризи виникають все частіше і стають більш руйнівними.

Пояснення фінансових криз та їх причин базуються переважно на дослідженні криз, які відбулися у США в 1930 – 1933 рр., у Південно-Східній Азії в 1997 – 1999 рр. і світової кризи 2008 р.

З моменту виникнення першої фінансової кризи вчені намагалися з'ясувати головну їх причину, розробити рекомендації для їх попередження. Багато економістів задавались питанням – чому трапляються кризи. Але остаточної відповіді на це питання до цього часу немає. Існує багато теорій, однак деякі підтверджуються в реальній історії, і іноді – ні. Причини фінансових криз, їх збудники визрівають у різних сферах економіки і пов'язані, переважно, структурними та іншими змінами в процесі її розвитку. Проте для виникнення кризи в країні має скластись відповідна ситуація, а збудники – досягти певної сили. Появі фінансових криз сприяють економічна і політична нестабільність, зниження конкурентоспроможності країни, корупція, економічний застій.

Такі науковці як Ш. Коклен, Дж. Гетрі, Г. Кері, Г. Маклеод вважали, що кризи викликаються монополією банківської справи, привілейованим станом найбільших банків. Вони пояснюють це наступним чином. Крупні привілейовані банки, які володіють великими капіталами, штучно знижують процентну ставку в період промислового відродження та цим самим породжують спекуляцію. Коли спекуляція досягає таких розмірів, що настання кризи неминуче, великі банки підвищують ставку, викликаючи паніку, яка згубна для країни [77, ст. 144]. Тому ці науковці виступають за свободу банківської справи.

В той час коли інші науковці, такі як Д. Гейер, М. Молль, твердо переконують, що кризи створюються зайвою свободою банківської справи і занадто слабким контролем над банківськими операціями. Вони наполягали на необхідності більш жорсткого регулювання операцій банків, відзначаючи, що саме свобода банківської справи призводить до того, що банки «зариваються» і сприяють посиленню спекуляцій, внаслідок створення фіктивного багатства, у вигляді нічим не забезпечених банкових квитків, що призводить до настання криз.

Поява нових технологій, нових продуктів, структурні диспропорції, неефективне використання ресурсів тощо. Все це змінює дохідність у різних

галузях економіки, викликає міжгалузевий перелив капіталу і, за певних умов, може призвести до фінансових криз. Причини фінансових криз можуть виникати і в самій грошово-кредитній системі. Такими збудниками можуть бути нестабільність банківської системи країн, наростання частки сумнівних кредитів, посилення інфляції, завищений валютний курс, високі темпи девальвації валюти, зростання дефіциту державного бюджету і державного боргу, дефіциту платіжного балансу, доларизація економіки, фондові індекси, наростання кількості високо ризикованих цінних паперів, особливо деривативів на фондовому ринку.

Існують міжнародні чинники фінансових криз, до яких належать неконтрольований рух міжнародного спекулятивного капіталу, валютні війни, зміни міжнародної конкурентоздатності країн. Причинами фінансових криз можуть бути і суб'єктивні чинники – помилки у економічній політиці уряду, а також нерациональні очікування бізнесу.

Фінансову кризу можуть викликати різні збудники, які визрівають в країні в конкретному внутрішньому і зовнішньому соціально-економічному середовищі. Тому вони мають індивідуальні ознаки і їх важко прогнозувати [278].

Заслужують на увагу вчення К. Маркса та Дж. Кейнса стосовно причин виникнення криз. Розвиваючи класичні ідеї політекономії Маркс дав досить логічну картину причин появи кризи. Суть її в наступному: на певному етапі капіталістичного виробництва гроші перетворюються в капітал. Загальною формулою накопичення капіталу є формула: ГРОШІ $\rightarrow$ ТОВАР $\rightarrow$ ГРОШІ. При веденні капіталістичного виробництва капіталіст продає товар дорожче, ніж він витратив на його створення. При цьому остаточна вартість товару буде складатися з вартості постійних витрат на його створення, такі як сировина для виробництва, обладнання та додаткової вартості, яка створюється працею робітників.

Праця робітників по Марксу є таким же товаром, який має свою вартість. Купивши робочу силу, капіталіст має право використовувати його – наприклад, половину робочого дня робітник працює на себе, а половину на капіталіста. Тобто частину додаткової вартості капіталіст забирає собі. Частину цієї додаткової

вартості капіталіст витрачає на свої особисті потреби, а частину може вкласти в подальше розширення бізнесу.

Маркс відзначив 10-ти річний цикл розвитку виробництва. У міру зростання виробництва збільшується і попит на робочу силу, тоді збільшується заробітна плата, так як потреба в праці зростає і зростає вартість товару (робочої сили). Однак при розвитку економіки частка витрат на робочу силу росте повільніше, ніж зростання капіталу. Раніше економісти вважали, що зростання доданої вартості призводить до такого ж росту споживання. На якомусь етапі робітники як споживачі не можуть купити всі вироблені товари. Відбувається перенасичення ринку товарами і обсягом капіталу, що призводить до кризи. Капіталісти закривають підприємства і збільшують масу безробітних, цю трудову армію як постійно необхідний резерв на випадок майбутнього економічного зростання.

Усунути систему циклічності виробництва в рамках існуючої капіталістичної системи Маркс вважав неможливим. Також Маркс зазначив вплив науково-технічного прогресу, банківського кредиту і монополізації капіталу в посиленні нерівномірності розподілу додаткової вартості. Надалі теоретиками марксизму була висунута теорія імперіалізму, згідно з якою капіталісти в прагненні збільшити прибуток [207].

Джон Кейнс головною причиною кризи вважав скорочення сукупного попиту, що призводить до низького рівня доходів і збільшення безробіття. Причиною скорочення попиту Кейнс вважав, що «люди схильні збільшувати своє споживання з ростом доходу, але не в тій мірі, в якій зростає дохід».

Новим в теорії криз за Кейнсом було введення психологічних моментів. Шокові зміни в економіці виникають в результаті несподіваних змін попиту, викликаного «стадним почуттям інвестора». Криза виникає через раптові сумніви в очікуваній прибутковості, наприклад, через зменшення прибутків або зростання витрат виробництва. Припустимо підприємці вважають, що скоро очікується спад. Ці припущення змушують їх менше вкладати в розвиток виробництва, наприклад будувати нові підприємства. Зниження рівня інвестицій зменшує рівень доходу і зайнятість. Зароджуючись в розумах підприємців одного сектору економіки,

сумніви незабаром охоплюють велику частину підприємницького класу. В результаті вже на початку кризи віддача на вкладений капітал падає, що веде до припинення інвестування.

Аналіз поведінки головних суб'єктів економіки - підприємців показує, що кризові спади в економіці - це результат насамперед «неправильних» підприємницьких рішень. Причому ці рішення неправильні не з точки зору окремих підприємців, а з точки зору всього суспільства. При оцінці причин Великої депресії називається кілька причин, які могли різко зменшити попит і падіння реального сектора економіки: зниження вартості акцій на фондовій біржі 1929 р викликали страхи домашніх господарств в майбутньому, що змусило їх зберігати більшу частину доходу; бум житлового будівництва в 20-х роках був економічно не виправданий, як тільки це стало ясно - інвестиції в будівництво впали - в свою чергу, це викликало скорочення зайнятості і загальне падіння попиту; закриття і банкрутство банків викликало різке скорочення інвестицій; уряд підвищував податки. Ймовірно всі ці причини співпали і саме тому криза була настільки гострою.

Однак окремі тези Дж. Кейнса не знайшли фактичного підтвердження. Зокрема було встановлено, що в довгостроковій перспективі зростання частки споживання буде вищою, ніж зростання доходів.

Ряд економістів вважають, що з кризою можна боротися шляхом зміни наступних показників, які перебувають під контролем держави: кількість грошей та інвестицій, яке регулюється ставкою відсотка, розміром податків і державними витратами. Таким чином можна регулювати попит [207].

Проаналізуємо основні причини таких глобальних фінансових криз, як Азійська криза 1997-98 рр. та фінансова криза 2007-2008 рр.

У 1997 році дії спекулянтів і помилки урядів призвели до Азійської кризи. В середині 90-х років економіка азійських країн, таких як Китай, Таїланд, Корея, Індонезія стрімко розвивалася. Відбувалося стрімке зростання ВВП і доходів населення. Основною причиною стала невідповідність валютних курсів і висока частка позикових коштів, що забезпечують зростання. Центральні банки країн

Південно-Східної Азії дотримувалися тактики стабільного курсу долара по відношенню до місцевих валют. При стабільному курсі азійські банки і фірми брали кредити в доларах і конвертували долари в місцеві валюти, потім банки позичали гроші або вкладали їх в місцеві проекти, переважно в нерухомість. Це здавалося безпечним способом заробляти гроші, поки курс був стабільним.

Однак погіршення торгового балансу цих країн при сильній місцевій валюті призвело до кризи в липні 1997 року, зумовленої переходом до гнучкого курсоутворення національних валют. Як показують дослідження, ще однією вагомою причиною азійської кризи стало перевищення частки боргів над розумно допустимим рівнем.

Щодо фінансової кризи 2007-2008 рр., то американський економіст Дж. Стігліц визначив наступні причини [269]:

- сек'юритизація активів (банки перетворювали ризиковані субстандартні іпотечні позики в інструменти з найвищим рейтингом, досить безпечні для того, щоб пенсійні фонди могли вкладати в них гроші своїх клієнтів);
- неспроможність рейтингових агенцій контролювати поширення токсичних інструментів;
- спекуляції банків з сек'юритизованими активами.

На думку Дж. Стігліца, фінансова криза стала можливою у результаті слабого державного регулювання. В центрі будь-якої успішної економіки знаходяться ринки, але вони не здатні до ефективного саморегулювання. Уряд має відігравати призначені йому ролі, і робити це не тільки під час рятування економіки, коли ринки демонструють свою неспроможність, а й при регулюванні ринків. Економіці потрібен баланс ролей ринку і ролей уряду, досягненню якого багато в чому сприяє діяльність неринкових і неурядових інституцій.

Характерною особливістю протікання фінансових криз є паніка. На думку Ч. Кіндлебергера, паніка триває доти, доки учасники ринку не усвідомлять, що ціни на їхні активи є заниженими, торгівля ними порушується (закриття фондових бірж, банківські «свята»), а уряд і центральний банк не можуть зробити необхідних кроків для відновлення довіри до фінансових інститутів. Х. Мінські звернув увагу

на те, що збільшення кредитування в цей період фінансує бум, який призводить до зростання пропозиції грошей у країні [47]. Такий механізм фінансової кризи був характерним для багатьох криз, зокрема фінансової кризи 2008 р.

Недосконала природа фінансових ринків, а саме асиметричність інформації про кредиторів та позичальників на фінансових ринках та висока волатильність ключових показників провокують фінансову нестабільність, яка своєю чергою у країнах з несформованими фінансовими інститутами спричиняє девальвацію валютного курсу національної грошової одиниці. Як наслідок, виникає ланцюгова реакція взаємопов'язаних впливів — девальвація провокує та посилює фінансову нестабільність.

Виходячи з досвіду протидії кризовим явищам, антикризове регулювання показує свою ефективність в короткостроковому періоді. Досягнення фінансової стабільності в довгостроковому періоді вимагає застосування макропруденційної політики. М. П. Федішин визначає макропруденційну політику як «фінансову політику, спрямовану на забезпечення стабільності фінансової системи в цілому для запобігання суттєвим перебоєм у кредитуванні та інших життєво важливих фінансових послугах, необхідних для стабільного економічного зростання» [284]. Концепція макропруденційного нагляду вперше була обґрунтована відомим економістом Х. Мінскі [46], який запропонував регуляторам спостерігати за фінансовими установами базуючись на їх інтерактивних відносинах зі всією фінансовою системою і економікою, а не на основі індивідуальних показників і характеристик. Однак макропруденційний нагляд не можна вважати панацеєю для запобігання фінансовій нестабільності, оскільки фінансовим системам притаманна властивість генерувати нові кризи як результат свого «нормального» функціонування [295]. Як справедливо зазначає професор Ян Крегель, «простого визнання того, що економіка поводить себе циклічно і що фінансові кризи можуть настати, замало» [40]. Для покращення ситуації необхідна чітка теоретична і практична основа щодо встановлення системних ризиків на фінансових ринках, зокрема валютного ринку, і у результаті визначення нових регуляторних інструментів, яка зможе реагувати на майбутні виклики і ризики.

Проведене дослідження дало можливість зробити висновок, що між фінансовою нестабільністю, фінансовою кризою та волатильністю фінансових ринків існує причинно-наслідковий зв'язок: фінансова нестабільність — фінансова криза — волатильність фінансових ринків — фінансова нестабільність. Отже, первинним у даному взаємозв'язку є фінансова нестабільність, яка може мати місце на кожній стадії економічного циклу, а вторинним є фінансова криза, яка виникає у результаті виникнення диспропорцій на фінансових ринках та неефективного управління. Погоджуємося з думкою Х. Мінскі, який вважає, що природному стану ринкової економічної системи властива фінансова нестабільність. Значна волатильність основних макроекономічних показників (інфляція, валютний курс, відсоткові ставки банків, фондові індекси тощо) вже свідчить про фінансову нестабільність. Тому, для не допущення розгортання фінансової кризи необхідно здійснювати моніторинг за глибиною диспропорцій в економіці та фінансах, а також сформувати певні механізми та розробити заходи, спрямовані на збалансування фінансової системи.

Отже, підсумовуючи варто зазначити, що фінансова нестабільність притаманна ринковій економіці та практично завжди супроводжується фінансовими кризами. Дослідження засвідчують, що фінансова криза залишає свій відбиток на всіх сферах економічної діяльності. Глибинними причинами фінансових криз на сучасному етапі є якісні структурні та інноваційні зміни, що спостерігаються у фінансовому секторі та несуть в собі нові ризики, які не можуть бути повністю контрольованими учасниками ринку.

Фінансова нестабільність не дозволяє фінансовій системі виконувати свої функції, такі як фінансове посередництво та здійснення платежів, а також протистояти кризовим явищам. Вплив фінансової нестабільності на фінансові ринки в цілому і на валютний, зокрема є негативним та зумовлює появу дисбалансів, які будуть досліджуватися нами у наступних розділах даної роботи.

1.2. Інституційні засади валютного ринку та його функціональне призначення

В умовах лібералізації зовнішньоекономічних зв'язків, вільного руху капіталу, глобалізаційних процесах у фінансово-кредитній сфері валютний ринок, функціональне призначення якого, у тому числі, полягає в забезпеченні взаємодії між національною та світовою економікою, відіграє важливу роль у економічній політиці країни. Стабільна динаміка валютного курсу, яка формується на валютному ринку, стимулює економічний розвиток та відповідно впливає на стан окремих секторів, галузей та підприємств, а також на місце держави на світовому ринку. Зміни в економіці країни та її міжнародному становищі впливають на розвиток валютних відносин, та відповідним чином коригують валютну політику, що проводиться в державі. Валютний ринок є одним з найбільш динамічних фінансових ринків, оскільки швидкість зміни валютних курсів постійно зростає.

Формування світових товарних та фінансових ринків, широке розповсюдження кредитних засобів у міжнародних розрахунках, посилення концентрації і централізації банківського капіталу стали найважливішими передумовами виникнення валютних ринків. У відкритих економіках з неформованими ринковими інститутами, де лєвова частка національного продукту залежить від експортно-імпоротної діяльності, валютний ринок відіграє значну роль не тільки в економічній політиці, а ще й в монетарній, так як режим валютного курсу стає основною ціллю, до якої прив'язуються ціни.

До теперішнього часу у вітчизняній науковій літературі відсутні усталені наукові підходи щодо тлумачення сутності валютного ринку, хоча переважна більшість авторів розглядає його як сферу економічних відносин. У нормативно-правових актах України також не існує єдиного визначення терміну «валютний ринок».

Логіка нашого дослідження передбачає розглянути та проаналізувати позиції авторів. Зокрема, О. Булкот визначає валютний ринок на основі поєднання виділених класифікаційних ознак (функціональної, інституційної, організаційної,

територіальної) як специфічної системи економічних відносин, пов'язаної з переходом прав власності на валюту та валютні цінності від продавця до покупця, з метою отримання ними очікуваної економічної вигоди внаслідок узгодження попиту і пропозиції в спеціально організованих центрах, за допомогою сучасних інформаційних та телекомунікаційних систем [113]. На нашу думку, окремі аспекти визначення є суперечливими. Наприклад, важко погодитись з тим, що на валютному ринку відбувається перехід права власності, так як під час здійснення валютних операцій право власності формальне і не завжди укладається письмовий договір.

В. Делас при визначенні валютного ринку виділяє інституційні характеристики, зазначені у національному законодавстві, та функціональні, що передбачають використання валютних цінностей при здійсненні депозитно-кредитних, інвестиційних та інших видів банківських операцій [134, ст. 5]. Ми не можемо повністю погодитися з даним визначенням, оскільки валютні операції здійснюються не лише банками, останнім часом вагому роль на ринку готівкових продажів посіли фінансові посередники – пункти обміну валют.

О. Пруський визначає сутність валютного ринку як основу організації валютних відносин і поділяє функції валютного ринку на основні та другорядні, виділяючи: конверсійний ринок (валюто-обмінних операцій); ринок валютних капіталів (переміщення валютних капіталів на кредитній основі) [247, ст. 7].

В. Ющенко та В. Міщенко трактують валютний ринок як економічну категорію, яка має практичне значення: «Валютний ринок як економічна категорія відображає певну сукупність відносин щодо здійснення операцій з купівлі-продажу іноземної валюти, інших валютних цінностей, цінних паперів у іноземній валюті та руху іноземних капіталів. З практичного погляду під валютним ринком розуміють офіційні фінансові центри, в яких зосереджено здійснення валютних операцій» [305].

Деякі дослідники трактують валютний ринок з організаційно-технічної точки зору як визначену сукупність сучасних засобів телекомунікації, таких як телеграф,

телефон, інформаційні системи, які зв'язують між собою банки і біржі різних країн для здійснення валютних операцій і обслуговування міжнародних розрахунків.

О. І. Береславська у монографії «Валютна політика України: теорія та практика» розкриває зміст валютного ринку через таке визначення: «Під валютним ринком розуміють систему економічних відносин, які виникають з приводу купівлі-продажу іноземної валюти за курсом, що формується під дією попиту і пропозиції» [84, ст. 45].

Проведений аналіз підходів до розуміння сутності валютного ринку дав можливість сформулювати власну позицію. При цьому ми відштовхувалися від положень теорії інституціоналізму і в даному контексті сутність валютного ринку можна викласти у таким чином: валютний ринок – це сукупність інституційних одиниць та фізичних/юридичних осіб, між якими виникають економічні відносини щодо здійснення операцій купівлі-продажу іноземної валюти та цінних паперів в іноземній валюті, а також операції з інвестування валютного капіталу, що забезпечують формування ціни іноземної валюти під дією попиту і пропозиції на неї.

Формування валютного ринку значною мірою залежить від наявності інституційної основи та допоміжних елементів, що забезпечують діяльність інститутів та організацій. Проблема визначення інституційних основ обумовлює необхідність чіткого визначення співвідношення інститутів та інституцій. Часто сутність даних понять не до кінця розуміють або плутають, вважаючи, що центральний банк є інститутом.

Д. Норт визначає інститут як «набір правил, процедуру відповідностей, моральну та етичну поведінку індивідів у інтересах максимізації багатства» [53]. Інститути включають в себе всі форми обмежень, створених людьми для того, щоб надати певну структуру людським взаєминам. Вони бувають і формальними, і неформальними. Формальні обмеження - як правило, придумані людьми, і неформальні обмеження - загальноприйняті умовності і кодекси поведінки. Інститути можуть бути продуктом свідомого людського задуму – як Конституція,

або просто складатися в процесі історичного розвитку у вигляді законів та інших нормативно-правових документів.

Інституція визначається як об'єднання інституційних агентів. Д. Норт у своїх дослідженнях прийшов до висновку, що інституція включає політичні органи та установи (політичні партії) економічні структури (фірми, кооперативи), суспільні установи та освітні установи (школи університети) [53]. Він наголошує на тому, що інституція – це група людей, об'єднаних прагненням спільно досягти будь-якої мети.

Вітчизняні науковці, базуючись на дослідженнях Д. Норта, здійснили свій внесок та доповнили термін «інституція» власним баченням. Зокрема, Ю. М. Коваленко розглядає інституцію як «систему, що включає офіційні (тверді) обмеження (правила), неофіційні (м'які) обмеження (стандарти поведінки та стереотипи мислення) та інтуїцію, які забезпечують досягнення оптимальної організації, координації і стимулювання поведінки інституційних одиниць (домогосподарств, корпорацій, держав та інших організацій) і приводить до скорочення трансакційних витрат» [164, с. 97]. Ми погоджуємося з думкою Ю. М. Коваленко, так як вона у дане тлумачення включила інтуїцію, пояснюючи це надвисокою волатильністю ринків, де операції здійснюють різні учасники, а рішення приймаються на інтуїтивних судженнях щодо тих або інших трансакцій [165, с. 176]. Виходячи з високої волатильності валютного курсу, учасники валютного ринку здебільшого приймають рішення на основі своїх інтуїтивних суджень.

Дослідивши сутність понять «інститут» та «інституція» у теорії інституціоналізму, варто зазначити, що «інститут» є первинною ланкою рушійної сили суспільства. Інститути утворюють базисну структуру, опираючись на яку люди протягом всієї історії створюють порядок і прагнуть знизити невизначеність. А «інституція» виступає вторинною ланкою, яка ефективно забезпечує дотримання правил та обмежень задля досягнення конкретних цілей.

У даному контексті на рис. 1.2 нами наведена класифікація інституційних одиниць формування валютного ринку в Україні та їх функціональне призначення.

Саме вони відповідають за дотриманням валютного законодавства та інших неформальних обмежень.

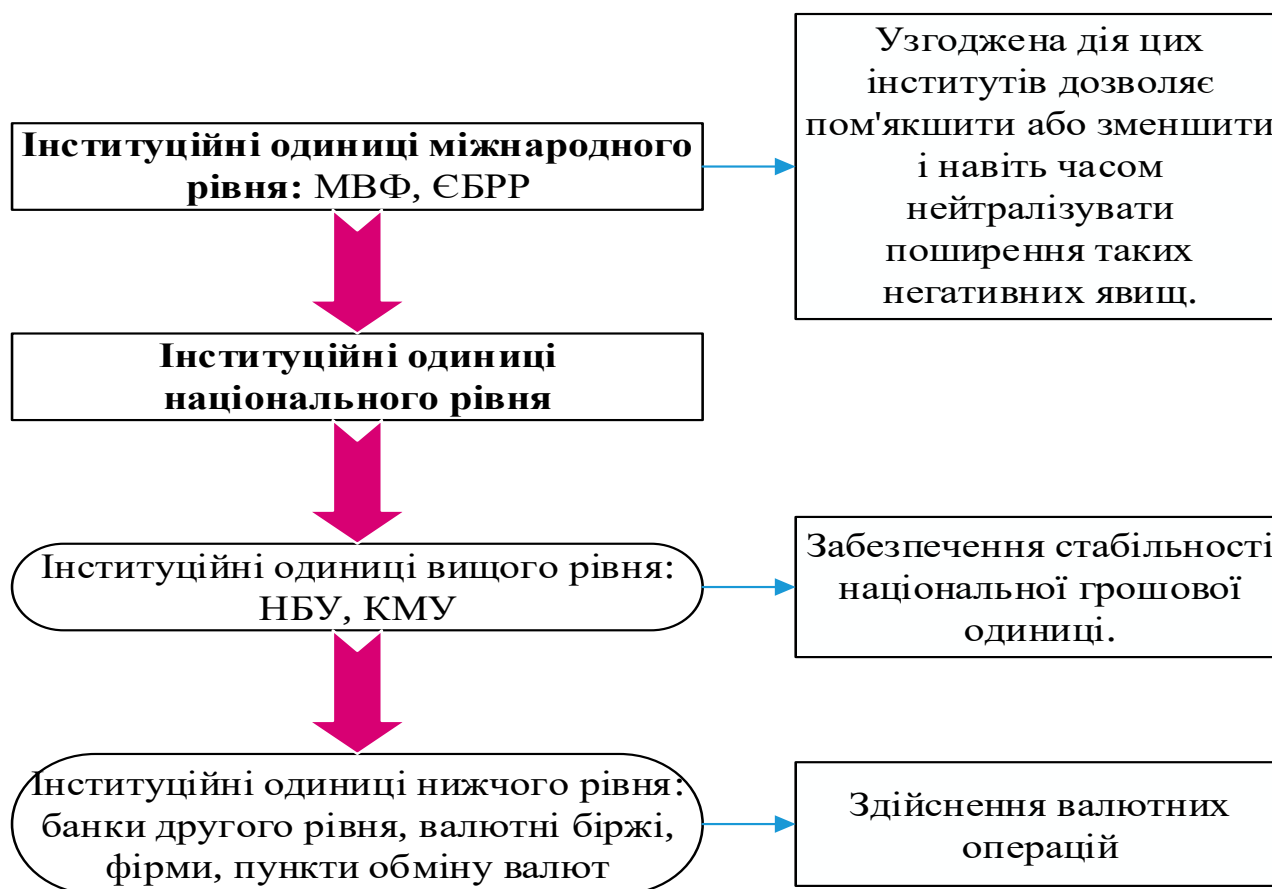


Рис. 1.2. Класифікація інституційних одиниць валютного ринку та їх основні функції

Джерело: розроблено автором.

Розвиваючись з урахуванням відкритих можливостей, інституційні одиниці стають не лише більш ефективними, а й поступово самі змінюють інституційні рамки. При цьому йдеться не лише про зміну політичних чи юридичних рамок, а й про зміни багатьох норм поведінки та інших неформальних обмежень [53].

Під впливом негативних зовнішньоекономічних чинників також відбуваються значні зміни інституційного середовища, які формують виділення чотирьох базових понять в контексті розгляду даного питання для валютного ринку України, а саме: інституційні зміни, інституційні перетворення, інституційні деформації, інституційні трансформації (рис. 1.3).

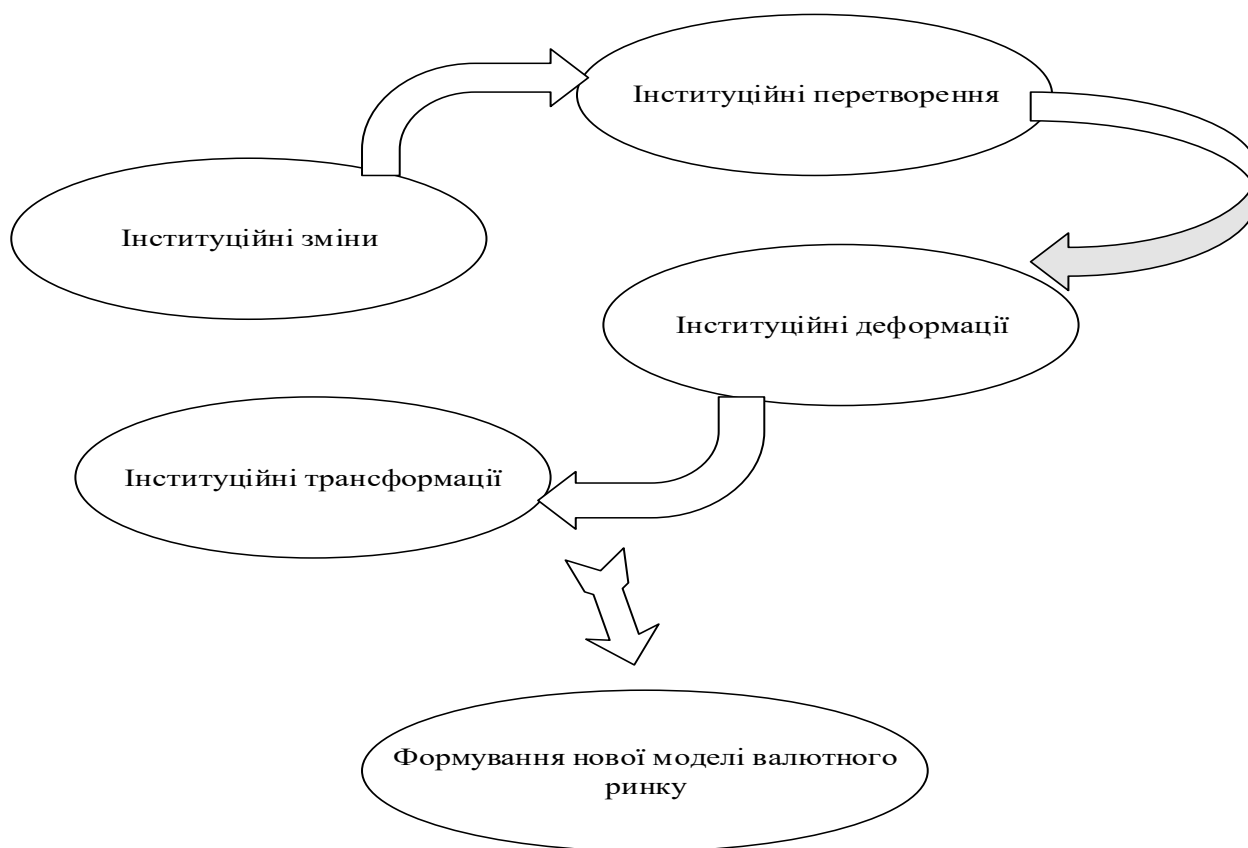


Рис. 1.3. Зміни інституційного середовища валютного ринку

Джерело: розроблено автором.

Під інституційними змінами ми розуміємо поступову заміну правил і норм, які протягом певного часу видозмінюють інституційне середовище валютного ринку. Інституційні зміни відбуваються на рівні зміни інститутів, що функціонують в даному середовищі і визначають його. Прикладом інституційних змін валютного ринку можуть бути прийняття нових законів, нормативно-правових актів, розроблення стратегій розвитку, створення дорожніх карт тощо.

Під інституційними перетвореннями варто розуміти формування та розвиток системи соціально-економічних відносин шляхом створення відповідних інституцій. Основним напрямком інституційних перетворень можна вважати створення і формування нових організацій та установ, реформування існуючих інституцій, а також зміна ієрархії нових та існуючих інституцій. Щодо валютного ринку, то у 1991 році починалося з створення НБУ. У міру розвитку валютних відносин і валютного ринку інституційні перетворення відбуваються у вигляді

створення валютної біржі (УМВБ), нових департаментів або міжвідомчих органів, таких як Рада НБУ, Рада з фінансової стабільності тощо.

Інституційні деформації нами визначаються як порушення впливу інститутів на валютний ринок, що призводить до руйнування певних сфер, на які ці інститути повинні впливати. Інституційні деформації валютного ринку як результат впливу глобалізаційних та лібералізаційних процесів на валютний ринок України істотною знижують його ефективне функціонування.

Інституційні трансформації ми трактуємо як процес виникнення та розвитку ринкових інститутів та правил поведінки установ (організацій), а також заміна ними старих інститутів. Інституційні трансформації виступають результатом інституційних змін, інституційних перетворень та інституційних деформацій. Інституційні трансформації валютного ринку відбуваються під впливом різноспрямованих дій інституційних одиниць валютного ринку. Виникнення ринкових інститутів формує адекватну поведінку, звичаї та моральну оцінку в суспільстві дій господарюючих суб'єктів і населення та, в свою чергу, визначає реакцію останніх на дії держави та її уповноважених органів, що відповідають за формування певних політик.

Дієвою силою інституційних змін виступає інституційна одиниця в процесі формування інституційної структури. Цілеспрямовані дії інституційних одиниць спрямовані для досягнення своїх цілей та призводять до зміни існуючих інститутів. На прикладі формування нової моделі валютного ринку відбувається за схемою: введення нових законів або нормативно-правових актів – ініціювання додаткових державних програм – обмеження на валютні операції – формування валютної політики. Формування даних заходів для валютного ринку по суті обумовлює перехід до нової моделі з метою забезпечення стабільності національної валюти (в нових економічних умовах) і протидії негативному впливу зовнішніх чинників.

Інституційне забезпечення валютного ринку – це сукупність державних та недержавних інституцій, які забезпечують наявність правових, організаційних і економічних умов, що необхідні для функціонування та розвитку валютного ринку. Воно включає наступні елементи [163, с. 238]:

1. Правова основа.

На території України діють Закони «Про валюту і валютні операції» [233] та «Про зовнішньоекономічну діяльність» [240], а також акти НБУ у вигляді постанов Правління НБУ.

2. Суб'єкти валютного ринку.

Кінцевою метою для всіх учасників валютного ринку є одержання прибутку від своїх операцій. Суб'єктами можуть бути фізичні і юридичні особи та посередники у ролі банків, валютних бірж, брокерських і дилерських компаній тощо. За характером виконуваних операцій суб'єктів валютного ринку можна поділити на професійних учасників (центральні банки, комерційні банки, брокерські та дилерські компанії, валютні біржі) та непрофесійних (підприємства, фізичні особи, що здійснюють валютні операції). З усіх учасників комерційні банки мають виключне право та формують основний обсяг валютних операцій. У банках тримають рахунки інші учасники ринку і здійснюють з ними необхідні конверсійні і депозитно-кредитні операції. Крім задоволення заявок клієнтів, банки можуть проводити операції і самостійно за рахунок власних коштів.

Об'єктом валютного ринку виступають валютні цінності, вони можуть бути як іноземними валютними цінностями (для резидентів), так і національними (для нерезидентів). Як і інші міжнародні та національні валютні ринки, український валютний ринок має на меті збалансування попиту та пропозиції на іноземну валюту, формування валютного курсу та обслуговування потреб платіжного балансу держави.

Валютний ринок потребує певних заходів з валютного регулювання. Валютне регулювання відіграє значну роль у реалізації державою стратегічних цілей розвитку національної економіки, а також передбачає визначення поведінки учасників валютного ринку та порядку проведення валютних операцій. Щодо визначення поняття «валютного регулювання» серед вітчизняних та іноземних науковців існують суперечливі трактування, кожне з яких зосереджене на певних його аспектах. Наведемо окремі визначення:

О. І. Береславська розглядає валютне регулювання як «специфічну економічну форму регулювання валютних відносин, яку здійснює держава на основі суворої регламентації процесів руху внутрішніх валютних потоків відповідно до встановлених цілей» [92, с. 62].

А. П. Рум'янцев валютне регулювання визначає як «діяльність державних органів щодо контролю валютного обігу, впливу на курс валюти та обмеження використання національної валюти» [257, с. 116].

Н. В. Божидарнік під валютним регулюванням розуміє «спеціальний правовий режим реалізації валютних відносин, який передбачає заходи, спрямовані на організацію функціонування внутрішнього валютного ринку» [102, с. 320].

В. Я. Швець зазначає, що «валютне регулювання є сукупністю заходів, які використовують міжнародні організації в сфері валютних відносин» [299].

В. В. Клименко у своїх працях наводить два визначення валютного регулювання: 1) «нормативно-правові акти, що націлені на регулювання потоків капіталу з країни в країну; 2) частина макроекономічної політики держави, яка стосується сфери валютно-фінансових зв'язків громадян країни» [161, с. 264].

У Законі України «Про валюту і валютні операції» від 21 червня 2018 року № 2473-VIII зазначено, що «валютне регулювання – це діяльність Національного банку України та в установлених цим Законом випадках Кабінету Міністрів України, спрямована на регламентацію здійснення валютних операцій суб'єктами валютних операцій і уповноваженими установами» [233].

У підсумку розглянутого вище, можемо зазначити, що валютне регулювання є однією з форм державного впливу на суб'єктів валютних відносин із метою реалізації відповідних цілей економічної політики держави, що забезпечується належним валютним законодавством. Тому валютне регулювання можна розглядати як певний процес, який включає комплекс цілеспрямованих заходів держави зі стабілізації або зміни наявних валютних відносин.

Крім цього, змістовне наповнення поняття «валютне регулювання» можна здійснювати як сукупність чотирьох базисних компонентів, які відображають його сутність, а саме: економіка, право, організація та психологія, наведене на рис. 1.4.



Рис. 1.4. Змістове наповнення поняття «валютне регулювання»

Джерело: складено автором на основі [273].

Підсумовуючи наведені вище підходи і враховуючи запропоноване змістове наповнення представимо валютне регулювання як діяльність органів державної влади, спрямована на досягнення поставлених цілей валютної політики в рамках загальної стратегії економічного розвитку за допомогою використання відповідних інструментів та методів в межах чинного законодавства. При цьому механізм валютного регулювання визначимо як сукупність конкретних методів, інструментів, важелів та дій, які використовують державні органи влади для реалізації цілей та завдань валютної політики.

Валютне регулювання може мати дві форми: ринкову та неринкову [273, с. 27]. Ринкове валютне регулювання представляє собою сукупність економічних методів та інструментів впливу на поведінку суб'єктів валютних відносин. Воно базується на конкуренції і застосовується в країнах з розвинутими ринковими відносинами. Неринкове валютне регулювання – це сукупність прямих (адміністративних) методів та інструментів впливу на поведінку суб'єктів валютних відносин. Враховуючи ситуацію, яка спостерігається в Україні (воєнні дії), та заходи НБУ, спрямовані на забезпечення стабільної роботи валютного ринку

через введення режиму фіксованого валютного курсу, який показав свою ефективність, вважаємо, що прямі інструменти валютного регулювання справедливо можливо доповнити таким інструментом, як «регулювання режиму валютного курсу». На рис. 1.5 зображена класифікація інструментів валютного регулювання з урахуванням даного інструмента, який ефективно впливає на динаміку валютного ринку.

Як відомо, монетарна політика у практиці своєї реалізації може використовувати три основних режими, а саме: таргетування грошової маси, таргетування обмінного курсу та інфляційне таргетування [128, с. 7]. НБУ з 2016 року обрав режим інфляційного таргетування і дотримувався його до 2022 року. Однак дослідження сучасних науковців вказують на той факт, що в малих економіках не можливо з високою ефективністю реалізовувати інфляційне таргетування без контролю за динамікою валютного курсу. Отже додавання інструменту «регулювання режиму валютного курсу» будується на логіці суміщення контролю за валютним курсом та інфляцією.



Рис. 1.5. Класифікація інструментів валютного регулювання за критерієм «ефективність впливу на валютний ринок»

Джерело: розроблено автором за даними [91, с. 159].

Для обґрунтування нашої позиції та проведення відповідного аналізу функціонування валютного ринку у наступних розділах, вважаємо необхідним розглянути специфіку функціонування валютного ринку за різних режимів валютного курсу [304, с. 56], наведену у табл. 1.1.

Таблиця 1.1

Функціонування валютного ринку за різних режимів валютного курсу

Режим валютного курсу	Умови застосування	Рівень розвитку економіки	Інструменти валютного регулювання
Режим плаваючого курсу	Економічна і політична стабільність держави, відсутність або незначні темпи інфляції.	Розвинена ринкова економіка, трансформаційна економіка	Девізна політика, дисконтна політика, диверсифікація валютних резервів.
Режим перехідного (регульованого) курсу	Достатній рівень міжнародних резервів, підтримування низького рівня інфляції національної грошової одиниці.	Трансформаційна економіка,	Девізна політика, девальвація та ревальвація валют, дисконтна політика; диверсифікація валютних резервів; валютні обмеження.
Режим фіксованого курсу	Достатній рівень міжнародних резервів	Недостатньо розвинена ринкова економіка, перехідна економіка	Девізна політика, девальвація та ревальвація валют, диверсифікація валютних резервів, низка адміністративних заходів (валютні обмеження та валютний контроль).

Джерело: розроблено автором за даними [192, с. 319].

Сутність валютного ринку визначається через виконувані ним функції, до яких належать:

- обслуговування міжнародних валютних експортно-імпортних та кредитних операцій;
- визначення валютних курсів на базі балансування попиту та пропозицій, що формуються під впливом економічних, політичних та інших факторів;
- збалансування попиту і пропозиції іноземної валюти;
- диверсифікація валютних резервів;
- надання механізму для страхових та спекулятивних операцій;

- об'єднання національних ринків у єдину світову фінансову систему.

Однією з основних функцій валютного ринку є збалансування попиту і пропозиції на іноземну валюту. На нашу думку, здатність валютного ринку повною мірою реалізувати цю функцію визначає ступінь його зрілості.

Історичний характер валютного ринку проявляється не лише у створенні нових форм валютного регулювання та функціонування, а й в еволюції кожної форми зокрема. Еволюція валютного ринку – це основні етапи їх розвитку. У ході дослідження історії валютного ринку ми виявили, що багато науковців виділяють чотири етапи розвитку валютного ринку, проте ми вважаємо за доцільне виділити 7 етапів за критерієм «розвитку валютного регулювання» (рис. 1.6).



Рис. 1.6. Етапи розвитку валютного ринку України

Джерело: розроблено автором.

Становлення валютного ринку розпочалося з проголошенням незалежності України. Передусім було створено Національний банк України зі статусом центрального емісійного банку держави, правовою основою якого був Закон «Про банки і банківську діяльність» [232], ухвалений Верховною Радою України 20 березня 1991 року. НБУ відігравав вагомий роль у розбудові фінансової системи країни. Однак після розпаду СРСР грошовою одиницею на території України

залишився рубль, який випускався Центральним банком Росії. В умовах інфляційних процесів, унаслідок чого і гострої нестачі готівкових рублів в Україні постала проблема їх власної емісії. Тому 10 січня 1992 року в обіг були введені купони багаторазового використання, які виконували функції обігу та платежу та були замінником готівкового рубля. А вже 16 листопада 1992 року згідно Указу Президента України єдиним законним засобом платежу на території України став український карбованець. В грудні 1992 року було проведено взаємозалік заборгованості між Україною та росією, що свідчило про вихід України з «рублевої зони». Даний етап характеризувався відсутністю національної системи валютного регулювання та започаткуванням золотовалютних резервів, структура яких була затверджена Правлінням НБУ. Перша спроба створення золотовалютних резервів була здійснена у листопаді 1992 року за рахунок стабілізаційного кредиту від Центрального банку росії. Однак дані резерви проіснували декілька місяців і були витрачені урядом на оплату туркменського газу. З метою впорядкування валютного ринку України у жовтні 1992 року створено валютну біржу як підрозділу НБУ та у листопаді 1992 року запроваджено міжбанківські торги іноземною валютою [245]. За рахунок проведених операцій на валютній біржі була здійснена друга спроба створення золотовалютних резервів, яка увінчалася успіхом. До валового міжнародного резерву держави було придбано 2,2 млн. дол. США і на кінець періоду міжнародні ліквідні активи України становили 468,8 млн. дол. США [266].

Таким чином, перший етап розвитку валютного ринку ознаменувався введенням єдиного законного засобу платежу – українського карбованця та створенням золотовалютних резервів країни, які сприяють підвищенню міжнародної валютної ліквідності України та рівню її фінансової безпеки.

Початок другого етапу ознаменувався запровадженням елементів системи валютного регулювання. 19 лютого 1993 року прийнято Декрет Кабінету Міністрів «Про систему валютного регулювання і валютного контролю», що створило юридичну основу розвитку валютного ринку [243]. Протягом 1993 - 1994 років уряд спробував відновити зовнішньоторговельну та валютну монополії (політика СРСР). За такої політики було впроваджено фіксований валютний курс та

аукціонний продаж іноземної валюти, припинено діяльність валютної біржі (УМВБ), виставлено жорсткіші вимоги до експортерів. Це призвело до зменшення валютних надходжень у країну та підвищення попиту на іноземну валюту, тому відбулася переорієнтація на ринкові методи регулювання.

Указ Президента «Про вдосконалення валютного регулювання» від 22 серпня 1994 року [234] передбачав ряд заходів щодо лібералізації валютного ринку в Україні. 3 жовтня 1994 року відновлено роботу УМВБ та запроваджено ринковий механізм визначення валютного курсу карбованця за результатами торгів на валютній біржі [244]. Це була перша економічна реформа, яка поклала початок формуванню умов для реального зміцнення курсу національної грошової одиниці. Хоча одразу після введення ринкового механізму курсоутворення накопичений незадоволений попит на іноземну валюту призвів до значної девальвації курсу карбованця. Повторилося це і у 1995 році, коли пропозиції валюти не вистачило для покриття наявного попиту на неї, що й викликало значне падіння курсу – на 72,2 % в номінальному вираженні. Однак дане падіння було в 10 разів меншим у порівнянні з попереднім роком, що дало змогу стримати інфляцію і забезпечити ревальвацію курсу карбованця на 39 % у реальному вираженні. Щодо лібералізації валютного ринку 16 травня 1995 року надано дозвіл на здійснення обов'язкового продажу валютних надходжень та вільних валютних коштів резидентів України як через УМВБ, так і безпосередньо через уповноважені банки на міжбанківському валютному ринку України.

Необхідно відмітити, що з 1996 року валютному ринку України були характерні позитивні зрушення. По-перше, відбувалося постійне нарощування обсягів операцій на всіх сегментах валютного ринку (біржовому та позабіржовому), що було обумовлене поліпшенням зовнішньоекономічної діяльності країни. По-друге, пропозиція валюти на ринку перевищувала її попит у середньому в 1,5 – 2 рази. Заслугами складеної ситуації на ринку стали як збільшення обсягу продажу валюти від експорту, так і відмова від суто інфляційних методів фінансування бюджетного дефіциту. По-третє, звуження можливостей для укладення спекулятивних угод завдяки зростаючій привабливості ринку державних

короткострокових цінних паперів. Спостерігалось активне переведення коштів із валютного ринку на ринок облігацій внутрішньої позики [127, с. 38].

Завершився другий етап проведення грошової реформи [236] 2 вересня – 16 вересня 1996 року, яка супроводжувалася переоцінкою товарів та формуванням вартісних показників [242]. Грошова реформа передбачала не лише заміну одних грошових знаків на інші, а проведення в країні режиму суворої фінансової економії та жорсткої фіскальної політики. Було встановлено наступні валютні обмеження: 50%-й обов'язковий продаж іноземної валюти резидентами за експортними операціями протягом 5-ти днів; при переказах за кордон за імпортними операціями обов'язкова наявність гаранта; операції на міжбанківському валютному ринку можуть здійснювати лише суб'єкти ринку.

Третій етап розвитку валютного ринку характеризувався внутрішньою конвертованістю та стабілізацією національної валюти. Стабільності української гривні було досягнуто завдяки ефективному використанню у практиці регулювання валютних відносин економічних інструментів: облікової ставки НБУ, операцій з державними цінними – паперами на ринку ОВДП, проведення НБУ інтервенцій для підтримки курсу національної щодо іноземних валют, та інших. Відбувався масовий приплив іноземних інвестицій за рахунок розвитку ринку ОВДП, а саме їх високої дохідності. Обсяги валютних операцій з основними іноземними валютами у 1997 році збільшилися порівняно з минулим роком на 13,4 млрд. дол. США у доларовому еквіваленті, або на 56,3 % і становили 37 млрд. дол. США.

Щоб підсилити довіру до економічної політики уряду та до національної валюти, обмінний курс гривні було визначено «номінальним якорем» та у травні 1996 року було задекларовано перший валютний коридор: до кінця 1997 року НБУ зобов'язувався утримувати курс гривні у межах 1,7 - 1,9 грн/дол. США.

Біржа продовжувала відігравати головну роль на валютному ринку України, оскільки валютний курс гривні формувався на УМВБ. Крім операцій з валютою і державними цінними паперами, на біржі здійснювались операції з корпоративними цінними паперами приватизованих підприємств, а з кінця 1996 року торгівля

ф'ючерсними валютними контрактами на американський долар, німецьку марку і російський рубль.

На початку 1997 року Верховною Радою прийнято рішення про відміну обов'язкового продажу 50 % валютних надходжень від експорту. Це сприяло розвитку зовнішньої торгівлі, оскільки раніше при проведенні операцій з купівлі і продажу валюти експортери втрачали значні кошти через курсову різницю [292, с. 198].

Наприкінці 1997 року світова фінансова криза призвела до зміни міжнародної кон'юнктури, впливу короткострокових капіталів, а нерезиденти почали активно продавати ОВДП. В даних умовах посилився попит на американський долар як основну резервну валюту, що призвело до девальваційного тиску на українську гривню і встановлення нових меж валютного коридору 1,8 – 2,25 грн/дол. США на 1998 рік. До середини серпня валютний ринок характеризувався відносною стабільністю гривні, однак інфляційні очікування підвищилися.

Четвертий етап ми умовно називаємо «періодом прискореної девальвації гривні». За часовими рамками він був найкоротшим, однак з серпня по жовтень 1998 року обмінний курс гривні знизився на 60 %. Для того щоб зберегти резерви НБУ уряд та Національний банк оголосили про розширення валютного коридору у межах 2,5 – 3,5 грн/дол. США. Щоб стабілізувати фінансовий ринок НБУ вжив жорсткі монетарні заходи, а саме: підвищив ставку рефінансування з 35 % річних у січні до 82 % у листопаді 1998 р. (зниживши її у грудні 1998 р. до 60 %); підняв із вересня 1998 р. норму обов'язкових резервів від пасивів банку з 15 % до 16,5 %.

Негативним явищем у розвитку валютного ринку стало і зниження обсягів легального ринку готівкового продажу валюти майже удвічі та активізація тіньового ринку (де курс купівлі-продажу валюти – 3,8-4,0 грн/дол. США – значно перевищував офіційний) у зв'язку з ускладненням доступу до купівлі валюти. Однак з листопада по грудень 1998 року було характерне пожвавлення та стабілізація валютного ринку завдяки адміністративним заходам НБУ.

П'ятий етап можемо назвати «періодом відносної стабільності». На початку даного етапу перед НБУ постала потреба відновлення ринкових методів

регулювання та встановлення нових меж валютного коридору. У 1999 році валютні операції на біржі здійснювалися під повним контролем НБУ. Валютний ринок працював в умовах перевищення попиту над пропозицією валюти, а різниця між офіційним курсом гривні щодо долара та його ринковим значенням досягала 15-20 %. За таких умов лєвова частка операцій з валютою перемістилася на «тіньовий» ринок.

Після кризи 1998 року валютні резерви НБУ зменшилися на 50 млн. дол. США і скоротилися до низької позначки – 685 млн. дол. США [291, с. 202]. Уряд та НБУ планували поповнити резерви за рахунок кредитів МВФ, однак міжнародна організація була проти стримування падіння курсу гривні та вимагала лібералізації валютного ринку. Тому у березні 1999 року НБУ вжив низку заходів щодо лібералізації валютного ринку.

У 2000 році відбулася докорінна зміна підходу НБУ до курсоутворення та 21 лютого 2000 року КМУ і НБУ офіційно оголосили про перехід від політики валютного коридору до політики плаваючого курсу гривні. Ефективне використання НБУ монетарних заходів дозволило зменшити волатильність валютного курсу.

Протягом 2000 – 2005 рр. НБУ сприяв стабілізації курсу гривні відносно долара США, дозволяючи лише незначні коливання. Проте у 2005 році НБУ фактично надає більшій гнучкості національній грошовій одиниці. Після політичних подій 2004-2005 років шляхом перевищення пропозиції валюти над її попитом НБУ здійснив зміцнення гривні на 4,8 % .

З метою зниження валютного ризику Національний банк встановив вимоги щодо його покриття капіталом (відповідно до вимог адекватності капіталу) через лімітування відкритих валютних позицій. Валютні позиції банків визначались щоденно окремо щодо кожної іноземної валюти. До фінансової кризи 2008 року політика керованого плавання була своєрідним якорем стабільності.

Для початку шостого етапу розвитку валютного ринку характерно розгортання світової фінансової кризи та поширення негативних наслідків в Україні. Наприкінці 2008 року девальвація гривні до долара США становила

52,48 %, обсяги проданої валюти населенню впали більш ніж у 2 рази, обсяги купленої валюти у населення – більш ніж у 3,5 рази, що було пов'язано з великим ступенем невизначеності подій на світових ринках. Спостерігався значний дефіцит іноземної валюти на міжбанківському ринку, який був спричинений загостренням кризи й зменшенням зовнішнього споживання, що призвели до зменшення надходжень іноземної валюти. Для стабілізації курсу гривні НБУ вжив наступних заходів: заборона видачі кредитів в іноземній валюті для фізичних осіб; зниження облікової ставки з 12 % до 10,25 % [175]; проведення валютних інтервенцій, а також було запроваджено механізм валютних аукціонів, який продемонстрував достатню ефективність [215, с. 5]. Для обмеження попиту на іноземну валюту НБУ передбачив низку додаткових заходів прийнятою Постановою Правління НБУ від 11 жовтня 2008 року № 319 та прийнятою на її заміну Постановою Правління НБУ від 04 грудня 2008 року № 413.

Завдяки проведеним заходам НБУ у 2009 році гривня набула стабільного характеру з коливаннями курсу в незначних межах. Суттєво вплинула на курс політична криза 2014 року, досягнувши позначки 11,886 грн/дол. США, що на 48,7 % більше порівняно з минулим роком (рис. 1.7). Локальна валютно-фінансова криза супроводжувалася впливом капіталу, спричиненим проведенням антитерористичної операції та дефіцитом валюти на внутрішньому ринку, зокрема через скорочення надходжень іноземної валюти від експорту та падінням обсягів валютних резервів НБУ. Можемо зауважити, що діючий монетарний режим, якорем якого був фіксований валютний курс, та механізм валютного регулювання не спроможні захистити національну валюту від знецінення в умовах розгортання кризи.

З 2015 року НБУ змінив монетарний режим, перейшовши до інфляційного таргетування та гнучкого курсоутворення [90, с. 44]. Ці дії відбувалися послідовно: на першому етапі будувалися макроекономічні моделі та квартальний прогнозний цикл, на другому етапі – забезпечено інструментальну незалежність Національного банку, відміна фіскальної переваги, на третьому етапі – впровадження структурних елементів таргетування інфляції. З метою підвищення транспарентності у 2016 році

було оприлюднено Дорожню карту з переходу до інфляційного таргетування [146]. У 2022 році НБУ був змушений змінити режим інфляційного таргетування на таргетування валютного курсу, однак у найближчому майбутньому планує повернутися до попереднього режиму.



Рис. 1.7. Динаміка курсу національної валюти до долара США за період 2008-2022 рр.

Джерело: розраховано автором за даними: UNCTAD.stat

У 2015 році курс знецінився ще на 83,8 % порівняно з 2014 роком і довгий час залишався нестабільним. Протягом 2016 - 2018 рр. курс гривні щодо долара США коливається в межах 25,5 грн/дол. – 28,5 грн/дол. США. З початку 2015 року динаміка показників міжбанківського валютного ринку України формується під впливом негативних ринкових очікувань.

Незважаючи на зміни у системі валютного регулювання, ми не можемо говорити про стабілізацію валютно-фінансового сектора економіки. Протягом всього періоду функціонування валютного ринку відбулося чотири кризи: 1997 - 1998 рр., 2008 - 2009 рр., 2014 - 2015 рр., 2022 р., та мали місце загострення ситуації на валютному ринку. Звідси випливає, що економічна ситуація в державі не сприяє реалізації головної мети валютної політики НБУ – довгостроковій

стабільності гривні. Хоча валютний ринок України і пройшов певний шлях свого розвитку, остаточного його становлення ще не відбулося. Національна валютна система ще знаходиться в процесі формування, а валютний ринок і його структура містять у собі елементи нестабільності.

Проведене нами дослідження інституційних засад валютного ринку дозволило дійти висновку, що базова теорія інституціоналізму досить чітко пояснює валютний ринок та основи його функціонування. З цього ми визначили, що економічне значення валютного ринку полягає, в першу чергу, у практичній реалізації державного впливу на валютні відносини економічних суб'єктів. Досягнення стабільної динаміки валютного ринку відбувається шляхом валютного регулювання, яке представляє собою сукупність певних інструментів. Дослідження історичних етапів розвитку вітчизняного валютного ринку засвідчує про наявність розбалансованості валютного ринку та виникнення кризових ситуацій, які спостерігалися у часи фінансової нестабільності. У наступному підпункті ми розглянемо, який зв'язок існує між фінансовою нестабільністю і валютним ринком.

1.3. Взаємозв'язок валютного ринку та фінансової нестабільності: теоретичний аспект

Впродовж достатньо тривалого періоду часу у колі наукових інтересів залишаються питання впливу фінансової нестабільності на динаміку валютного ринку. Також недостатньо дослідженим є питання взаємозв'язку між фінансовою нестабільністю та функціонуванням валютного ринку. На нашу думку, дослідження даного питання необхідно здійснювати у двох аспектах: як фінансова нестабільність впливає на валютний ринок і яким чином дестабілізація валютного ринку провокує фінансову нестабільність.

Слід зазначити, що фінансова нестабільність, спровокована спочатку біметалізмом, а потім множиною національних грошових одиниць і необхідністю формування курсу перерахунку однієї на іншу, стала однією з причин виникнення

та розвитку центральних банків. Центральний банк став єдиним емісійним центром та державним органом, який з часом почав формувати грошово-кредитну та валютну політику. Таким чином, центральний банк зайняв провідне місце серед суб'єктів валютного ринку і почав опікуватися динамікою валютного курсу. Кожна країна світу має свій центральний банк і схожі функції, які він виконує. В розвинутих країнах центральний банк формує єдину монетарну політику в той час, як в країнах з несформованими ринковими механізмами, банк формує грошово-кредитну і валютну політику.

Щодо України, то центральним органом, який забезпечує стабільне функціонування вітчизняного валютного ринку виступає Національний банк України. Для регулювання грошової пропозиції НБУ користується набором інструментів, до переліку яких входять: регулювання рівня облікової ставки, нормування обов'язкових резервів банків, рефінансування (кредитор останньої інстанції), операції на відкритому ринку і регулювання динаміки валютного курсу. Зазначені інструменти суттєво впливають на грошову пропозицію і, в кінцевому результаті — на курсоутворення національної грошової одиниці. Так як вітчизняний валютний ринок під впливом фінансової нестабільності, зумовленої як зовнішніми (світові фінансові кризи), так і внутрішніми (політична та банківська кризи) чинниками знаходився у кризовому стані, НБУ має достатній досвід та інструментарій для подолання такого стану. Адже в умовах фінансової нестабільності або ж розгортанні фінансової кризи саме центральний банк повинен прийняти необхідні заходи для зменшення її руйнівного впливу на фінансові ринки, тому числі й на валютний ринок. До прикладу, у червні 2015 року Верховна Рада України прийняла зміни до Закону «Про Національний банк України», розширивши повноваження Національного банку, згідно чого НБУ з того часу має сприяти фінансовій стабільності. Відповідно у законі однією з функцій Національного банку визначено аналіз стану фінансової системи щодо фінансової стабільності. Національний банк України розпочав роботу над таким важливим напрямом діяльності, як макропруденційне регулювання, яке має забезпечити фінансову стабільність. Таке регулювання складається з макропруденційного

аналізу, політики, розроблення сучасних моделей для макрострес-тестування та проведення досліджень у цій сфері [252].

Зазначимо, що між фінансовою нестабільністю та дисбалансами валютного ринку існує прямий та обернений взаємозв'язок, який схематично зображений на рис. 1.8.



Рис. 1.8. Взаємозв'язок фінансової нестабільності та валютного ринку

Джерело: складено автором.

Фінансова нестабільність, зокрема нестабільність фінансових ринків та макроекономічних показників з досить коротким часовим лагом призводять до надмірної волатильності валютного курсу, а девальвація національної валюти провокує фінансову нестабільність, яка проявляється через фінансову або банківську кризи. Прикладом є ситуація, яка спостерігалася в Україні протягом 2014 - 2015 рр., політична криза спровокувала відпив капіталу, що зумовило фінансову нестабільність (безліч іноземних банків вийшло з українського ринку, населення масово забирало депозити з банків, знімали кошти зі своїх банківських карток), а фінансова нестабільність, у свою чергу, призвела до девальвації гривні і спровокувала дестабілізацію валютного ринку та банківську кризу. І навпаки, порушення стабільної роботи валютного ринку та ліквідація великої кількості

банків призвели до фінансової нестабільності. Ланцюгова реакція відбувається наступним чином: девальвація гривні тягне за собою зниження інвестиційної привабливості країни та її фінансових ринків, кредитна заборгованість в банках у перерахунку на іноземну валюту зростає, також відбувається зростання рівня інфляції, імпорتنі товари дорожчають, внутрішнє споживання та реальний ВВП скорочується, негативне сальдо платіжного балансу зростає.

Фінансова нестабільність, на нашу думку, має певні канали впливу на макроекономічні показники та на валютний ринок. Схематично прослідкуємо всі взаємозв'язки валютного ринку та фінансової нестабільності. На рис. 1.9 зображено ланцюговий зв'язок впливу фінансової нестабільності на валютний ринок.



Рис. 1.9. Канали впливу фінансової нестабільності на валютний ринок

Джерело: складено автором.

На рис. 1.10 схематично зображено ланцюговий зв'язок та канали впливу нестабільності валютного ринку на економіку країни.



Рис. 1.10. Канали впливу нестабільності валютного ринку на розвиток економіки.

Джерело: складено автором.

Зображені на рис. 1.9 і 1.10 взаємозв'язки між фінансовою нестабільністю, валютним ринком, нестабільністю валютного ринку та розвитком економіки є тісними, прямими та оберненими.

Основним показником валютного ринку є валютний курс, динаміка якого характеризує стан фінансової стабільності в країні. Через валютний курс за паритетом купівельної спроможності визначається позиція країни на міжнародному ринку. Тому важливим є визначення факторів, які впливають на динаміку валютного курсу та показників, на які впливає валютний курс [290, с. 58], [125, с. 46], [301, с. 68].

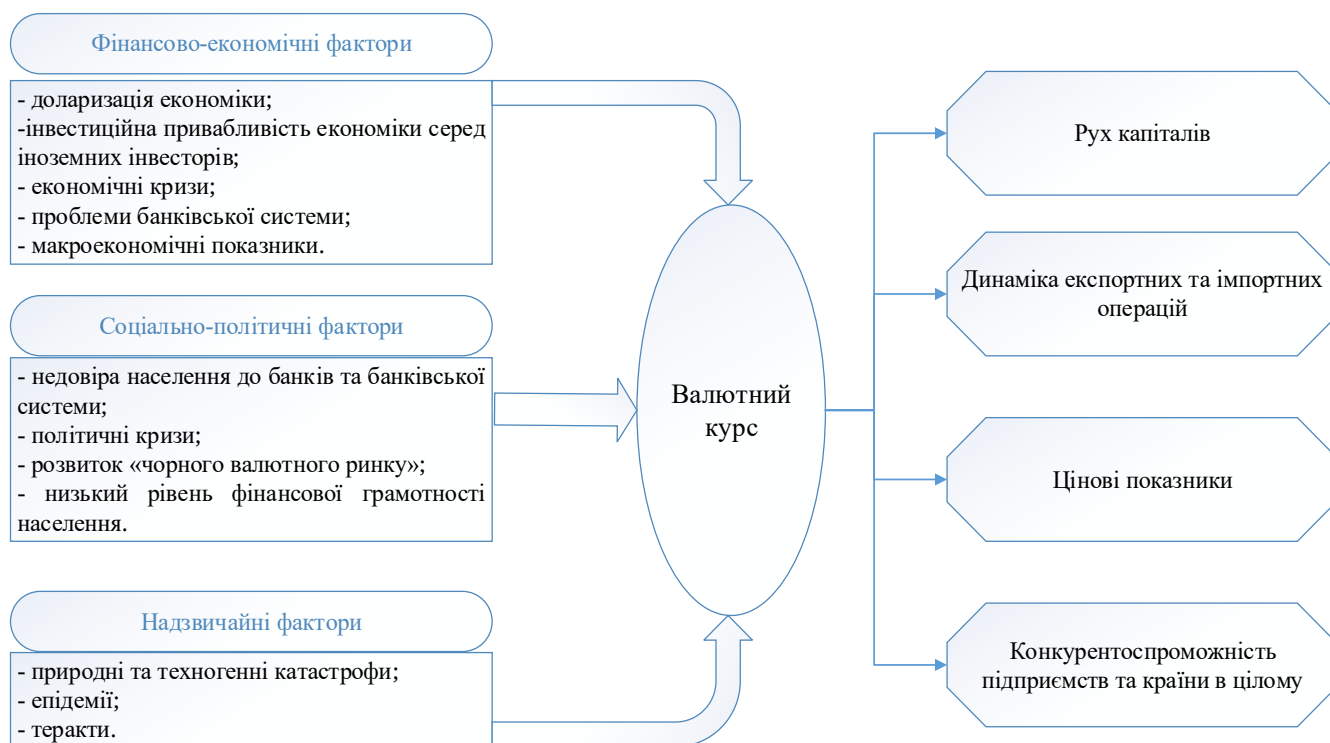


Рис. 1.11. Фактори впливу на валютний курс

Джерело: складено автором.

Зазначене вище є підтвердженням того факту, що висока волатильність валютного курсу зумовлює нестабільність валютного ринку. Нестабільність валютного ринку часто визначається як «надмірна» зміна показників, що характеризують поточну або потенційну вартість валюти. При цьому рух валютного курсу може відбуватися як у бік зменшення вартості валюти, так і бік збільшення.

Нестабільність валютного ринку, особливо коли вона зумовлена не фінансовими проблемами, а ажіотажним спекулятивним попитом на іноземну валюту, примушує органи грошово-кредитного регулювання (центральный банк) швидко реагувати через проведення валютних інтервенцій або регулювання рівня облікової ставки (стискання грошової пропозиції). Тому в окремих наукових дослідженнях нестабільність розглядають як ситуацію надмірної зміни вартості валюти щодо сформованого тренду.

Нестабільність на валютному ринку може спричинятися наступними кризами:

- платіжного балансу;
- державної заборгованості (провокує валютну кризу);
- заборгованості приватних позичальників, яка за певних умов може спричинити валютну кризу [16].

Платіжний баланс є важливим документом, який характеризує зв'язок країни з зовнішнім світом. Аналіз показників платіжного балансу дає зрозуміти актуальні макроекономічні проблеми як з точки зору внутрішнього стану країни, так і численних зв'язків країни з міжнародною економікою в цілому. В. Р. Хом'як у своїх дослідженнях кризу платіжного балансу визначає «як різкий вплив іноземного капіталу з країни, що призводить до девальвації обмінного курсу та/або різкого зменшення міжнародних резервів» [289, с. 232].

У зарубіжній літературі зустрічаються дослідження, в яких на прикладі досвіду криз, що спостерігалися у латиноамериканських країнах у 90-х рр. XX ст., а також аналізі причин виникнення валютно-фінансової кризи у Південно-Східній Азії, висновок, що передвісником цих фінансових криз була криза платіжного балансу [294, с. 31]. Криза платіжного балансу відбувається за підтримки фіксованого курсу валюти центральним банком на рівні, що суперечить іншим цілям монетарної політики. Якщо, наприклад, розширення грошової маси в будь-якій державі йде швидше, ніж в інших, попит на валюту буде перевищувати її пропозицію, так як ціни в цій країні будуть підвищуватися в порівнянні із світовими, що веде до дисбалансу у зовнішній торгівлі. Можливості підтримки фіксованого курсу в даній ситуації визначаються тільки величиною валютних резервів центрального банку.

Типовий випадок кардинальної невідповідності між напрямками економічної політики - монетизація бюджетного дефіциту і спроба зберегти фіксований курс.

Якщо у економічних агентів з'являється недовіра до можливості центрального банку утримувати курс на заданому рівні, то вони чекатимуть девальвацію національної валюти, що призведе до зсуву кривої прибутковості іноземних активів (виражених у одиницях національної валюти) вправо і тиску на курс національної валюти в бік зниження. У цих умовах центральний банк буде

підтримувати курс на колишньому рівні, продаючи іноземні активи. Коли тиск на національну валюту зберігається досить довго, зниження міжнародних резервів змушує центральний банк відмовитися від підтримки національної валюти, що призводить до різкої девальвації.

Між дефіцитом державного бюджету і негативним сальдо рахунку поточних операцій науковці також вбачають певний взаємозв'язок. Його пояснюють наступним чином: монетизація фіскального дефіциту (погашення дефіциту за рахунок грошової емісії) веде до інфляції, погіршення умов торгівлі (через більш швидке зростання внутрішніх цін) та до дефіциту рахунку поточних операцій. Стандартними рекомендаціями в такому разі є фіскальна консолідація і посилення монетарної політики.

Криза платіжного балансу може статися і при відсутності дефіциту бюджету: якщо темпи зростання цін в країні вище, ніж в інших державах – торговельних партнерах (через інфляцію витрат або ліберальної монетарної політики), умови торгівлі та платіжний баланс за поточними операціями погіршуються. Це рано чи пізно повинно призвести до дестабілізації динаміки валютного курсу.

Науковці в процесі дослідження криз платіжного балансу виокремлюють три моделі криз платіжного балансу.

Моделі «першого покоління» обґрунтовані латиноамериканськими кризами у 1970-80-х рр. Серед дослідників були П. Кругман [41], Р. Флуд та П. Гарбер [32]. На думку П. Кругмана, за цієї моделі криза платіжного балансу спричинена накопиченням дисбалансів у зовнішньому секторі, який не може компенсуватися внутрішніми резервами та зовнішніми запозиченнями. Учасники ринкових відносин відчують слабкість уряду й неможливість втримати фіксований курс, тому й починають збільшувати тиск на національну валюту, ґрунтуючись на власних раціональних очікуваннях і максимізуючи власний рівень добробуту. Зазвичай така ситуація супроводжується зростанням попиту на іноземну валюту та впливом іноземних інвестицій. Науковці Р. Флуд та П. Гарбер вважають, що одним з основних факторів утворення нестабільності виступає незбалансована внутрішня економічна політика.

Моделі «другого покоління» були обґрунтовані після європейської кризи грошової системи в 1992-1993 роках та мексиканської кризи в 1993 році. М. Обстфельд [54] у своїй праці визначив, що криза визначається діловими очікуваннями суб'єктів господарської діяльності, негативні очікування яких спонукають до відсутності рівноваги з фіксованим обмінним курсом. За такої ситуації уряд продовжує утримувати стабільний обмінний курс для стабілізації, тому виникає висока ймовірність спекулятивної атаки. Економіка реагує підвищенням процентних ставок для нівелювання спекулятивної атаки. У випадку, коли економіка перебуває на циклі падіння, тоді зростання попиту на іноземну валюту призводить до дисбалансу, що призведе до розгортання кризових процесів.

Моделі «третього покоління» були обґрунтовані після азійської кризи в 1997-1998 роках [11]. Такі дослідники, як П. Кругман [42], Дж. Корсеті [18], П. Пезенті [56] та Н. Рубіні [60] розглянули проблему реагування банківської сфери на потрясіння фінансової системи та її взаємозв'язок з кризою платіжного балансу.

П. Кругман у своїй оновленій праці (1999 р.) виділив три фактори, які призводять до кризи платіжного балансу:

- труднощі в управлінні зовнішнім боргом та утриманні його в певних межах для країн, що розвиваються;
- відсутня можливість запозичень з-за кордону в національній валюті;
- суттєвий розрив між активами та зобов'язаннями країни.

В моделі «третього покоління» досліджений «ефект інфікування». Ф. Канова [12] вважає, що інфікування відбувається через три канали: фінансова взаємозалежність між країнами, взаємозалежність реальних секторів та через зміни в очікуваннях учасників ринку.

Криза державної заборгованості проявляється у неможливості країни обслуговувати зовнішню заборгованість у повному обсязі, зокрема здійснювати платежі з обслуговування накопиченої суми боргу. Країна може увійти в боргову кризу, коли податкові надходження її уряду менші за її видатки протягом тривалого періоду [10]. У будь-якій країні уряд фінансує свої видатки насамперед за рахунок залучення грошей шляхом оподаткування. Коли податкових надходжень

недостатньо, уряд може компенсувати різницю у вигляді боргу. Це робиться насамперед шляхом продажу державних казначейських векселів на відкритому ринку інвесторам.

Уряд з хорошою репутацією та невеликою заборгованістю або встановленим досвідом повернення позики, як правило, не стикається з великими труднощами у пошуку інвесторів, які готові йому позичити. Однак, якщо боргове навантаження уряду стає занадто великим, інвестори починають турбуватися про його повернення, і вони починають вимагати вищих процентних ставок, щоб компенсувати більший ризик. Це призводить до збільшення вартості запозичень для цього уряду. Втрата довіри до держави-позичальника характеризується прагненням кредиторів повернути свої вкладення достроково, що призводить до девальвації національної валюти та може призвести до виснаження резервів.

Можливість того, що боргові кризи можуть виникнути: якщо інвестори вважають дефолт малоімовірним, вони вимагатимуть невелику премію за ризик дефолту, а боржникам, що стикаються з низькою процентною ставкою, буде мало стимулу до дефолту. І навпаки, якщо інвестори вважають дефолт імовірним, вони вимагатимуть вищих процентних ставок, даючи країні більший стимул до дефолту [67, с. 190].

Багато країн зазнали боргової кризи. Прикладом можуть служити латиноамериканська боргова криза 1980-х років, яка призвела до «втраченого десятиліття» для регіону, та європейська боргова криза, що розпочалася у 2009 році.

Криза заборгованості приватних осіб характеризується надмірним зростанням зовнішнього і внутрішнього боргу держави, що, ймовірно, призводить до валютної кризи. Приклад ймовірного впливу даної кризи на валютний ринок зобразимо на рис. 1.12.

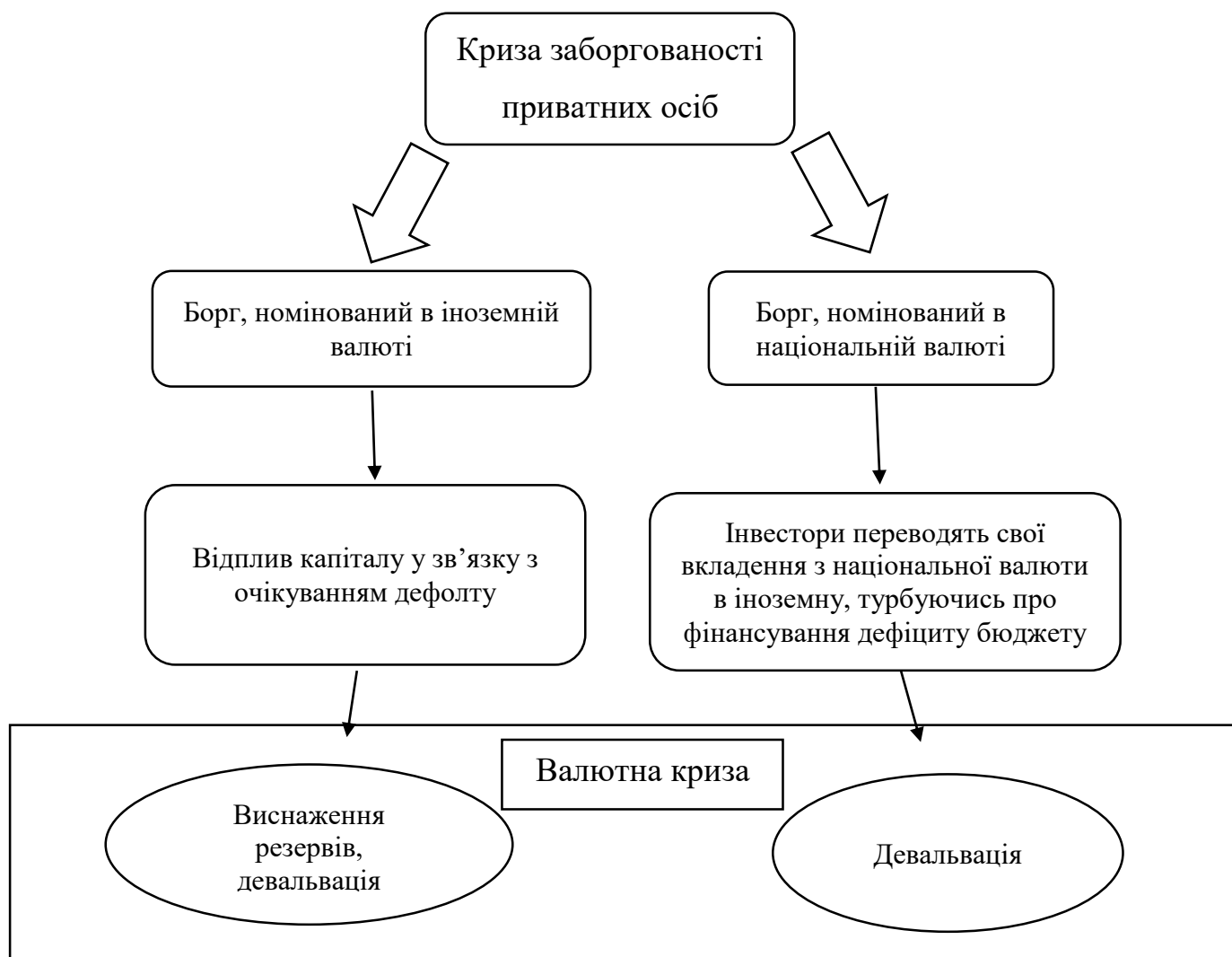


Рис. 1. 12. Вплив кризи заборгованості приватних осіб на валютний ринок

Джерело: складено автором.

Такі економічні процеси, як приплив капіталу в країну та відплив капіталу з країни теж мають свій вплив на валютний ринок. Припливу капіталу сприяють наступні фактори: лібералізація операцій, пов'язаних з рухом капіталу; режим фіксованого валютного курсу; різниця внутрішніх та зовнішніх відсоткових ставок; макроекономічна та грошово-кредитна стабілізація. Схематично фактори припливу капіталу зображено на рис. 1.13.

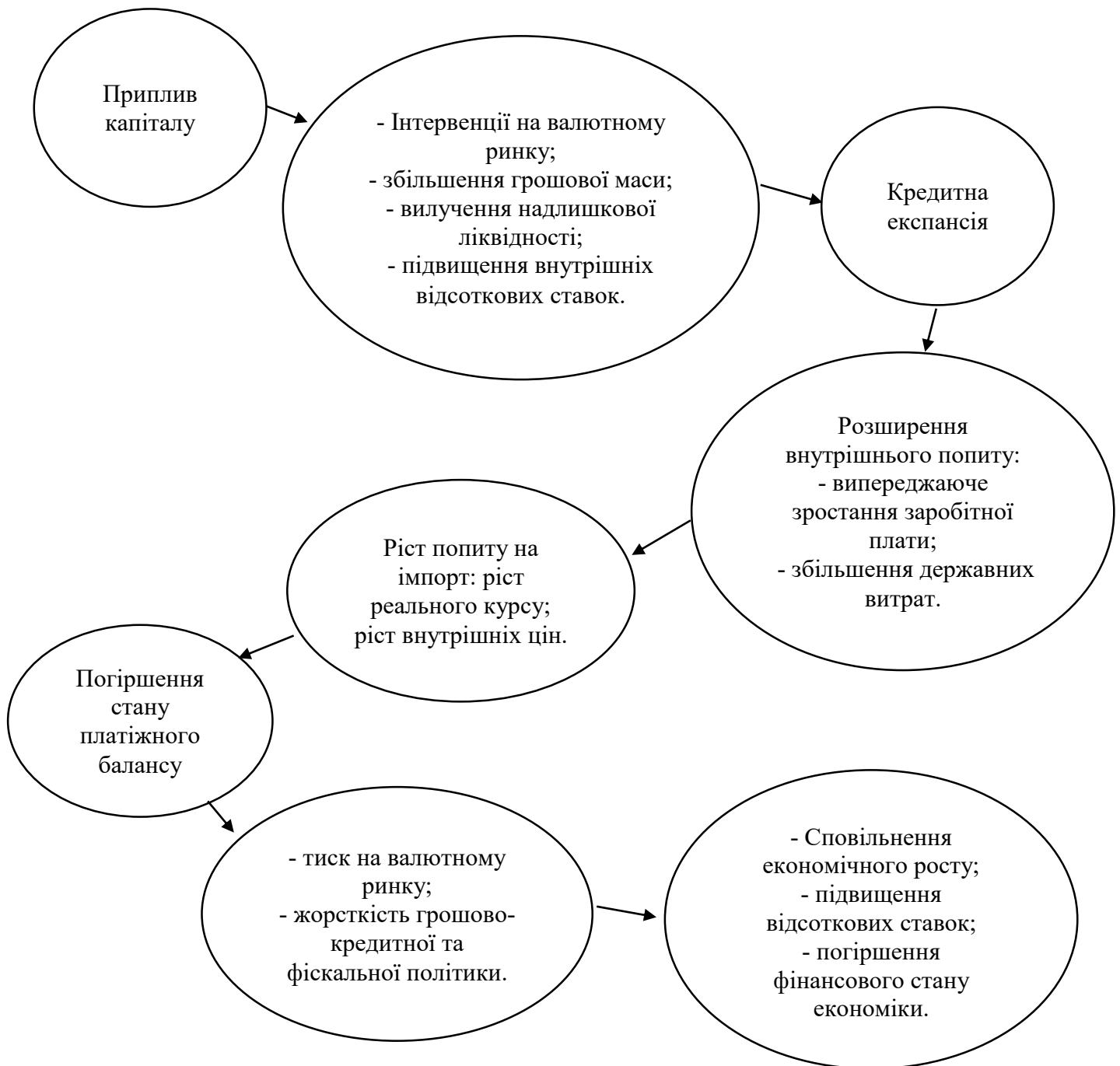


Рис. 1. 13. Фактори, що зумовлюють виникнення нестабільності у випадку припливу капіталу

Джерело: складено автором.

Відплив капіталу з країни зумовлюється такими факторами, як погіршення внутрішньо-економічної кон'юнктури, зміна переваг іноземних інвесторів у зв'язку з підвищенням рівня ризику в економіці, погіршення економічної ситуації в цілому. Дані фактори схематично зображено на рис.1.14.

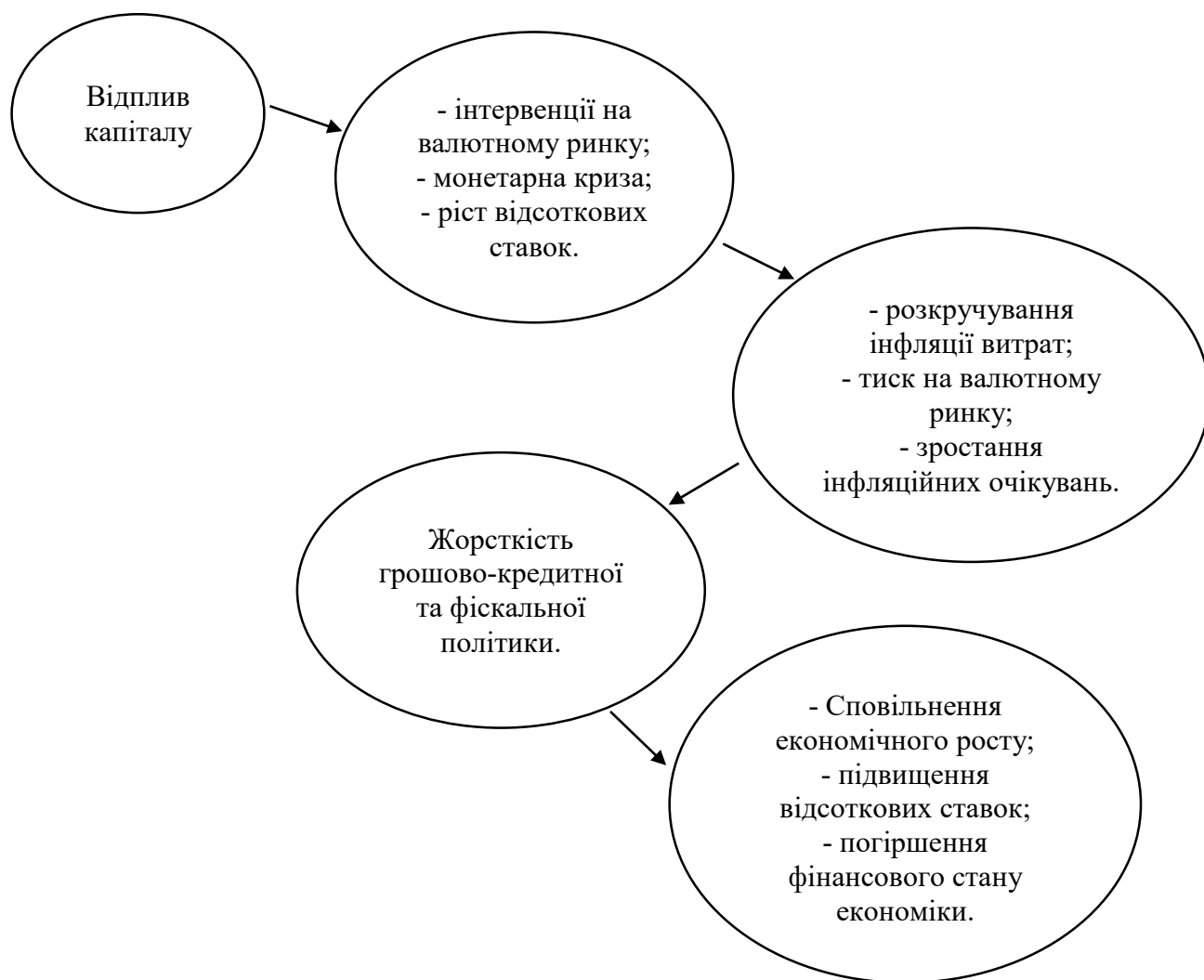


Рис. 1.14. Фактори, що зумовлюють виникнення нестабільності у випадку відпливу капіталу

Джерело: складено автором.

Процес нагромадження фінансових капіталів в країнах також здійснив свій внесок у виникнення нестабільності на валютному ринку, через: зростання його мобільності в результаті лібералізації руху між країнами; зміну процентних ставок; суттєве зростання обсягів та капіталізації фінансових ринків; масштабів потоків капіталу; посилення спекулятивного характеру руху капіталу; збільшення волатильності цін на активи на світовому фінансовому ринку з огляду на неадекватність розмірів внутрішніх фінансових ринків і обсягу припливу капіталу в економіку [116, с. 245]. Валютні кризи, що спостерігалися в країнах, були викликані факторами, схематично зображеними на рис. 1.15.



Рис. 1.15. Фактори, які впливають на виникнення валютних криз

Джерело: складено автором.

У роботі Ф. Агіона, Ф. Бачетта, Р. Рансьєр, К. Рогоффа розглянуто взаємозв'язок між волатильністю курсу валюти і рівнем фінансового розвитку разом з характером макроекономічних потрясінь. Було емпірично доведено, що коливання реального обмінного курсу можуть мати суттєвий вплив на економічне зростання і стабільність економіки. При цьому даний ефект залежить від рівня фінансового розвитку країни: при низькому рівні розвитку фінансових інститутів волатильність обмінного курсу може знижувати економічне зростання, в той час як коливання курсу валюти не мають такого істотного впливу на країни з розвиненою фінансовою системою. Таким чином, висока волатильність курсу національної валюти може сприяти уповільненню зростання економіки, особливо в країнах з невисокою капіталізацією активів і в економіках, де фінансові шоки є основними джерелами макроекономічної нестабільності.

У цьому контексті можна прийти до висновку, що в країнах з ринками, що формуються і розвиваються, висока волатильність обмінного курсу була однією з основних загроз для фінансової стабільності, так як в цих економіках рівень фінансового розвитку поступається розвиненим країнам [2]. Нестабільність курсу національної валюти може сприяти зростанню доларизації в країні. До основних

причин фінансової доларизації можемо віднести неконкурентоспроможний банківський сектор, асиметричність інформації та недовіра до національної валюти.

Одними з причин криз 1990-х рр. в країнах з ринками, що формуються були одночасне зростання мобільності капіталу і масштабів спекуляцій. Вважається, що зростання обсягів спекулятивного капіталу вплинуло не тільки на збільшення волатильності курсу валют, а й негативним чином позначилося на фінансовій стабільності країн. Варто зазначити, що великий обсяг потоків капіталу впливав на реальний ефективний курс в сторону його підвищення [172, с. 22]. При цьому дана тенденція повторилася в 2008-2009 рр. та в 2014 р.

В останнє десятиріччя помітно зросла роль банків у виникненні і розвитку кризових явищ, оскільки саме банки формують інституційну систему, впливаючи на ефективність розподілу кредиту, структуру процентних ставок, приймають рішення в сфері грошово-кредитної політики і доводять їх економічним агентам. Це пояснюється тим, що стратегія поведінки окремих банків формується в результаті прийняття рішень на мікрорівні, проте в результаті колективних дій вони впливають на формування макроекономічних умов, в яких існують як самі банки, так і інші економічні агенти.

Подібна роль банківської сфери визначається її більш швидкою реакцією на зміну кон'юнктури порівняно з іншими секторами економіки, що дозволяє використовувати її поведінку як дієвий інструмент прогнозування економічної ситуації. Таким чином, створення ефективних мікроекономічних структур - невід'ємна передумова досягнення і підтримки стабільності на макрорівні.

Кризові явища в банківській сфері стали предметом дослідження науковців. Більше того, в наукових дослідженнях багато уваги приділяється взаємозв'язку валютного ринку і банківської сфери. Та все ж не існує єдиної думки щодо причинно-наслідкового зв'язку між нестабільністю банківської сфери і валютного ринку, оскільки між даними явищами існують різні варіанти взаємодії: вплив нестабільності в банківській сфері на валютний ринок; вплив нестабільності на валютному ринку на банківську сферу. Розглянемо кожний з цих варіантів.

Проблеми в банківській сфері та збільшення спекулятивного тиску на національну валюту призводять до валютної кризи у наступних випадках:

- очікування зміни пріоритетів грошово-кредитної політики і відмова від стабільного обмінного курсу з метою недопущення банкрутств;
- зменшення депозитів з банків в умовах зростання надлишкової ліквідності, обумовленої прагненням надати фінансову підтримку банківському сектору;
- прийняття рішення про девальвацію курсу національної валюти для вирішення проблеми відтоку депозитів з банків в умовах режиму фіксованого валютного курсу.

Нестабільність на валютному ринку призводить до зростання чутливості банківської сфери у наступних випадках:

- збільшення валютного тиску, основним джерелом якого виступають депозити, деноміновані в іноземній валюті;
- різке збільшення відсоткових ставок органами грошово-кредитного регулювання з метою захисту стабільності національної валюти в умовах посилення валютного тиску.

Проявом нестабільності в банківській сфері та на валютному ринку може також стати виникнення подвійної кризи, а в якості причини може виступати комбінація перерахованих вище випадків.

Дослідження показують, що причинами нестабільності на валютному ринку виступають:

- надлишкові витрати уряду, що призводять до зростання дефіциту бюджету;
- збільшення пропозиції грошей в економіці, спричинених політикою дешевих грошей;
- зміна кон'юнктури на ринках товарів і капіталу, в результаті чого спостерігається незбалансованість потоків платежів і надходжень у зовнішній торгівлі;
- зміна процентних ставок на міжнародних ринках, що веде до прискорення припливу або відтоку капіталу залежно від реакції грошово-

кредитних влади, а також наявності валютних обмежень по операціях, пов'язаних з рухом капіталу;

- форс-мажорні обставини (зміна динаміки окремих макроекономічних показників).

Варто зазначити, що нестабільність на валютному ринку має прямий вплив на банківський сектор, так як безпосередньо впливає на поведінку банків та прийняті управлінські рішення і формується під впливом фундаментальних показників. Ситуація в банківському секторі впливає опосередковано на валютний ринок та валютний курс, в більшій мірі залежить від своєчасності і ефективності заходів, що реалізуються органами нагляду з метою нейтралізації наслідків нестабільності банківської сфери.

Сучасні науковці намагаються розробити моделі раннього попередження і інтегровані індекси, які сигналізували б про можливі труднощі на валютних ринках. Хоча для цих моделей виявилось складним спрогнозувати терміни настання кризи, деякі з них можуть застосовуватися для визначення рівня вразливості валютного ринку в періоди міжнародної фінансової нестабільності, що розширює часовий горизонт органів грошово-кредитного регулювання для можливого коректування політики до настання кризи.

Для спостереження та оцінки ймовірності виникнення нестабільності на валютному ринку можна скористатися наступними показниками:

- співвідношення міжнародних резервів до грошової маси M_2 ;
- співвідношення дефіциту торговельного балансу до ВВП;
- співвідношення дефіциту рахунку поточних операцій до ВВП;
- співвідношення короткострокового зовнішнього боргу до міжнародних резервів;
- зміна структури платежів з експорту та імпорту.

Для досягнення і подальшого підтримання рівноваги в економіці, крім ефективного набору інструментів монетарної політики потрібно стійка і конкурентоспроможна банківська система. Валютний курс виступає фактором, що визначає зовнішнє середовище функціонування банків, і безпосередньо впливає на

рішення, що приймаються в рамках управління банківськими ризиками. Разом з тим при однаковому ступені вразливості, тобто схильності потенційним ризикам, виникнення кризи в банківському секторі залежить від його стійкості, в свою чергу, зумовлює силу ретрансляції негативних наслідків для валютного ринку.

З проведеного нами дослідження можемо зробити висновок, що причинами виникнення валютних криз незалежно від їх типів є ендогенні та екзогенні фактори. До екзогенних факторів можемо віднести: глобалізацію та інтеграцію фінансових ринків; лібералізацію руху потоків капіталу; недостатній рівень міждержавного регулювання валютних відносин. До ендогенних чинників відносимо: нестабільність фінансових ринків та макроекономічної політики; відсутність контролю за збалансованістю державного бюджету; недостатня ефективність інструментарію регулювання валютного ринку; недостатній рівень транспарентності та незалежності центрального банку. Серед визначених причин, ми зосередимо увагу у нашому подальшому дослідженні на ендогенних чинниках, оскільки ці чинники залежать від дій держави і їх можна покращувати.

Руйнівний вплив фінансової нестабільності можливо зменшити не тільки шляхом запровадження певних обмежувальних заходів з боку регулятора, а також шляхом підвищення дієвості ринкового механізму регулювання валютного ринку. Дисбаланси, що виникають на валютному ринку під впливом фінансової нестабільності, зумовлюють зниження рівня валютної безпеки. Тому для підвищення ефективності функціонування валютного ринку в умовах фінансової нестабільності за різних режимів валютного курсу важливо, насамперед, необхідно оцінити рівень валютної безпеки. Якщо цей рівень є низьким, необхідно розробити певні заходи з його підвищення. Отже, у наступних розділах питанням оцінки валютної безпеки та певним заходам з її посилення буде приділена значна увага.

Висновки до розділу 1

У процесі дослідження теоретичних засад впливу фінансової нестабільності на валютний ринок було сформовано наступні висновки:

1. На основі узагальнення наукових підходів до розуміння сутності фінансової нестабільності сформульоване авторське тлумачення даного терміну. Під фінансовою нестабільністю варто розуміти ситуацію, при якій присутній значний ризик погіршення показників діяльності реального сектора економіки або таке погіршення вже сталося через надмірну волатильність на фінансових ринках і нездатність банків та інших фінансових компаній своєчасно і в повному обсязі погашати свої зобов'язання. Фінансова нестабільність не дозволяє фінансовій системі виконувати свої функції, такі як фінансове посередництво та здійснення платежів, а також протистояти кризовим явищам. Вплив фінансової нестабільності на фінансові ринки в цілому і на валютний, зокрема є негативним та зумовлює появу дисбалансів.

2. Фінансова нестабільність притаманна ринковим економікам та практично завжди супроводжується фінансовими кризами, які залишають свій відбиток на всіх сферах економічної діяльності. Глибинними причинами фінансових криз на сучасному етапі є якісні структурні та інноваційні зміни, що спостерігаються у фінансовому секторі та несуть у собі нові ризики, які не можуть бути повністю контрольованими учасниками ринку.

3. З'ясовано, що основними причинами, що зумовлюють фінансову нестабільність, є: надмірна волатильність фінансових ринків; асиметричність інформації; погіршення банківських балансів; політична нестабільність; інституційну слабкість фінансових ринків; розвиток інноваційної економіки.

4. Здійснено класифікацію інституційних одиниць валютного ринку та визначено їх основні функції. Основні положення базової теорії інституціоналізму дали можливість пояснити природу валютного ринку та основи його функціонування. Економічне значення валютного ринку полягає, в першу чергу, у практичній реалізації державного впливу на валютні відносини економічних суб'єктів. Досягнення стабільної динаміки валютного ринку відбувається шляхом валютного регулювання, яке представляє собою сукупність певних інструментів.

5. Для керованості процесу курсоутворення гривні та контрольованості рівня інфляції запропоновано до вже існуючої класифікації інструментів валютного

регулювання додати такий інструмент, як «регулювання режиму валютного курсу».

6. Дослідження історичних етапів розвитку вітчизняного валютного ринку засвідчує про наявність розбалансованості валютного ринку та виникнення кризових ситуацій, які виникали за часи фінансової нестабільності. Здійснено огляд еволюції валютного ринку та виділено основні 7 етапів його розвитку: 1991-1993 – період становлення валютного ринку, 1993-1996 – період пошуку шляхів удосконалення валютного ринку, 1996-1998 – період розквіту валютного ринку, 1998-1999 – період прискореної девальвації гривні, 1999-2008 – період відносної стабільності валютного ринку, 2008-2015 – період нестабільності валютного ринку та пошуку шляхів удосконалення, 2015-нині – шлях до валютної лібералізації.

7. Між фінансовою нестабільністю і валютним ринком існує прямий та обернений зв'язок. Фінансова нестабільність з досить коротким часовим лагом призводить до надмірної волатильності валютного курсу, девальвація національної валюти спричиняє дестабілізацію валютного ринку та провокує валютно-фінансову та банківську кризу. І навпаки, валютно-фінансова криза провокує валютну нестабільність, яка своєю чергою призводить до фінансової нестабільності.

Основні положення першого розділу знайшли відображення в публікаціях дисертанта [43], [94], [192].

РОЗДІЛ 2.

ТЕНДЕНЦІЇ ФУНКЦІОНУВАННЯ ВАЛЮТНОГО РИНКУ В УКРАЇНІ В УМОВАХ ФІНАНСОВОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ

2.1. Оцінка рівня валютної безпеки в умовах дисбалансів валютного ринку

Фінансова нестабільність, що була спровокована кризовими явищами у певні часові періоди в Україні, а також іншими чинниками, пов'язаними з воєнними діями, девальвацією гривні, високою інфляцією, порушила стабільне функціонування вітчизняного валютного ринку та викликала його розбалансування. У свою чергу, дисбаланси на валютному ринку посилювали фінансову нестабільність і це унеможливило підтримувати рівень валютної безпеки на належному рівні.

Рівень валютної безпеки є важливим індикатором функціонування валютного ринку і залишається предметом уваги вітчизняних науковців. Зокрема, дослідженню окремих аспектів валютної безпеки присвячені праці О. Береславської [86], Я. Белінської [83], О. Барановського, М. Єрмошенка, Т. Філіпенко та інших. Однак окремі питання валютної безпеки потребують більш поглибленого дослідження та аналізу. Це зумовлюється потребою забезпечення стабільної динаміки валютного курсу та достатнім запасом міжнародних валютних центрального банку. Якщо таке забезпечення відсутнє, то рівень валютної безпеки знижується. Таким чином, як вже зазначалося вище, валютна безпека є індикатором функціонування валютного ринку, а також, на нашу думку, й критерієм оцінки ефективності валютної політики і діяльності органів влади під час реформування й розвитку фінансової системи держави в цілому.

Логіка нашого дослідження передбачає розглянути наукові підходи до визначення сутності валютної безпеки. О. І. Барановський дає два визначення валютної безпеки: це - 1) «ступінь забезпеченості держави валютними коштами, достатній для додержання позитивного сальдо платіжного балансу, виконання

міжнародних зобов'язань, накопичення необхідного обсягу валютних резервів, підтримання стабільності національної грошової одиниці»; 2) «стан курсоутворення, який створює оптимальні умови для поступального розвитку вітчизняного експорту, широкомасштабного припливу в країну іноземних інвестицій, інтеграції України до світової економічної системи і максимально захищає від потрясінь на світових валютних ринках» [76, с. 11].

Я. В. Белінська та Я. А. Жаліло валютну безпеку визначають як «стан валютної системи, що характеризується передбачуваністю динаміки обмінного курсу національної валюти, збалансованістю валютного ринку, задоволенням в іноземній валюті потреб держави, суб'єктів господарювання й населення» [151].

У нормативних документах, зокрема в Методичних рекомендаціях щодо розрахунку рівня економічної безпеки України «валютна безпека є станом курсоутворення, який характеризується високою довірою суспільства до національної грошової одиниці, її стійкістю, створює оптимальні умови для поступального розвитку вітчизняної економіки, залучення в країну іноземних інвестицій, інтеграції України до світової економічної системи, а також максимально захищає від потрясінь на міжнародних валютних ринках» [211].

Узагальнюючи розглянуті точки зору науковців, пропонуємо під валютною безпекою розуміти стан валютної системи країни, що забезпечує ефективне виконання валютним ринком своїх функцій, а також підтримання стабільної динаміки курсу національної валюти та виконання міжнародних зобов'язань перед країнами-кредиторами.

В економічній літературі розрізняють валютну безпеку на макро- та мікрорівні, відповідно виділяють валютну безпеку держави, населення та суб'єктів господарювання [177, с. 64]. Виходячи з логіки нашого дослідження, зосередимо нашу увагу на макрорівні та розрахуємо рівень валютної безпеки країни за 2008 – 2022 рр.

Для оцінки рівня валютної безпеки в Україні найчастіше використовують метод розрахунку інтегрального показника валютної безпеки, який здійснюється відповідно до «Методичних рекомендацій щодо розрахунку рівня економічної

безпеки України», затвердженої наказом Мінекономрозвитку України від 29.10.2013 № 1277 [211]. В даному документі запропоновано розраховувати рівень валютної безпеки за допомогою 6 індикаторів, які представлені на рис. 2.1.



Рис. 2.1. Індикатори валютної безпеки

Джерело: складено автором за даними [211].

Оцінка рівня валютної безпеки здійснюється поетапно, а саме:

- формування множини індикаторів;
- визначення характеристичних (оптимальних, порогових та граничних) значень індикаторів;
- нормалізація індикаторів;
- розрахунок інтегрального індексу.

Для отримання даних з метою проведення детального аналізу розрахуємо дані індикатори за період 2014-2022 рр. (9 років).

1. Перший індикатор — розрахований індекс зміни офіційного курсу національної грошової одиниці до долара США, наведений у таблиці 2.1.

Таблиця 2.1

**Індекс зміни офіційного курсу національної грошової одиниці до долара
США за 2013-2022 рр. (середній за період)**

Роки	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Офіційний курс гривні до долара США, середній за період	7,99	11,89	21,85	25,55	26,60	27,20	25,85	26,96	27,29	32,34
Індекс зміни офіційного курсу гривні до долара США, середній за період	-	148,81	183,77	116,93	104,11	102,26	95,04	104,29	101,22	118,5

Джерело: складено автором за даними НБУ.

Згідно методики, далі необхідно обчислити нормоване значення даного індикатора, яке обчислюємо за допомогою формул, наведених у додатку В.

Даний індикатор є індикатором типу А – змішаним, який до певного значення показника є стимулятором, а в разі подальшого збільшення перетворюється на дестимулятор складової стану валютної безпеки. Тому нормування проводимо поєднанням розрахунків за типом С (для частини, яка є стимулятором) та за типом В (для частини, що є дестимулятором). Розрахунки, які ми здійснювали для визначення нормованого значення кожного індикатора валютної безпеки зображені у додатку Г.

У таблиці 2.2 представлено розраховане нормоване значення індексу зміни офіційного курсу національної грошової одиниці до долара США за 2014-2022 рр.

Таблиця 2.2

Нормоване значення індексу зміни офіційного курсу національної грошової одиниці до долара США за 2014-2022 рр.

Роки	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Нормоване значення індикатора	0,175	0,142	0,345	0,989	1	0,608	0,971	1	0,328

Джерело: розраховано і складено автором.

Коментуючи отримані результати у таблиці 2.2. відмітимо, що до 2014 року індекс зміни курсу гривні був оптимальним, а політична криза і, як результат, банківська криза у 2014-2015 рр., призвела до девальвації гривні на 83,77%. Першопричиною стрімкого знецінення курсу національної грошової одиниці є політична криза – зміна уряду та окупація Криму, що вкрай негативно позначилося на економічній діяльності країни в цілому [193, с. 179]. Для періоду 2014-2015 рр. характерна тенденція відпливу капіталу, зумовлена «втечею» банківського іноземного капіталу з вітчизняного ринку.

У 2017-2021 рр. індекс зміни офіційного валютного курсу гривні знову був оптимальним, але вже у 2022 році бачимо погіршення ситуації через збройну агресію в Україні.

2. Другий індикатор — валові міжнародні резерви України, інформацію про які наведено у таблиці 1.3.

Таблиця 2.3

Валові міжнародні резерви України за 2014-2022 рр. (місяців імпорту)

Роки	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Валові міжнародні резерви України, місяців імпорту	1,7	2,2	3,7	3,6	3,5	3,9	4,8	4,1	3,7

Джерело: складено автором за даними НБУ.

Даний індикатор означає достатність міжнародних резервів за критерієм покриття імпорту. За методикою МВФ достатність валютних резервів визначається співвідношенням загального показника міжнародних резервів до 3-х місячного обсягу імпорту країни [132, с. 29].

Даний показник є стимулятором, так як показує наявність прямого зв'язку між показником-стимулятором та інтегральною оцінкою. У таблиці 2.4 наведено розраховане нормоване значення валових міжнародних резервів України за 2014-2022 рр.

Таблиця 2.4

**Нормоване значення валових міжнародних резервів України
за 2014-2022 рр.**

Роки	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Нормоване значення індикатора	0,28	0,48	0,87	0,86	0,85	0,89	0,98	0,91	0,87

Джерело: розраховано і складено автором.

Даний показник достатності рівня золотовалютних резервів є найстарішим та водночас найбільш значущим. Для даного показника граничним є показник 3-х місячного імпорту. Саме за цей, мінімально необхідний період, країна має адаптуватися та вирішити свої проблеми з імпортом (наприклад, укласти контракти з іншими країнами, мобілізувати інтенсивне внутрішнє виробництво тощо) [160]. Даний показник був розроблений у той період, коли в зовнішньому балансі країни фінансові операції відігравали проміжну роль, а торговельні – основну. Чим більш обмежений доступ держави до світових ринків капіталу, тим більш значущим є цей показник для визначення рівня достатності резервів [229, с. 394].

Починаючи з 2011 року, даний показник мав тенденцію до зменшення і в жовтні 2013 року не досягнув мінімально необхідного рівня, однак у 2016 році він перевищив 3-х місячний обсяг. Тенденція щодо збільшення даного показника зберігається до теперішнього часу, хоча у 2022 році цей показник дещо знизився. Але вже у серпні 2023 року обсяг резервів, за даними НБУ, оновив свій історичний максимум, насамперед завдяки стійким надходженням коштів від іноземних партнерів. Даний показник становив 5,4 місяці майбутнього імпорту. У серпні 2023 року обсяг резервів оновив історичний максимум [214].

3. Третій індикатор — частка кредитів в іноземній валюті у загальному обсязі наданих кредитів, інформація про яку наведена у таблиці 2.5.

Таблиця 2.5

**Частка кредитів в іноземній валюті до загального обсягу наданих кредитів,
відсотків за 2014-2022 рр.**

Роки	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Кредити, надані резидентам у іноземній валюті, млн. грн.	472680	547802	493683	446031	459137	358162	347912	301682	279444
Кредити, надані резидентам, млн. грн	1020667	981627	998682	1016657	1073131	971871	948386	1044049	1007648
Частка кредитів в іноземній валюті в загальному обсязі наданих кредитів, %	46,31	55,81	49,43	43,87	42,79	36,85	36,68	28,90	27,73

Джерело: складено автором за даними НБУ.

У таблиці 2.6 наведено розраховане нормоване значення частки кредитів в іноземній валюті до загального обсягу наданих кредитів за 2014-2022 рр.

Таблиця 2.6

**Нормоване значення частки кредитів в іноземній валюті до загального
обсягу наданих кредитів за 2014-2022 рр.**

Роки	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Нормоване значення індикатора	0,35	0,18	0,22	0,43	0,46	0,60	0,61	0,82	0,85

Джерело: розраховано і складено автором.

Аналіз отриманих результатів, наведених у таблиці 2.6, пояснюється тим заборонаю кредитування у іноземній валюті. У 2011 році набув чинності закон № 3795-VI «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо врегулювання відносин між кредиторами і споживачами фінансових послуг», яким забороняється валютне кредитування. До 2013 року спостерігалось зменшення загальної суми валютних кредитів. У 2014 році НБУ скасував заборону на валютні кредити [235], після чого спостерігалось збільшення частки кредитування в

іноземній валюті відносно всіх наданих кредитів до 55%, що є негативним явищем для банків та економіки. Останніми роками на тлі фінансової стабілізації цей показник знову почав знижуватися, але він далекий від середньоєвропейських значень.

4. Четвертий індикатор — сальдо купівлі-продажу населенням іноземної валюти, наведений нами у таблиці 2.7.

Таблиця 2.7

Обсяг операцій із готівковою іноземною валютою на міжбанківському валютному ринку України за 2014-2022 рр., (млн. дол. США)

Роки	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Обсяг валюти, купленої банками в населення	5613	2232	3226	7725	11073	14945	15951	21513	11215
Обсяг валюти, проданої населенню	8023	684	747	5587	9593	14766	14851	20298	12225
Сальдо купівлі-продажу населенням іноземної валюти	-2410	1548	2479	2138	1480	179	1100	1215	-1010

Джерело: складено автором за даними НБУ.

У таблиці 2.8 наведено розраховане нормоване значення сальдо купівлі-продажу населенням іноземної валюти за 2014-2022 рр.

Таблиця 2.8

Нормоване значення сальдо купівлі-продажу населенням іноземної валюти за 2014-2022 рр.

Роки	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Нормоване значення індикатора	0,718	0,938	0,901	0,914	0,941	0,993	0,956	0,951	0,9

Джерело: розраховано і складено автором.

Наведені розрахунки у таблиці 2.8 показують, що у 2015 році спостерігалось суттєве скорочення сальдо купівлі-продажу населенням іноземної валюти.

Наслідком такої тенденції, на думку О.І. Береславської, стало те, що «дві третини готівкових валютних коштів перемістилося на тіньовий ринок» [87, с. 29]. Ще однією причиною такої тенденції стало падіння життєвого рівня домогосподарств і окремих фізичних осіб після політичної кризи 2014 року. Обсяг валюти, купленої населенням у 2011 році був у 10 разів більше порівняно з аналогічним показником 2016 року. У наступні роки обсяги операцій з купівлі-продажу іноземної валюти на ринку готівкових продажів суттєво збільшилися. Помітне збільшення середніх обсягів як купівлі, так і продажу валюти клієнтами спричинене підвищенням рівня життя в Україні, стабілізацією курсової динаміки гривні та лібералізацією операцій з боку НБУ щодо купівлі-продажу іноземної валюти на внутрішньому ринку.

5. П'ятий індикатор — рівень доларизації грошової маси.

У таблиці 2.9 наведено розрахований показник рівня доларизації грошової маси за 2014-2022 рр.

Таблиця 2.9

Рівень доларизації грошової маси за 2014-2022 рр. (%)

Роки	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Депозити в іноземній валюті, млн. грн	306512	319599	362302	385417	370034	409925	494370	474107	630167
Цінні папери, крім акцій в іноземній валюті, млн. грн	1198	167	187	193	3621	2844	2469	1602	1098
Грошова маса (М3), млн. грн	956728	994062	1102700	1208859	1277635	1438311	1850007	2071358	2501621
Рівень доларизації грошової маси, %	32,16	32,17	32,87	31,90	29,25	28,70	26,86	22,97	25,23

Джерело: складено і розраховано автором за даними НБУ.

Розраховане нормоване значення рівня доларизації грошової маси за 2014 - 2022 рр. наведено у таблиці 2.10.

Таблиця 2.10

Нормоване значення рівня доларизації грошової маси за 2014-2022 рр.

Роки	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Нормоване значення індикатора	0,19	0,19	0,18	0,19	0,25	0,29	0,41	0,65	0,52

Джерело: розраховано і складено автором.

За даними Міжнародного валютного фонду рівень доларизації вважається критичним, якщо він досягнув 30 % грошової маси. Інформація, наведена у таблиці 2.10 засвідчує, що в Україні рівень доларизації у 2014 - 2017 рр. був критичним, але вже у 2018 - 2021 рр. ситуація дещо покращилася. У 2022 році даний показник зменшився через девальвацію гривні, але вважається допустимим. На нашу думку, цей показник низький через тимчасову заборону відкриття депозитів у іноземній валюті у 1 півріччі 2022 року.

До основних причин доларизації грошової маси України можна вважати [257, с. 94], [199, с. 105]:

- значні обсяги надходжень у країну валютних переказів від трудових мігрантів;
- високий рівень інфляції в країні та, як наслідок, високі інфляційні очікування суб'єктів економіки,
- недовіра до національної грошової одиниці у населення.
- падіння курсу національної грошової одиниці відносно грошових одиниць інших країн;
- зростаючу відкритість вітчизняної економіки, яка зумовлена розвитком міжнародної торгівлі;

6. Шостий індикатор — різниця між форвардним і офіційним курсом гривні.

Форвардний курс розраховано за допомогою формули 2.1:

$$\text{Форвардний курс (річний)} = \text{курс СПОТ} \times \frac{1 + \%_{\text{грн}}}{1 + \%_{\text{дол}}}. \quad (2.1)$$

У таблиці 2.11 наведені показники, які дали можливість розрахувати різницю між форвардним і офіційним курсом гривні за вказаний період.

Таблиця 2.11

**Різниця між форвардним і офіційним курсом гривні за 2014-2022 рр.,
(грн.)**

Роки	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Форвардний курс	12,83	24,46	27,83	28,80	30,59	29,47	29,30	29,70	36,64
Офіційний курс гривні до долара США, середній за період	11,89	21,85	25,55	26,60	27,20	25,85	26,96	27,29	32,34
Різниця між форвардним і офіційним курсом гривні	0,94	2,61	2,28	2,20	3,39	3,62	2,34	2,41	4,3

Джерело: складено автором за даними НБУ.

Нормоване значення різниці між форвардним і офіційним курсом гривні за 2014-2022 рр. розраховано нами і наведено у таблиці 2.12.

Таблиця 2.12

**Нормоване значення різниці між форвардним і офіційним курсом
гривні за 2014-2022 рр.**

Роки	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Нормоване значення індикатора	0,53	0,19	0,23	0,25	0,15	0,14	0,22	0,10	0,12

Джерело: складено автором за розрахунками.

Отже, ми провели розрахунок 6 індикаторів, які нами використані для оцінки рівня валютної безпеки.

Методику розрахунків інтегрального індикатора валютної безпеки відображено у додатку Д, однак отримане значення інтегрального індикатора валютної безпеки за досліджувані нами роки наведено у таблиці [195, с. 231].

Таблиця 2.13

**Розраховане значення інтегрального індикатора валютної
безпеки за 2014-2022 рр.**

Роки	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Інтегральний показник валютної безпеки	0,364	0,354	0,467	0,616	0,613	0,579	0,695	0,746	0,599

Джерело: складено автором за розрахунками.

Інформація, наведена у таблиці 2.13 засвідчує про низький рівень валютної безпеки протягом 2014-2015 рр., тобто у період стрімкої девальвації гривні.

На рис. 2.2 графічно зображено показник рівня валютної безпеки за 2008-2022 рр. З рисунку можна побачити, що саме пікові періоди фінансових криз (2008-2009 рр. та 2014-2015 рр.) мали вплив на рівень валютної безпеки. Як зазначалося, на рівень валютної безпеки в ці періоди суттєво вплинула девальвація гривні, спричинена відпливом капіталу з банківського та фінансового сектору. Це є негативною тенденцією, так як рівень валютної безпеки в Україні можна вважати одним із показників припливу капіталу в економіку країни. Макрофінансова стабільність протягом 2017-2021 рр., яка у тому числі забезпечувалася забезпечувалося інструментами валютного та монетарного регулювання НБУ, сприяла притоку фінансового капіталу, зростанню валютних резервів, стабільній динаміці валютного курсу, в результаті чого валютна безпека трималась в межах задовільного рівня. Винятком стали 2019 та 2022 рр., де рівень валютної безпеки знову досяг незадовільного рівня.

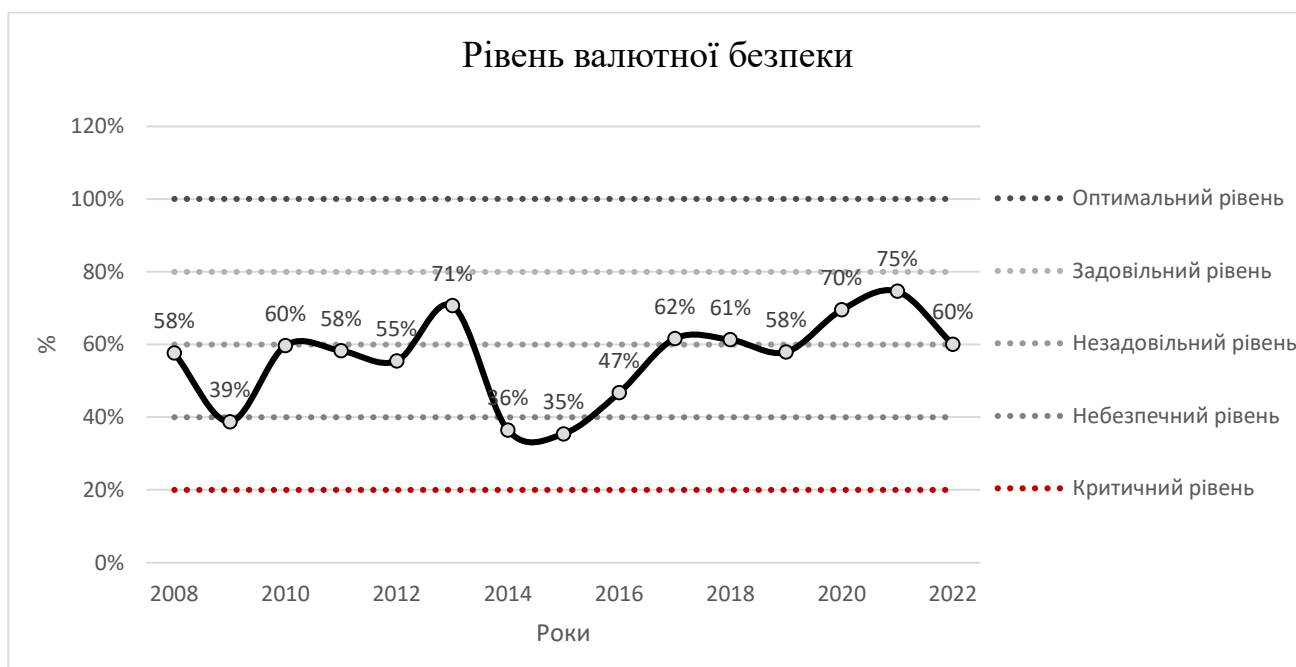


Рис. 2.2. Розподіл рівня валютної безпеки за зонами

Джерело: складено автором за розрахунками.

В умовах незадовільного рівня валютної безпеки виникає необхідність у розробці та прийнятті на рівні держави необхідних заходів, спрямованих на забезпечення належного рівня валютної безпеки. Такі заходи повинні бути спрямовані на підвищення довіри до національної валюти та досягнення стабільної динаміки валютного курсу [286, с. 9]. З метою покращення ситуації на валютному ринку слід намагатися через інструментарій НБУ досягати «точки рівноваги» між попитом і пропозицією на іноземну валюту, тобто уникати надмірної волатильності обмінного курсу гривні. На рівні держави необхідно розробити покрокову програму поступового зниження рівня доларизації національної економіки.

У контексті зазначеного та за результатами проведеного аналізу нагальним постає питання щодо формування та правового закріплення державної стратегії забезпечення валютної безпеки, в якій потрібно концептуально визначити перелік напрямів та заходів, спрямованих на досягнення належного рівня валютної безпеки. Поряд з цим доцільно визначити перелік показників, за допомогою яких можливо буде здійснювати моніторинг та оцінку ймовірності настання періодів нестабільності на валютному ринку.

У розділі 1 нами було обґрунтовано та визначено перелік оцінюваних показників, а саме: дефіцит торгового балансу/ВВП, дефіцит рахунку поточних операцій/ВВП, обсяг міжнародних резервів (МР)/грошової маси М2, обсяг короткострокового зовнішнього боргу/МР. У додатку Е наведено динаміку показників за період з 2007 - 2022 рр. у абсолютному вираженні, які використані нами для розрахункової оцінки їх впливу на функціонування вітчизняного валютного ринку.

У таблиці 2.14 наведені результати розрахунку оцінювальних показників, аналіз яких дозволив зробити певні висновки. Зокрема, у 2015, 2020 та 2022 рр. рахунок поточних операцій був з профіцитом, це пояснюється наступним чином: у 2015 та 2022 рр. спостерігалось збільшення обсягу надходження приватних трансфертів та грошових переказів в Україну, а також скорочення імпорту за рахунок девальвації гривні; у 2020 році профіцит сформувався за рахунок

надходження коштів з оплати праці українців з-за кордону, і також — за рахунок скорочення імпорту послуг.

Таблиця 2.14

Динаміка розрахованих оцінюваних показників за 2007-2022 рр. (%)

Роки	Дефіцит торгового балансу/ВВП	Дефіцит рахунку поточних операцій/ВВП	Обсяг МР/ М2	Обсяг КЗБ/МР
1 кв. 2007	6,10%	3,91%	43,58%	134,50%
2 кв. 2007	3,77%	1,86%	41,60%	140,48%
3 кв. 2007	2,73%	0,81%	42,19%	135,69%
4 кв. 2007	9,69%	7,60%	43,61%	120,73%
1 кв. 2008	11,65%	9,67%	41,06%	133,57%
2 кв. 2008	8,17%	7,01%	38,75%	141,04%
3 кв. 2008	4,44%	3,66%	38,39%	140,09%
4 кв. 2008	8,47%	8,86%	40,53%	136,26%
2009	1,67%	1,48%	42,59%	156,16%
2010	2,92%	2,21%	46,00%	135,06%
2011	19,02%	6,19%	37,17%	175,62%
2012	8,14%	8,13%	25,43%	257,68%
2013	8,59%	9,07%	18,00%	290,41%
2014	3,50%	3,49%	9,38%	783,29%
2015	2,61%	+5,56%	29,24%	383,04%
2016	6,92%	2,00%	36,02%	293,37%
2017	7,80%	3,10%	41,40%	250,79%
2018	8,70%	4,92%	44,46%	234,27%
2019	8,14%	2,68%	45,57%	187,45%
2020	1,53%	+3,39%	42,52%	158,41%
2021	1,34%	1,94%	40,80%	151,62%
2022	15,99%	+4,90%	36,85%	134,07%

Джерело: складено автором за розрахунками [225, 228].

Отримані розрахункові результати двох перших показників графічно зображені на рис. 2.3.

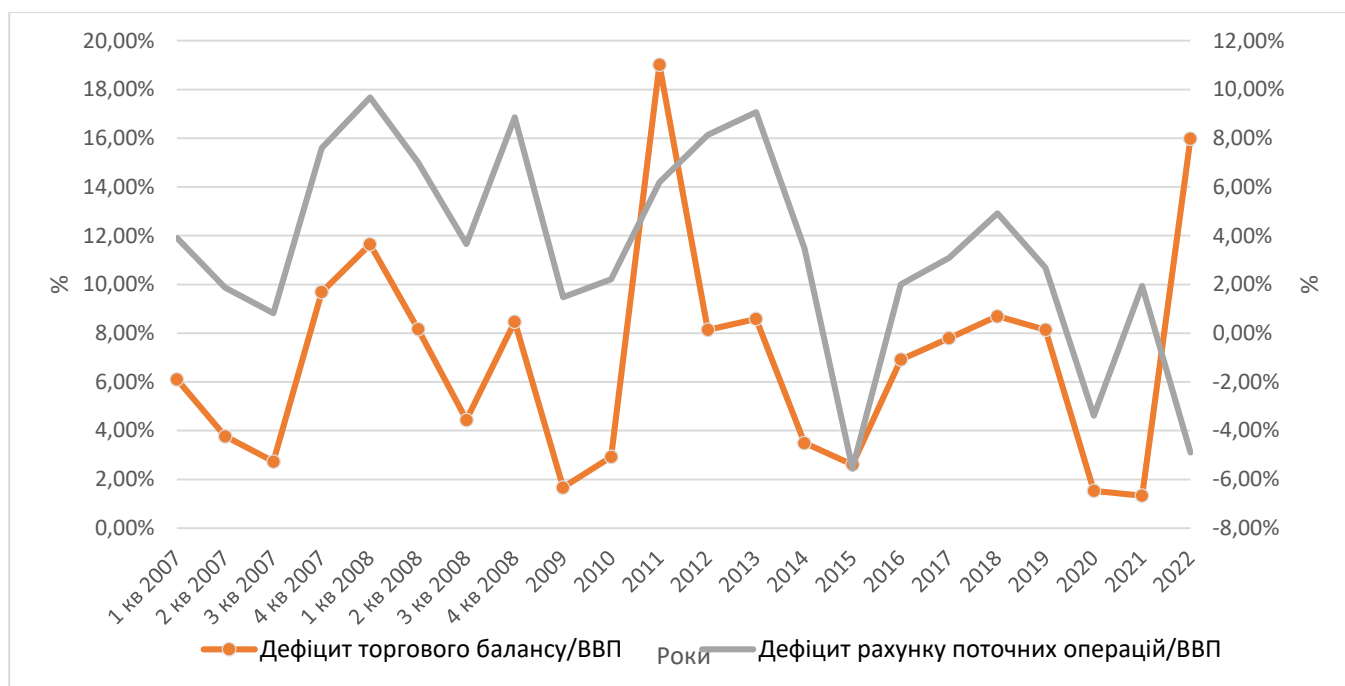


Рис. 2.3. Динаміка дефіциту торгового балансу/ВВП та дефіциту рахунку поточних операцій/ВВП

Джерело: складено автором на основі табл. 2.14.

Графічні дані на рис. 2.3. показують, що динаміка наведених показників має певні цикли, а графіки обох показників майже повторюють одне одного. Так, у 4 кварталі 2007 року та 1 кварталі 2008 року відбулося зростання досліджуваних показників, яке, по-перше, засвідчує про зниження обсягів надходження іноземної валюти на внутрішній ринок; по-друге, перевищення попиту на іноземну валюту з боку імпортерів; по-третє, є першим сигналом до появи нестабільності на валютному ринку. Подібна тенденція спостерігається у 2013 році. Разом з тим, у 2011 році, як видно з графіку, відбулося значне зростання від'ємного сальдо торгового балансу, що пояснюється ревальвацією гривні, але у підсумку тенденція до зміцнення курсу шкодить національному виробнику та всій економіці в цілому.

Аналіз динаміки співвідношень обсягу короткострокового зовнішнього боргу/МР та обсягу МР/грошової маси М2 графічно зображено на рис. 2.4. При цьому слід зауважити, що до 2016 року в Україні функціонував режим регульованого валютного курсу гривні, а починаючи з 2016 року НБУ перейшов до режиму плаваючого валютного курсу.



Рис. 2.4. Динаміка обсягу короткострокового зовнішнього боргу/МР та обсягу МР/грошової маси M2

Джерело: складено автором на основі табл. 2.14.

Інформація, графічно зображена на рис. 2.4 показує, що динаміка зазначених показників протягом 2007 - 2022 рр. мала як зростаючу, так і знижувальну тенденції. Розраховані показники можуть бути використані для прогнозування ситуації на вітчизняному валютному ринку.

Отже, проведена оцінка рівня валютної безпеки в умовах дисбалансів валютного ринку дає можливість зробити певні висновки, зокрема:

- рівень валютної безпеки суттєво залежить від курсової стабільності гривні
- при девальвації цей рівень зменшується та стає загрозливим, при зміцненні – стабілізується та підвищується;

- управління рівнем валютної безпеки здійснюється на основі наступних індикаторів: індексу зміни офіційного курсу національної грошової одиниці, покриття валових міжнародних резервів місяцями імпорту, частки кредитів в іноземній валюті до загального обсягу наданих кредитів, сальдо купівлі-продажу

населенням іноземної валюти, рівня доларизації грошової маси та різниці між форвардним та офіційним курсом гривні;

– ймовірність настання нестабільності, спричиненої чинниками на міжнародних ринках (зовнішні), можна передбачати на основі таких показників, як: сальдо торгового балансу/ВВП, сальдо рахунку поточних операцій/ВВП, а нестабільність, зумовлена на національному валютному ринку (внутрішні) – на основі таких показників, як обсяг міжнародних резервів/М2 та обсяг короткострокового зовнішнього боргу/обсяг міжнародних резервів.

2.2. Аналіз залежності між показниками фінансової нестабільності та функціонуванням валютного ринку

Між фінансовою нестабільністю та валютним ринком існує причинно-наслідкова залежність, про що мова йшла у першому розділі. Логіка нашого дослідження передбачає дослідити вплив фінансової нестабільності на функціонування вітчизняного валютного ринку.

Одним з основних показників ефективності функціонування валютного ринку є стабільна динаміка валютного курсу, тому визначимо та проаналізуємо рівень залежності між курсоутворенням гривні та такими макроекономічними показниками, які при порушенні їх певних обсягів, провокують фінансову нестабільність. Це – темп інфляції, обсяг державного та гарантованого державою боргу, дефіцит державного бюджету, показник ВВП, обсяг міжнародних резервів, що дасть можливість з'ясувати ступінь цього впливу.

Питання впливу окремих факторів на валютний курс національної грошової одиниці досліджували у своїх наукових працях О. Береславська, І. Дернова, О. Дзюблюк, В. Корнєєв, В. Литвицький, Л. Мельник, Р. Підвисоцький. Значні напрацювання у цій галузі підкреслюють важливість даного питання, але з практичної точки зору та для отримання більш точної та систематизованої інформації з урахуванням фактору часу, аналіз стимулюючого та дестимулюючого

впливу валютного курсу на фінансову нестабільність потрібно проводити по мірі накопичення фактичних даних.

В умовах різкого знецінення курсу національної валюти та швидкого зростання темпів інфляції великого значення набуває зважена валютно-курсова політика, що проводиться Національним банком України щодо стабілізації ситуації на валютному ринку. За умов зростання обсягів зовнішнього боргу проводити зважену валютно-курсову політику досить складно. Незначна, але неочікувана зміна таких факторів, як зростання процентних ставок центральних банків розвинутих країн, кризовий стан економіки у основних торгових партнерів та швидкий відплив спекулятивного капіталу, зміна кон'юнктури на міжнародних фінансових ринках зазвичай зумовлює появу нестабільності на валютному ринку і, як наслідок, призводить до девальвації курсу національної валюти та некероване зростання зовнішнього та внутрішнього боргу [142, с. 26]. У цьому контексті досить важливим є розуміння того, що політика дорогих міжнародних запозичень у кінцевому результаті негативно впливає на ціну національної валюти як на внутрішніх, так і на зовнішніх валютних ринках.

Аналіз динаміки номінального валютного курсу гривні за 1997 - 2022 рр. та розраховані ланцюгові та базисні темпи його приросту, що наведені у додатку Ж показують, що за вказаний період середній ланцюговий темп приросту номінального показника курсу валюти становить 14,17 %, в той же час середній абсолютний приріст становить 1,22 грн., середній темп зростання становить 114,17 %, абсолютне середнє значення 1 % приросту становить 0,13 %. Отримані результати дозволяють зробити припущення, що між курсом гривні та інфляцією не існує тісного зв'язку.

Побудуємо кореляційну матрицю, яка представлена у таблиці 2.15, для визначення рівня залежності між показником номінального офіційного валютного курсу гривні України, грн/дол. – Y ; і основними макроекономічними показниками, які на нього впливають. В якості основних макроекономічних показників ми використали: X_1 – середньорічний темп інфляції, %; X_2 – державний та

гарантований державою борг, млн. грн.; X_3 – дефіцит державного бюджету, млн. грн.; X_4 – ВВП, млн. грн., X_5 – міжнародні резерви, млн. грн.

Таблиця 2.15

Матриця парної кореляції між курсом національної валюти, темпом інфляції, державним та гарантованим державою боргом, дефіцитом державного бюджету, ВВП та обсягом МР за 2008 – 2022 рр.

	Y	X_1	X_2	X_3	X_4	X_5
Y	1					
X_1	0,136	1,000				
X_2	0,968	0,163	1,000			
X_3	0,592	0,216	0,758	1,000		
X_4	0,940	0,018	0,959	0,664	1,000	
X_5	0,923	-0,009	0,943	0,688	0,982	1

Джерело: побудовано автором в програмі Excel.

Отримані результати показали відсутність прямої залежності та впливу номінального офіційного курсу гривні з річним темпом інфляції. Отже наше припущення виявилось справедливим. Доцільно зауважити, що обидва показники є індикаторами інфляційних процесів, зростання інфляційних процесів у країні є результатом падіння національної валюти. Поясненням є суперечлива методика обчислення середньорічного темпу росту цін, а саме набору основних товарів, які входять у споживчий кошик. При цьому розрахунок ведеться на основі соціальних мінімумів: мінімальна зарплата, мінімальна пенсія, прожитковий мінімум, а розміри мінімальних державних соціальних стандартів і гарантій є заниженими [69], що теж може бути причиною відсутності зв'язку.

Інші макроекономічні показники мають сильну пряму залежність і, відповідно, вплив на курсоутворення гривні (державний та гарантований державою борг – на рівні 0,968; обсяг ВВП – на рівні 0,94; обсяг міжнародних резервів – на рівні 0,92). В той же час, середній прямий кореляційний зв'язок та середній вплив існує між дефіцитом державного бюджету – на рівні 0,592 і валютним курсом гривні. При цьому екзогенні змінні мають строгу лінійну залежність між собою, що

вказує на мультиколінеарність ($X_2X_4=0,959$, $X_2X_5=0,943$, $X_4X_5=0,982$). Застосуємо прикладну програму Statgraphisc і побудуємо множинну Ridge регресію (табл. 2.16), яка дозволяє усунути негативний вплив мультиколінеарності на параметри моделі. У наступних таблицях наявні умовні позначення: Col_2 – державний та гарантований державою борг; Col_3 – дефіцит державного бюджету; Col_4 – ВВП; Col_5 – міжнародні резерви. Оцінки варіаційно-інфляційного фактору (VIF) підтвердили строгу лінійну залежність, по трьом параметрам розраховані значення більші за 10 (додаток І).

Таблиця 2.16

Множинна Ridge регресія

Ridge Regression

Dependent variable: Col_1

Number of complete cases: 26

Model Results for Ridge Parameter = 0,0

Parameter	Estimate	Variance Inflation Factor
CONSTANT	4,074	
Col_2	0,0000126357	18,6275
Col_3	-0,0000214405	2,88838
Col_4	-0,00000282757	45,4284
Col_5	0,0000115916	29,8081

R-Squared = 99,0045 percent

R-Squared (adjusted for d.f.) = 98,8149 percent

Standard Error of Est. = 1,09584

Mean absolute error = 0,812226

Durbin-Watson statistic = 1,5

Джерело: побудовано за допомогою програми Statgraphisc.

Розрахунок факторів дисперсії наведений нами у таблиці 2.17. Візьмемо Ridge параметр по якому буде відсутня строга лінійна залежність – це значення 0,02. Результати регресійної моделі по цьому параметру матимуть коефіцієнт детермінації 0,9593, тобто на 95,93 % динаміка офіційного курсу гривні пояснюється екзогенними змінними, заведеними в модель, і на 4,07 % - існує залежність від інших величин, що не враховані у моделі (включаючи похибку).

Таблиця 2.17

Фактори дисперсії

Ridge Parameter	Col_2	Col_3	Col_4	Col_5	R-Squared
0,0	18,6275	2,88838	45,4284	29,8081	99,00
0,005	13,5941	2,50038	24,2899	17,8899	97,98
0,01	10,7363	2,2882	15,1763	12,3869	97,18
0,015	8,83494	2,14603	10,4298	9,30174	96,51
0,02	7,45887	2,03906	7,64516	7,35329	95,93

Джерело: побудовано за допомогою програми Statgraphisc.

Для побудови багатфакторного рівняння регресії лінійної функції використаємо коефіцієнти регресії, які визначають вплив на валютний курс гривні визначених вище показників (таблиця 2.18).

Таблиця 2.18

Коефіцієнти регресії

Ridge Parameter	Col_2	Col_3	Col_4	Col_5
0,0	0,0000126357	-0,0000214405	-0,00000282757	0,0000115916
0,005	0,0000112806	-0,0000191734	-0,00000152059	0,00000811868
0,01	0,00001033	-0,000017596	-7,63078E-7	0,00000660545
0,015	0,00000960191	-0,0000163817	-2,67165E-7	0,00000592394
0,02	0,00000901589	-0,0000153911	8,31467E-8	0,00000564408

Джерело: побудовано за допомогою програми Statgraphisc.

Запишемо багатфакторне рівняння регресії лінійної функції та основні критерії, за якими можна стверджувати, що регресійна модель є адекватною (табл. 2.19).

Таблиця 2.19

Багатфакторне рівняння регресії лінійної функції

Рівняння регресії	Коефіцієнт детермінації	Критерій Дарбіна-Уотсона	t-статистика Ст'юдента	Критерій Фішера
$Y = 4,074 + 0,0000090X_1 - 0,0000154X_2 + 8,31467E - 8X_3 + 0,0000056X_4$	0,96	1,5	$t_0=12,77$ $t_1=14,84$ $t_2=-10,32$ $t_2=-3,14$ $t_1=2,72$	494,97
Норма для $\alpha = 0.05, \gamma = 26 - 5 = 21$	$0.7 < R^2 < 1$	Для $n = 26, k = 4,$ $dl=1,06, du = 1,76$	2,08	5,77

Джерело: складено автором на основі розрахунків у Statgraphisc.

Для пояснення отриманих результатів, значення яких наведені у таблиці 2.19, використаємо стандартизовані параметри моделі (табл. 2.20), які дозволяють вимірювати вплив при застосуванні різних одиниць виміру в моделі, адже в нас екзогенні змінні подані в млн. грн., а ендогенна у відношенні гривні до долара США.

Таблиця 2.20

Стандартизовані коефіцієнти регресії

Ridge Parameter	Col_2	Col_3	Col_4	Col_5
0,0	1,39483	-0,381906	-0,460196	0,322744
0,005	1,24525	-0,341523	-0,24748	0,226047
0,01	1,14031	-0,313427	-0,124194	0,183914
0,015	1,05994	-0,291797	-0,043482	0,164939
0,02	0,995247	-0,274152	0,0135324	0,157147

Джерело: побудовано за допомогою програми Statgraphisc.

Проведені розрахунки, інформація про які наведена у таблиці 2.20, дають можливість зробити певні висновки, зокрема збільшення дефіциту державного бюджету на 1 % призведе до зміцнення курсу гривні до долару США на 0,274 %, при сталості інших показників. Це пояснюється двома причинами: 1) здебільшого дефіцит державного бюджету покривається за рахунок державних зовнішніх позик та допомоги від країн-партнерів [251], зовнішні позики та допомоги надходять в іноземній валюті, що збільшує пропозицію валюти на ринку і сприяє зміцненню курсу гривні; 2) при зростанні дефіциту бюджету та відсутності або недостатності зовнішніх джерел його покриття, НБУ змушений випускати в обіг «нові» гроші через купівлю державних облігацій на первинному ринку, для покриття дефіциту і при фіксованому валютному курсі емісія відбувається через валютний канал, тому і зміцнюється курс долара. Однак ця тенденція лише характерна в короткостроковій перспективі, в довгостроковій перспективі у результаті дефіциту бюджету зростає борг і як наслідок зростає валютний курс.

У вітчизняних наукових дослідженнях доведено про існування позитивного взаємозв'язку між обсягами дефіциту бюджету та державного боргу. Зростання дефіциту бюджету зумовлює зростання обсягів державного боргу, а це, своєю

чергою потребує додаткових витрат бюджету на його обслуговування і, відповідно, призводить до збільшення обсягів бюджетного дефіциту [158].

Розрахунки засвідчили, що найбільш сильний негативний вплив та залежність має державний та гарантований державою борг на курсоутворення гривні, його зростання на 1 % знецінить курс гривні до долара США на 0,995 %. За рахунок боргів можна вирішити певні поточні завдання в державі, але зростання боргів збільшує навантаження на державний бюджет країни, що в кінцевому результаті привносить нестабільність у фінансову систему та впливає на стабільність курсу національної грошової одиниці.

Зростання частки зовнішнього боргу у сукупному державному борзі опосередковано впливає на динаміку курсу національної валюти таким чином: нагромадження зовнішнього боргу – зростання грошової маси та формування негативного сальдо платіжного балансу, і в результаті девальваційний тиск на валютний курс гривні. Однак, зовнішні запозичення мають не лише недоліки, але й переваги. Вони дозволяють покривати дефіцит бюджету країни, підтримують рівновагу на грошово-кредитних ринках та становлять значну частку державних інвестицій в економіку країни. Завдяки зовнішнім позикам реалізовується стимулюючий вплив на розвиток економіки та певний стрибок у прискоренні темпів зростання валового внутрішнього продукту країни. Відчути ж переваги зовнішніх запозичень, на думку науковців Мельник Л. М. та Мельник В. Л., можна лише за умови їх ефективного використання з врахуванням динаміки курсу національної валюти та оцінки паритету процентних ставок на міжнародному та вітчизняному фінансових ринках [210, с. 51].

Отже, дослідження показали наявність високої залежності між курсоутворенням національної валюти і зовнішнім державним боргом, тому необхідно шукати шляхи для зменшення його обсягів та ефективного управління ним. Можливими шляхами зменшення зовнішньої заборгованості України, на нашу думку, можуть бути такі:

- стимулювання зростання ВВП на 6% шляхом спрямування зовнішніх запозичень на реалізацію інвестиційних програм для бізнесу та посилення контролю за їх витрачанням;
- здійснення жорсткої державної політики у сфері зовнішніх запозичень та застосування поміркованого підходу до залучення зовнішніх державних позик;
- удосконалення системи органів з організації управління зовнішнім державним боргом України, чітке розмежування їх повноваження щодо управління зовнішньо-борговими зобов'язаннями держави та чітке визначення відповідальності;
- здійснення валютного регулювання та розроблення механізмів зупинення втечі капіталів за кордон.

Щодо реструктуризації боргу, з метою послаблення боргового тиску на бюджет і платіжний баланс Україна має намагатися укласти угоди з кредиторами на умовах зменшення боргових виплат та обміну боргових зобов'язань держави на майнові активи. При цьому варто враховувати світовий досвід урегулювання зовнішньої заборгованості.

За результатами розрахунків другу позицію займають міжнародні резерви, їх зростання на 1% зміцнить курс гривні до долара США на 0,157 %. В результаті вилучення із обігу валютних запасів вони перестають «працювати» і не приносять додаткові валютні надходження. Зростання ВВП на 1 % зміцнить курс гривні до долара США на 0,014 %. Аналізувався динамічний ряд за 26 років, де зростання ВВП відбувалося за рахунок інфляційної складової, що не складно підтвердити за допомогою кумулятивного індексу і розрахунком реального приросту ВВП за даний період.

При формуванні валютного курсу важливу роль відіграють спекулятивні дії. Спекулятивні дії можуть проводити як пункти обміну валют, так і фізичні особи, їх об'єднує те, що вони купують та продають валюту з метою отримання прибутку на зростанні або зниженні курсу. Спекулятивні дії зумовлюють спекулятивний тиск на національну валюту, який може бути двох видів: раціональним та ірраціональним [198]. Раціональний тиск можливий при певних змінах в економіці,

зокрема при зміні макроекономічних показників. А ось ірраціональний тиск на національну валюту можливий при негативних прогнозах «аналітиків», які не опираються на реальну статистичну інформацію щодо змін макрофінансового стану економіки. Здебільшого ірраціональний тиск має стихійний характер та є причиною необґрунтованої волатильності національної валюти. Тому такі спекулятивні операції в умовах невизначеності можуть бути причиною суттєвих втрат економіки країни [193, с. 180].

Отже, формування валютного курсу є багатофакторним процесом, зумовленим тісними взаємозв'язками національної та світової економік, взаємозалежністю різних сфер економіки та суспільства країни, різноманітними ситуаціями і явищами. Враховуючи це, аналіз структурних і кон'юнктурних чинників, визначення характеру їхнього впливу на валютний курс є необхідною умовою під час формування валютно-курсової політики та прогнозування динаміки валютного курсу. Серед проаналізованих нами вище факторів на динаміку валютного курсу суттєво впливають зовнішній борг країни, економічні та політичні кризи, а також грошова маса, внутрішня пропозиція грошей, стан платіжного балансу, обсяг бюджету, валютна політика держави та ступінь довіри до валюти. Аналіз показав, що українська гривня девальвувала більше через політичну кризу, ніж економічну. На даному етапі завданням НБУ має бути згладжування надмірних курсових коливань і напрацювання нових правил роботи на валютному ринку в умовах гнучкого курсоутворення, формування системи інструментів страхування від валютних ризиків, цілеспрямоване формування довіри до дій НБУ на валютному ринку, нарошування міжнародних резервів до безпечного рівня.

У розділі 1 зазначалося про наявність впливу кризи заборгованості на функціонування валютного ринку, яка характеризується відпливом капіталу з країни, тому логіка нашого дослідження передбачає здійснити певні розрахунки обсягів відпливу капіталу за роками та визначити рівень його впливу на курсову динаміку гривні.

Відплив капіталу та його негативний вплив як на економіку в цілому, так і на валютний ринок зокрема, потребує достовірної методики розрахунку його обсягів.

За класичним методом розрахунку вплив капіталу розраховують як суму визначених статей платіжного балансу, а саме: стаття ПБ «Помилки та упущення», яка традиційно асоціюється з впливом капіталу, незареєстрованого органами фінансового контролю та стаття ПБ «Обсяги недоотриманої виручки за експорт товарів і послуг, оплати за імпортом, що не надійшов, та платежі за фіктивними операціями з цінними паперами», яка складає чистий нелегальний вплив капіталу. На жаль, в міжнародній інвестиційній позиції України дана стаття ПБ виключена з охоплення з 2014 року, тому розрахувати обсяг впливу капіталу за даним методом не є можливим.

У світовій практиці найчастіше використовують 7 методик оцінювання обсягів відтоку капіталу: метод залишків, метод Моргана Гаранті, метод Дулі, метод помилок зовнішньої торгівлі, метод спекулятивного капіталу, метод Світового банку та метод активів [259, с. 83]. Згідно даних методик, в основу розрахунків здебільшого покладено показники статей платіжного балансу. Метод залишків та метод Світового банку подібні між собою, різниця в тому, що для розрахунку за методом залишків використовується звичайний зовнішній борг, а за методом Світового банку – валовий зовнішній борг. Тому розрахуємо обсяг впливу капіталу згідно методики Світового банку за формулою 2.2:

$$KF = CDET + NFI - CAD - CRES, \quad (2.2)$$

де CDET – зміна сукупного зовнішнього боргу;

NFI – чисті прямі іноземні інвестиції;

CAD – дефіцит платіжного балансу;

CRES – акумульовані золотовалютні резерви.

Таблиця 2.21

Динаміка показників, які використані для розрахунку обсягу впливу капіталу за 2013-2022 рр. (млрд. дол. США)

Показники	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Зовнішній борг, млрд. дол.	142,08	125,3	117,67	112,52	115,45	114,71	121,74	125,68	129,71	130,96

Продовження таблиці 2.21

Зміна зовнішнього боргу, млрд. дол.		-16,78	-7,63	-5,14	2,93	-0,74	7,03	3,94	4,03	1,25
Дефіцит платіжного балансу, млрд. дол.	2,023	-13,31	0,849	1,35	2,57	2,88	5,98	1,99	0,49	-2,90
Чисті прямі іноземні інвестиції, млрд. дол.	-4,08	-0,30	0,24	-3,96	-3,45	-4,86	-5,18	0,06	-7,52	-0,21
Міжнародні резерви, млрд. дол.	20,42	7,53	13,30	15,54	18,81	20,82	25,30	29,13	30,94	28,50
Акумуляція міжнародних резервів, млрд. дол.		-12,89	5,77	2,24	3,27	2,01	4,48	3,83	1,81	-2,44
Відплив капіталу за методикою Світового банку		9	-14	-13	-6	-10	-9	-2	-6	6
Довідково:										
Офіційний курс гривні, сер. за період	7,99	11,89	21,85	25,55	26,6	27,2	25,85	26,96	27,29	32,34
Індекс зміни офіційного курсу гривні		+3,9	+9,96	+3,7	+1,05	+0,6	-1,35	+1,11	+0,33	+5,05

Джерело: складено і розраховано автором за даними [265].

Інформація, наведена у таблиці 2.21 показує, що у 2014 році відплив капіталу становив 9 млрд. дол., а у 2022 році – 6 млрд. дол. Така тенденція пояснюється військовими діями на Сході України у 2014 році та повномасштабним вторгненням росії в Україну у 2022 році.

У 2015 - 2016 рр. спостерігаємо приплив капіталу обсягами 14 та 13 млрд. дол. відповідно, який забезпечений значними обсягами зовнішнього фінансування. Якщо розрахувати даний показник по місяцях, то можна побачити певну залежність між відпливом капіталу і передумовами процесу передувє девальвації національної валюти. Так, у 1998 та 2008 роках на фоні протікання світових криз та тенденції здешевлення сировинних товарів, відбувся відплив капіталу. У 2014

році, як зазначалося, відплив відбувся на фоні політичних змін, військових дій на Сході України і в результаті банківської кризи. У 2022 році відплив зумовлений війною в Україні і не лише у вигляді виводу коштів іноземними інвесторами, але й вивозом коштів населення за кордон на початку війни, зокрема і нелегального.

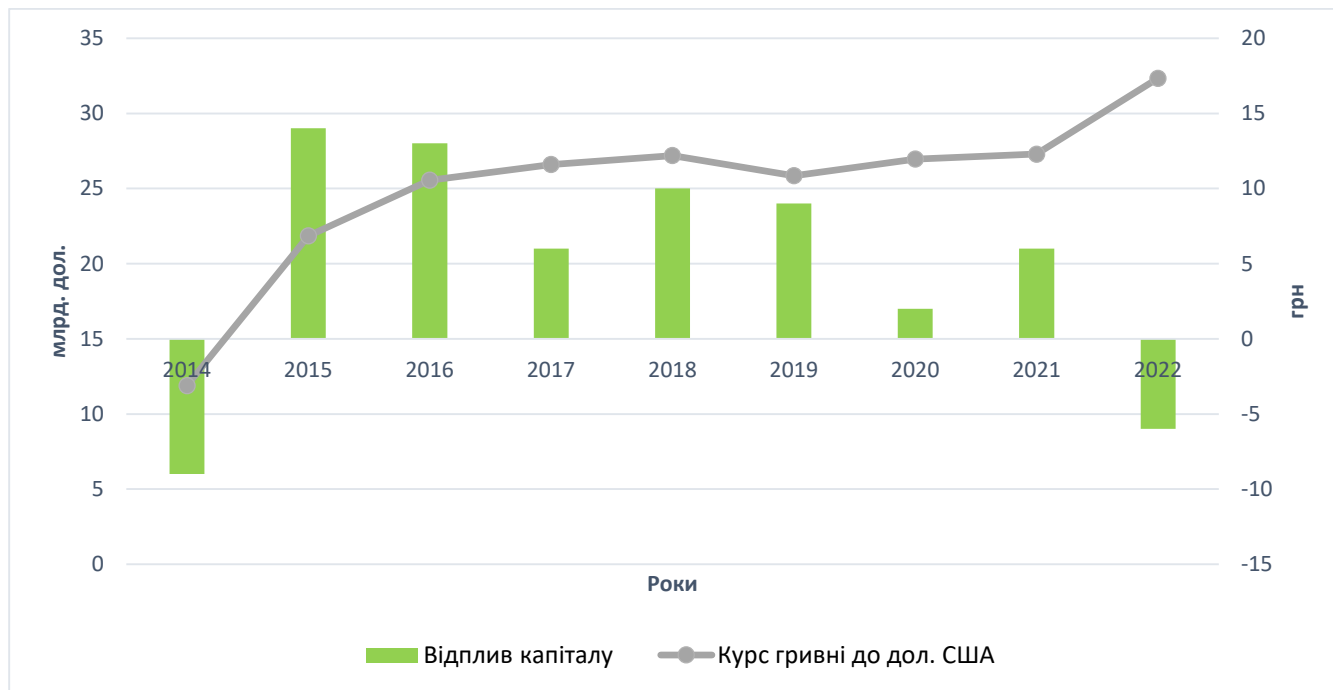


Рис. 2. 5. Динаміка розрахованого відпливу капіталу за 2014 – 2022рр.

Джерело: складено автором за даними табл. 2.20.

У вітчизняних і наукових дослідженнях обґрунтовано, що режим валютного курсу має відповідний впливає на рух потоків капіталу в країні та за її межами. На основі цього робляться висновки, що режим плаваючого валютного курсу забезпечує приплив іноземного капіталу в країну. Однак інформація, зображена на рис. 2.5 засвідчує, що за період 2018-2021 рр. в умовах валютної лібералізації не відбулося суттєвого припливу капіталу. На думку Є. О. Бублика причинами такої тенденції є скорочення промислового виробництва та недостатньо розвинутий фінансовий сектор [110, с. 40].

Отже, проведений аналіз залежності між показниками фінансової нестабільності та функціонуванням валютного ринку засвідчив, що між показниками, які провокують фінансову нестабільність та динамікою обмінного курсу гривні, який є основним індикатором валютного ринку існують непрямі та

прямі залежності. Зокрема, розрахунки показали на відсутність прямої залежності між річним темпом інфляції та динамікою номінального офіційного курсу гривні. В той же час, інші макроекономічні показники мають сильну пряму залежність і відповідно, вплив на курсоутворення гривні. Такими показниками є: державний та гарантований державою борг – на рівні 0,968; обсяг ВВП – на рівні 0,94; обсяг міжнародних резервів – на рівні 0,92. При цьому, середній прямий кореляційний зв'язок та середній вплив існує між дефіцитом державного бюджету – на рівні 0,592 і валютним курсом гривні.

Між впливом капіталу та курсоутворенням гривні також існує певний зв'язок. Встановлено, що вплив капіталу, зумовлений різними причинами, під час протікання фінансових криз передують процесу девальвації гривні.

2.3. Специфіка регулювання валютного ринку за умов фінансової нестабільності

Інтеграція України до європейського співтовариства зумовлює посилення процесу лібералізації до регулювання валютного ринку, пошуку ефективних механізмів і інструментів його реалізації. Визначити специфіку та особливості ефективного механізму регулювання валютного ринку та розробити заходи до підвищення його ефективності, можливо на основі проведення аналізу практики, особливо в періоди фінансової нестабільності, яка проявлялася у виникненні кризового стану валютного ринку та банківської системи.

З точки зору теорії у питаннях регулювання валютного ринку та обґрунтування відповідного інструментарію, існує достатня кількість наукових досліджень таких відомих учених як: О. Береславська, Я. Белінська, Е. Бублик, В. Геєць, Ю. Деркач, В. Козюк, В. Костюченко інші. Проте в існуючих дослідженнях поза увагою залишаються проблемні питання аналізу особливостей регулювання валютного ринку в Україні у період фінансово-валютних криз, які

потребують розгляду, узагальнення та розвитку практичних підходів до регулювання вітчизняного валютного ринку.

Логіка нашого дослідження передбачає визначитися з такими поняттями, як «регулювання валютного ринку» та «валютне регулювання». У більшості наукових праць зазначених вище вчених ці два поняття є тотожними. Такий підхід не викликає сумніву, так як регулювання валютного ринку і валютне регулювання передбачає розроблення та реалізацію певних заходів, спрямованих на забезпечення стабільної динаміки валютного курсу національної грошової одиниці.

Вибір методів і форм регулювання валютного ринку залежить не лише від рівня розвитку країни, чинного законодавства, але також і від наявних внутрішніх економічних проблем. Якщо валюта є слабкою та неконвертованою, або має часткову конвертованість і є обмеженою для використання за рахунком фінансових операцій та операцій з капіталом, не користується попитом на міжнародних ринках, здебільшого використовуються інструменти прямого впливу, пов'язані з різного роду обмеженнями. Якщо валюта є конвертованою, ситуація на валютному ринку є стабільною, а динаміка валютного курсу є передбачуваною, то центральний банк використовує інструментарій опосередкованого впливу на функціонування валютного ринку з перевагою використання змін процентної ставки [84].

Визначення специфіки регулювання валютного ринку здійснимо за такими напрямками: регулювання режиму валютного курсу, девальвація і ревальвація валют, диверсифікація валютних резервів, адміністративні заходи щодо валютного регулювання.

Регулювання валютного ринку в Україні показує, що Національний банк України неодноразово змінював режим валютного курсу. Для визначення специфіки та проведення аналізу особливостей регулювання валютного ринку було використано дані за період чотирьох рівного виду (валютно-фінансової, фінансової, політичної, банківської, валютної, економічної) криз: 1998-1999 рр., 2008 - 2009 р., 2014 - 2015 рр. та 2022 році, що спостерігалися в Україні і стали перманентним викликом для стабільності курсу національної грошової одиниці.

У розділі 1 було розглянуто інструменти валютного регулювання та проведено їх класифікацію, тому у даному підрозділі роботи зупинимось на особливостях використання інструментів валютного регулювання в піки фінансової нестабільності та кризового стану валютного ринку. У таблиці 2.22 наведена інформація щодо застосування режиму валютного курсу як інструменту регулювання валютного ринку у часи зазначених вище криз та характеристика наслідків такого використання.

Таблиця 2.22

Режим валютного курсу гривні у часи криз

	Валютно-фінансова криза 1997-1998 рр.	Фінансова криза 2008-2009 рр.	Політична, банківська, валютна кризи 2014-2015 рр.	Економічна та фінансова кризи 2022 року
Режим валютного курсу	Режим регульованого плавання з обмеженнями у вигляді валютного коридору	Режим регульованого плавання з обмеженнями	Режим регульованого з подальшим (з 2016 р.) режимом вільного плавання	Режим фіксованого валютного курсу
Причини кризи в Україні	Відплив капіталу нерезидентів з ринку ОВДП, дефіцит торговельного балансу, збільшення витрат на обслуговування зовнішнього державного боргу.	Світова фінансова криза призвела до відпливу капіталу з країни.	Зміна уряду та девальваційні очікування населення.	Повномасштабне військове вторгнення РФ до України, що спровокувало зупинку у роботі або закриття багатьох виробництв, складна або неможлива логістика, девальваційні очікування
Наслідки криз для України	Девальвація гривні призвела до часткового заміщення національної валюти іноземною у розрахунках – індекс доларизації зріс із 13,33% на 01.01.98р. до 21,25% на 01.01.99р.; Скорочення обсягів міжнародних резервів	Відплив капіталу з вітчизняного фінансового ринку та формування негативного сальдо платіжного балансу; Банківська криза та втрата довіри до банків та нац. валюти; Зростання боргового навантаження на державний бюджет України.	Стрімка девальвація гривні; Відплив капіталу з національного фінансового ринку та банківської системи; Банківська криза та зростання обсягів непогашених кредитів в іноземній валюті; Стрімке скорочення обсягів міжнародних резервів.	Девальвація гривні та зростання рівня доларизації.

Продовження таблиці 2.22

Дії держави для зменшення руйнівного впливу кризи	НБУ розширив межі валютного коридору до 2,5 – 3,5 дол./грн.; Обмеження попиту на купівлю іноземної валюти; Прив'язка офіційного курсу гривні до міжбанківського; Введення нормативу обов'язкового продажу валюти експортерами; Вихід уряду на зовнішній борговий ринок.	Обмеження валютної позиції банків; Введення нормативу обов'язкового продажу валюти експортерами; Обмеження попиту на купівлю іноземної валюти;	Введення нормативу обов'язкового продажу валюти експортерами; Обмеження попиту на купівлю іноземної валюти; Обмеження виплати дивідендів іноземним інвесторам.	Обмеження попиту на купівлю іноземної валюти на міжбанківському і готівковому ринках; Обмеження виплати дивідендів іноземним інвесторам.
--	---	--	--	--

Джерело: складено автором.

Зазначимо, що кожний режим валютного курсу, який застосовувався як в Україні, так і в інших країнах світу, має свої особливості, переваги та недоліки. Все залежить від сформованих ринкових механізмів та інституційних засад валютного ринку, рівня розвитку економіки та міжнародних зв'язків. Але режим фіксованого валютного курсу крім особливостей має ще й певну специфіку.

Використання режиму фіксованого валютного курсу, на нашу думку, перешкоджає розвитку валютного ринку, оскільки його учасники стикаються з значною кількістю валютних обмежень. При цьому немає можливості дилерам та брокерам здійснювати чисто фінансові операції на курсовій різниці, і це також не сприяє розвитку ринку. Крім того, центральний банк, який застосовує режим фіксованого курсу, є основним суб'єктом валютного ринку і диктує правила його функціонування, що обмежує міжбанківську активність.

Проаналізуємо детальніше специфіку інструменту регулювання валютного ринку в періоди криз, зазначені у таблиці 2.22.

У 1998 році в Україні був запроваджений режим регульованого плавання валютного курсу гривні з обмеженнями у вигляді валютного коридору, межі якого протягом року розширювалися. Зміни в курсовій політиці відбувалися через низку внутрішніх і зовнішніх негативних факторів, таких як витрати на обслуговування зовнішнього державного боргу, дефіцит торговельного балансу, виведення капіталу нерезидентів із ринку ОВДП, а також дестабілізація міжнародних

фінансових ринків, що негативно впливало на вітчизняний валютний ринок. Однак ситуація на валютному ринку України у 1998 році визначалася знеціненням гривні на 80 % порівняно з 1997 роком.

Використання режим регульованого плавання валютного курсу гривні з обмеженнями у вигляді валютного коридору дозволило Національному банку України досить гнучко реагувати на динаміку сальдо поточного рахунку платіжного балансу і пов'язані з цим зміни пропозиції валюти на внутрішньому ринку. Окрім впливу азійської валютно-фінансової кризи на фінансовий ринок України, ускладнилася ситуація у зовнішньому секторі економіки, оскільки за рахунок стрімкої девальвації гривні зросли потреби держави у поверненні боргу за зовнішніми запозиченнями в 1,2 рази і становили 6,1 млрд. дол. США. При цьому, криза змусила нерезидентів швидко вилучати кошти з ринків капіталу, в першу чергу з новостворених ринків. Криза практично зруйнувала український фондовий ринок, так як більше 90% фондового ринку України становили державні боргові зобов'язання, які пропонували інвесторам високі доходи [129, с. 4]. Беручи до уваги те, що обмінний курс гривні на початку вересня досягнув верхньої межі валютного коридору, НБУ та уряд оголосили про розширення валютного коридору в межах 2,5-3,5 грн. за долар США. Це рішення було прийняте з метою збереження міжнародних резервів та створення сприятливих умов експортерам для торгівлі з метою скорочення негативного сальдо платіжного балансу. Зауважимо, що девальвація гривні у 1998 році з часовим лагом у два роки сприяла стрімкому зростанню економіки України.

У 2008 році український внутрішній ринок зазнав впливу потужної світової фінансової кризи, яка призвела до різкої девальвації гривні. З початку року гривня знецінилася відносно американського долара на 52,5 %. Таке знецінення гривні було неочікуваним явищем, так як з 2004 і до початку 2008 років номінальний офіційний курс гривні фактично був зафіксований до американського долара, хоча у нормативних документах НБУ декларувався режим регульованого валютного курсу гривні. Однак стрімка девальвація гривні досягла таких розмірів, за яких

стали неефективними практично всі заходи НБУ, запроваджені ним з метою обмеження попиту на валютному ринку.

З метою покращення ситуації на валютному ринку МВФ, надаючи стабілізаційний кредит запропонував у якості основної вимоги перейти до режиму вільного плавання валютного курсу гривні. На думку фахівців фонду, ринок повинен сам скоригувати обмінний курс гривні і зафіксувати його на певній позначці. Однак НБУ за відсутності достатніх обсягів міжнародних резервів та «страху» перед вільним плаванням, так і не зміг перейти до режиму гнучкого курсоутворення гривні.

Фінансова криза 2008 року призвела до тривалої стагнації української економіки. Оскільки за період 2000 - 2007 рр. ВВП України в середньому щорічно зростав на 7%, тоді як у період 2008 - 2013 рр. (до кризи 2014 - 2015 рр.) цей показник становив усього 0,7 %. Україна не лише зазнала значних економічних втрат, а й довго відновлювалась після кризи, оскільки слабка не реформована економіка не спроможна була суттєво мінімізувати кризові шоки.

Знецінення гривні під час криз 1998 та 2008 рр. переважно відбувалась за рахунок впливу інвестицій. Це пояснюється тим, що валютно-курсова політика, спрямована на підтримку регульованого валютного курсу з фактичною фіксацією, забезпечуючи стабілізаційний момент у короткостроковій перспективі, блокувала розвиток експорту продукції з великою часткою доданої вартості, стримувала інвестиції і збільшувала девальваційний тиск, а також підвищувала девальваційні очікування населення. Все це в кінцевому підсумку призвело до втечі капіталу з країни для зменшення інвестиційного ризику [303, с. 16].

Національна валютно-фінансова криза 2014 року також супроводжувалася впливом капіталу, спричиненим проведенням антитерористичної операції та дефіцитом валюти на внутрішньому ринку, зокрема через скорочення надходжень іноземної валюти від експорту та падінням обсягів валютних резервів НБУ [90, с. 45].

Зауважимо, що монетарна політика, якорем якої фактично є фіксований валютний курс, за відсутності достатнього обсягу міжнародних валютних резервів

та механізм валютного регулювання, заснований на обмеженнях, не спроможні захистити національну валюту від знецінення в умовах розгортання кризи. За таких обставин бажано змінювати пріоритети монетарної політики та обирати дієві інструменти регулювання валютного ринку. Тому з 2016 року НБУ перейшов до режиму інфляційного таргетування та запровадив гнучке курсоутворення гривні. Такий монетарний режим вимагає лібералізації механізму валютного регулювання, яка передбачає поступову заміну інструментів адміністративних обмежень економічними інструментами, які є ринковими, більш гнучкими і ліберальними.

Для подолання банківської кризи, яка виникла у результаті знецінення гривні та стрімкого відпливу іноземного капіталу з внутрішнього фінансового ринку, Національний банк України застосовував антикризові інструменти ліквідності та забезпечував фінансову підтримку банків як традиційними, так і екстремними інструментами рефінансування, при цьому намагаючись проводити зміни і в своїй організаційній структурі. Так, Національний банк України вжив антикризових заходів відповідаючи рівню провідних центральних банків Європейського союзу [257, с. 218].

Початок повномасштабного вторгнення в Україну змусив НБУ внести зміни у валютно-курсову політику. Чутливість валютного ринку до політичних потрясінь зумовила необхідність швидкої зміни в механізм регулювання валютного ринку для недопущення розгортання негативних процесів. Задекларовані на державному рівні принципи ліберального валютного регулювання, які були запроваджені після прийняття Закону України «Про валюту і валютні операції», вимагали перегляду з перших днів початку війни. Замість плаваючого валютного курсу гривні НБУ запровадив фіксований курс та встановив низку обмежень на проведення валютних операцій на міжбанківському ринку та на рух капіталу з метою підтримки зафіксованого обмінного курсу гривні. Зокрема, для фізичних та юридичних осіб введено обмеження на зняття готівки з рахунків клієнтів в іноземній валюті, призупинено проведення операцій між банками на валютному ринку України, введено мораторій на транскордонні валютні платежі (крім стратегічно важливих операцій) тощо.

Валютні обмеження НБУ допомагали стабілізувати ринок і запобігти непродуктивному відпливу капіталу. Серед населення розгорталась паніка, відповідно збільшився попит на іноземну валюту, збільшуючи тиск на гривню. Основним інструментом для регулювання валютного ринку та його збалансування, а також для підтримання стабільної динаміки обмінного курсу гривні було обрано валютні інтервенції.

Отже, аналіз специфіки регулювання валютного ринку через різні режими валютного курсу засвідчив, що ефективність їх запровадження під час різних фінансових криз була різною. Режими фіксованого, регульованого та вільного плавання при макроекономічній стабільності сприяли формуванню стабільної динаміки обмінного курсу гривні та лібералізації у певних межах регулювання валютного ринку. В той же час, кризовий стан фінансового сектору та стрімкий відплив капіталу суттєво знижував ефективність діючого режиму валютного курсу через процес стрімкої девальвації національної грошової одиниці.

Для оцінки ефективності інструментів регулювання валютного ринку та динаміки валютного курсу гривні нами проведено порівняння офіційно задекларованих у документах НБУ показників із їх фактичними значеннями, результати якого проілюстровані у таблиці 2.23.

Таблиця 2.23

Ефективність інструментів валютного регулювання

Показники	I криза		II криза		III криза		IV криза
	1998	1999	2008	2009	2014	2015	2022
Планові показники, визначені «Основними засадами грошово-кредитної політики»							
Закладений у бюджет курс гривні до долара США	1,8 – 2,25	3,3-3,6	4,95 -5,25	4,6-5,09	8,3-8,4	17	28,6-28,7
Офіційні резервні активи, на кінець періоду, млн. дол. США	-	-	Збільшення	Підтрим на дост. рівні	Підтрим. на дост. рівні	Підтрим. на дост. рівні	-
Індекс споживчих цін, %	-	до 119%	109,6%	109,5%	до 112%	до 106%	-
Фактичні показники							
Курс гривні до долара США	2,45	4,13	5,27	7,79	11,89	21,85	32,34

Продовження таблиці 2.23

Відхилення від встановленого планового рівня, %	+8,9%	+14,7%	+0,38%	-	+41,5%	+28,5%	+12,7%
Річний темп інфляції, %	120	119,2	122,3	112,3	124,9	143,3	126,6
Відхилення від встановленого планового рівня, %	-	+0,16%	+11,6%	+2,56%	+11,5%	+35,2%	-
Офіційні резервні активи, на кінець періоду, млн. дол. США	-	-	34543	26505	7533	13300	28495
Річні темпи росту офіційних резервних активів, %	-	-	+6,4%	-23,7%	-63,1%	+76,6%	-7,9%

Джерело: складено автором за даними НБУ.

Із показників у таблиці 2.23 можна побачити, що фактичний обмінний курс гривні був за межами його запланованих значень. Протягом жовтня - грудня 2008 року гривня щодо долара США девальвувала на 58,4 %, однак ревальвація національної валюти протягом трьох перших кварталів нівелювала девальвацію четвертого кварталу [183, с. 140]. За результатами 2014 року відхилення фактичного середньорічного значення від верхньої межі планового коридору становило 41,5 %. Також можемо спостерігати, що при розгортанні кризових явищ на вітчизняному фінансовому ринку, зменшується обсяг міжнародних резервів НБУ за рахунок заходів, спрямованих на збалансування валютного ринку та підтримку стабільної динаміки валютного курсу. Тому основним завданням, що стоїть перед НБУ, є постійне поповнення золотовалютних резервів.

Одним із головних індикаторів, який характеризує динаміку пропозиції грошей в Україні є грошова маса МЗ. Найбільша частка випуску грошей в обіг в Україні все ще відбувається через валютний ринок. Це пояснюється тим, що НБУ незалежно від обраного режиму монетарної політики здійснює контроль за обмінним курсом гривні. На рис. 2.6 графічно зображено динаміку грошової маси, яка свідчить, що з 2015 до 2019 року грошова маса зростала незначними темпами, так як НБУ суттєво знизив свою присутність на валютному ринку і у 2016 році перейшов до інфляційного таргетування, що також сприяло зменшенню

проведення валютних інтервенцій на ринку. Однак у 2020-2021 рр. при режимі інфляційного таргетування обсяги грошової маси почали зростати через кризу, спричинену COVID-19 та необхідність підтримки бізнесу шляхом наповнення економіки грошима за рахунок інструментарію НБУ. У 2022 році Національний банк України був вимушений повернутись до режиму фіксованого валютного курсу та для його підтримки використовувати валютні інтервенції.

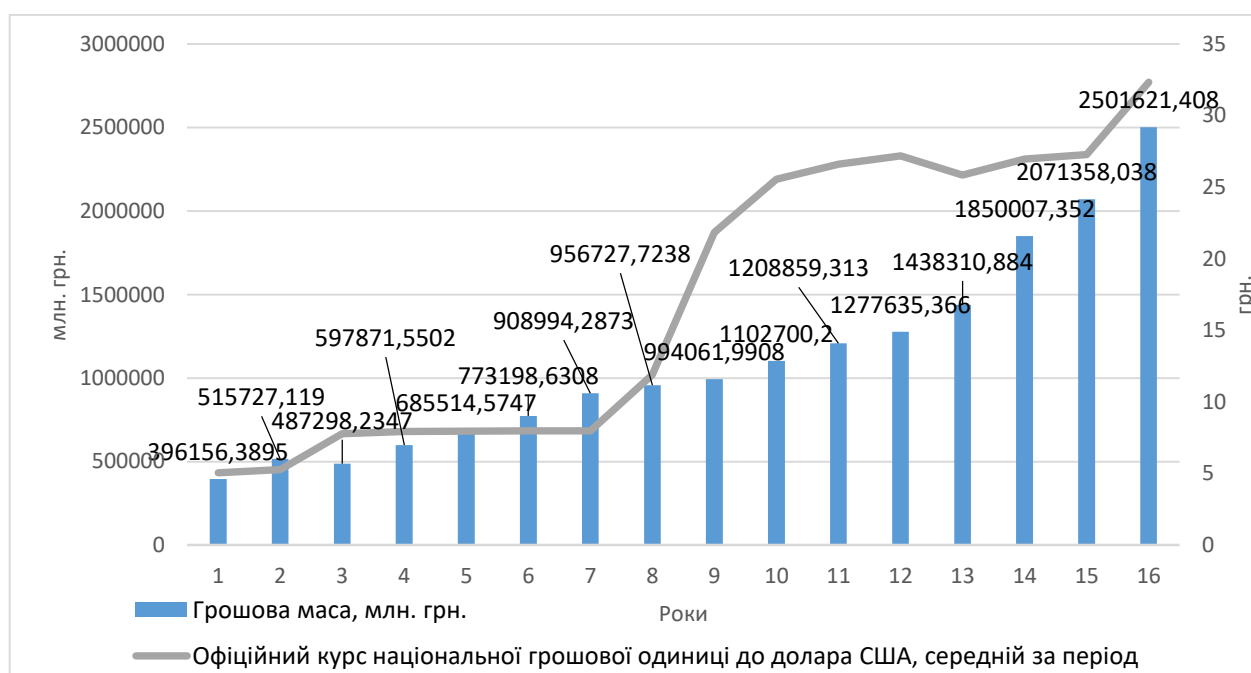


Рис. 2.6. Динаміка грошової маси М3 в Україні за 2007 – 2022 рр.

Джерело: складено автором за даними НБУ.

Інформація на рис. 2.6 засвідчує, що в Україні пропозиція грошей за період 2007-2022 рр. зростала нерівномірно, найбільші прирости спостерігалися після досліджуваних нами криз. Зокрема, у 2007 - 2008 рр. та у 2020 - 2022 рр. темпи зростання були досить високими: якщо в 2007 році грошова маса дорівнювала 396 156 млн. грн., то у 2008 році її величина вже дорівнювала 515 727 млн. грн., тобто темп зростання складав 130%. Схожа тенденція спостерігалася у 2020-2022 рр. Так, у 2020 році обсяги грошової маси дорівнювали 1 438 311 млн. грн., а у 2022 році її показник вже дорівнював 2 501 621 млн. грн., темп зростання становив 174 %.

Більшість наукових досліджень засвідчують, що курсоутворення національної грошової одиниці практично не реагує на динаміку облікової ставки

Національного банку України. Низька ефективність процентної політики, на нашу думку, зумовлюється наявністю обмежень на проведення валютних операцій за фінансовим рахунком та рахунком капіталу, відсутністю розвинутого фондового ринку, банкоцентричною моделлю вітчизняного фінансового ринку.

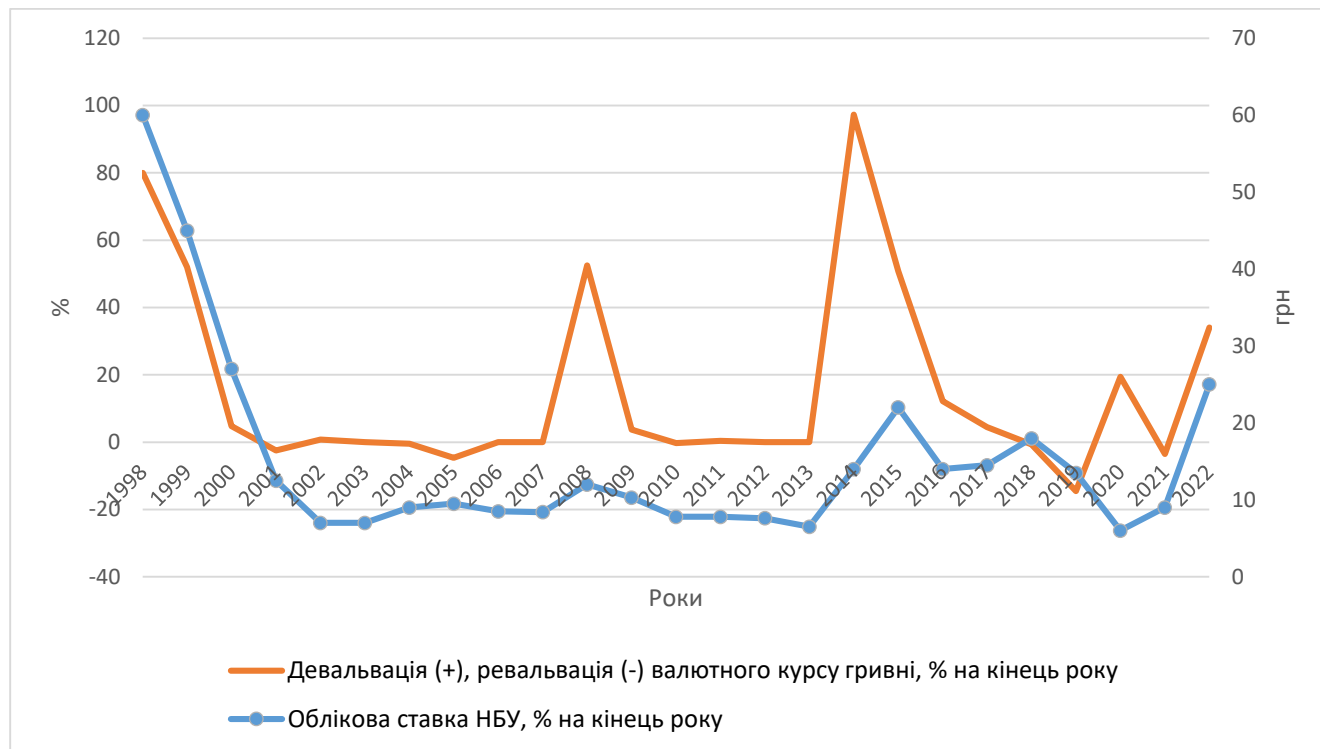


Рис. 2.7. Динаміка облікової ставки НБУ та валютного курсу гривні за 1998-2022 рр. [246]

Джерело: складено автором за даними НБУ.

Інформація, наведена на рис. 2.7 показує, що між динамікою облікової ставки НБУ та динамікою валютного курсу гривні не існує прямого зв'язку. Тому для підтримки стабільної курсової динаміки, особливо у період реалізації інфляційного таргетування, НБУ продовжував використовувати додаткові інструменти, зокрема валютні інтервенції та нормативи обов'язкового резервування для кредитно-деPOSITНИХ операцій банків з іноземною валютою.

Незважаючи на всі виклики, зумовлені кризовим станом економіки в цілому, та валютного ринку зокрема, НБУ постійно намагався згладжувати надмірну волатильність валютного курсу гривні, що несе у собі ризики накопичення зовнішньоекономічних та фінансових дисбалансів. Оскільки роль валютних

інтервенцій у реалізації валютно-курсової політики є вагомою, доцільно здійснити оцінку динаміки валютних інтервенцій НБУ за 2012 - 2022 рр. На рис.2.8 графічно зображено динаміку валютних інтервенцій за вказаний період. Загалом, інтервенції на валютному ринку поряд з іншими інструментами НБУ використовується як опосередкований інструмент державного регулювання валютного курсу та здійснюються з метою нагромадження міжнародних резервів, згладжування надмірних (шокових) коливань обмінного курсу гривні та підтримки трансмісійного каналу облікової ставки [87, с. 29].

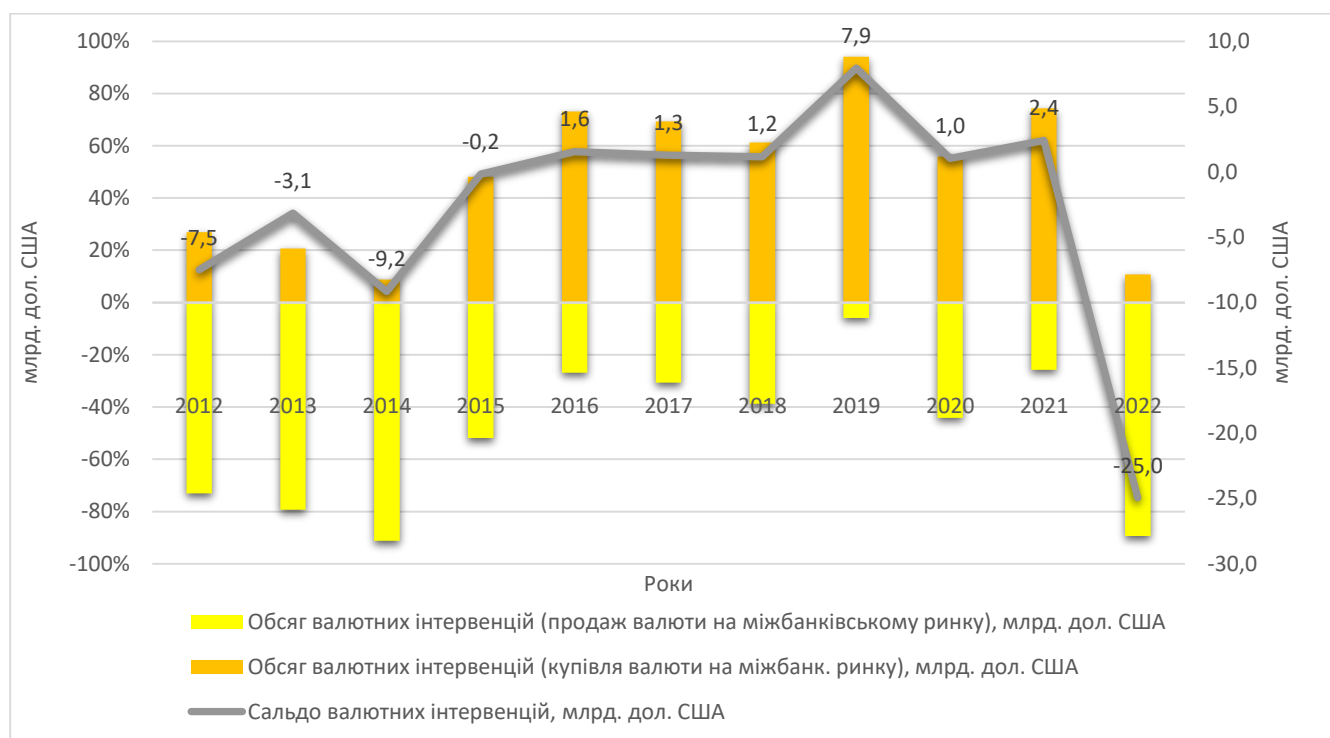


Рис. 2.8. Динаміка валютних інтервенцій НБУ за 2012 – 2022 рр.

Джерело: складено автором за даними НБУ.

Інформація, зображена на рис. 2.8 показує, що даний інструмент регулювання валютного ринку та динаміки валютного курсу Національний банк України використовує досить активно. Однак за різних режимів валютного курсу та при інфляційному таргетуванні цей інструмент використовується для досягнення окремих відповідних цілей. Зокрема, при режимі фіксованого валютного курсу центральний банк проводить інтервенції для виконання своїх зобов'язань щодо дотримання валютного курсу на визначених позначках. Валютні інтервенції за

такого режиму можуть використовуватися для контролю за курсом, зниження швидкості його зміни, підтримки ліквідності валютного ринку [226]. При режимі плаваючого валютного курсу валютні інтервенції не проводяться систематично, а застосовуються для згладжування надмірних коливань валютного курсу та для нагромадження міжнародних резервів, таким чином Національний банк України мінімізує власний вплив на процес курсоутворення.

Для проведення валютних інтервенцій з метою забезпечення стабільної курсової динаміки необхідно мати достатній обсяг міжнародних валютних резервів. Їх обсяг у різні часові періоди був різним і коли їх було недостатньо для запобігання стрімкої девальвації курсу національної валюти, то курс починав стрімко знецінюватися. Так, у 2014 році обсяг міжнародних резервів стрімко знижувався і це не дозволило НБУ утримати курс гривні від девальваційних процесів. Починаючи з 2015 року завдяки встановленню нормативу обов'язкового продажу іноземної валюти експортерами, НБУ збільшив обсяг валютних резервів, однак він був ще недостатнім для підтримки стабільної курсової динаміки гривні. Співпраця з МВФ та наявність політичної волі змінити монетарний режим, сприяли запровадженню з 2016 року інфляційного таргетування та переходу до плаваючого валютного курсу гривні.

Ефективність режиму таргетування інфляції можлива за умов високої довіри суспільства до центрального банку та фінансових установ, розвитку фінансового сектору, забезпечення конкурентного середовища, фіскальної стабільності та боргової безпеки. НБУ як і інші центральні банки для наповнення економіки грошима використовував при інфляційному таргетуванні короткострокову проценту ставку, однак це не сприяло швидкому відновленню ефективної дії кредитного каналу та зменшення попиту на іноземну валюту. Тому валютні інтервенції за своєю значимістю також залишалися дієвим інструментом.

Зауважимо, що в умовах реалізації режиму інфляційного таргетування відповідно до розробленої НБУ Стратегії валютних інтервенцій на 2016-2020 роки було передбачено наступні форми валютних інтервенцій: валютний аукціон; інтервенція за єдиним курсом; запит найкращого курсу; адресна інтервенція [216].

Практика засвідчила, що у 2016 - 2020 рр. найчастіше НБУ здійснював валютні інтервенції за допомогою валютного аукціону, який має на меті визначення номінального офіційного курсу гривні до іноземних валют і проводиться не для задоволення попиту на іноземну валюту [85, с. 26].

Вище зазначалося, що джерелом проведення валютних інтервенцій є достатні міжнародні валютні резерви центрального банку. Тому важливим є процес управління валютними (золотовалютними) резервами. При цьому, управління резервами може бути використано також як інструмент валютної політики та регулювання валютного ринку. Диверсифікація валютних резервів як інструмент валютної політики НБУ спрямована на захист від валютного ризику міжнародних резервів держави. Дані резерви характеризують можливості держави відповідати за зовнішніми боргами, а їх структура забезпечує можливості та ефективність проведення валютних інтервенцій. Таким чином, даний інструмент відіграє пасивну роль, і переважно використовується як допоміжний інструмент, що забезпечує ефективність інших інструментів валютного регулювання (насамперед валютних інтервенцій).

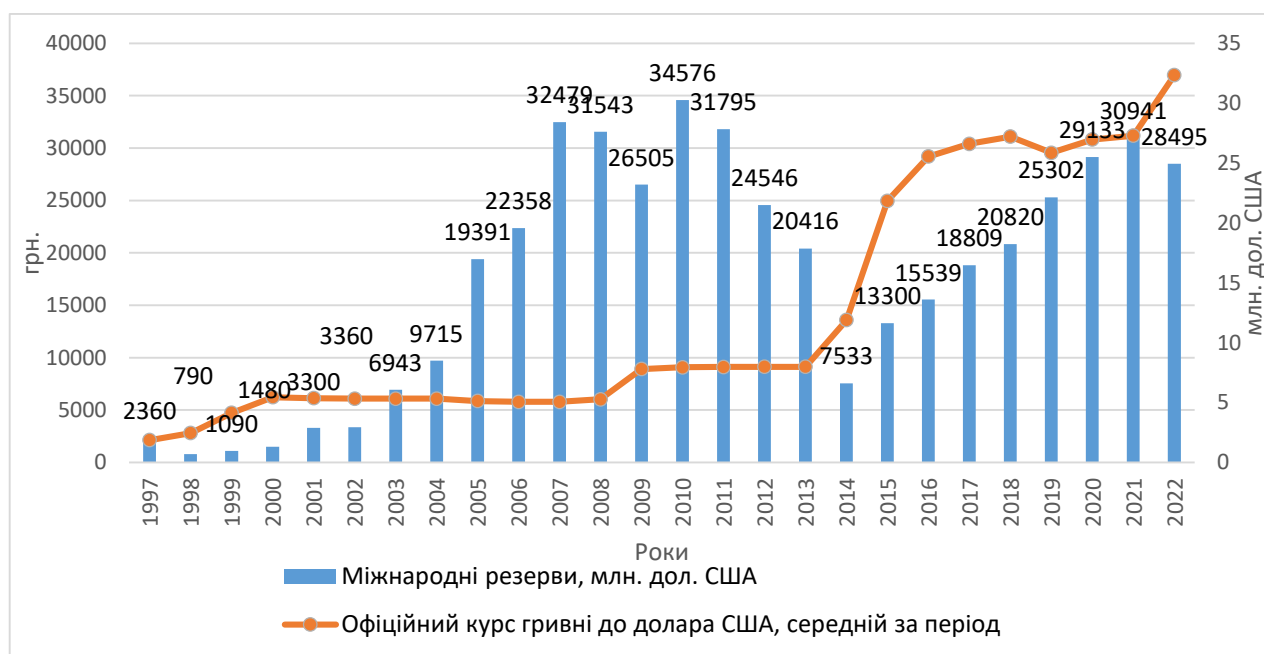


Рис. 2.9. Динаміка зміни золотовалютних резервів та валютного курсу протягом 1997-2022 рр.

Джерело: складено автором за даними НБУ.

Інформація, наведена на рис. 2.9 показує, що у 1999 та 2014 рр. валютні резерви були значно меншими, що не дозволяло у повній мірі НБУ підтримувати стабільність курсу гривні за допомогою проведення валютних інтервенцій. У 2008 - 2009 рр. запас резервів був достатнім для проведення валютних інтервенцій, тому можемо спостерігати стабільну динаміку валютного курсу після кризи. У 2022 році НБУ, як зазначалося, повернувся до режиму фіксованого валютного курсу, який підтримувався введеними обмеженнями на проведення операцій з іноземною валютою та проведенням валютних інтервенцій, які здійснювалися з міжнародних резервів і мали тенденцію до зменшення обсягів.

Кожна країна диверсифікує міжнародні резерви на свій розсуд. Ще у 2008 році в Україні структуру міжнародних резервів розглядали у розрізі валют та виду активів. Зокрема, основна частка резервів НБУ утримувалась у доларах США (близько 64 %), частка активів у євро становила близько 27 %, інші валюти (англійський фунт стерлінгів, швейцарський франк) становили близько 9 % [306]. Вже у 2011 році у структурі міжнародних резервів можемо спостерігати зміну тенденції: збільшення частки активів у цінних паперах та зменшення у валюті. Ми не знаємо мотивів та бачення НБУ щодо адекватної структури міжнародних резервів, оскільки сфера управління міжнародними резервами є державною таємницею. Але можемо зробити висновок з інформації, представленої у таблиці 2.24, що у 2022 - 2023 рр. частка коштів, розміщених НБУ у цінні папери порівняно з 2020 - 2021 рр. зменшилась, однак все ще перевищує обсяги коштів, які утримуються у іноземній валюті.

Таблиця 2.24

Структура міжнародних резервів НБУ за 2008 – 2022 рр.

Період (дані станом на 01.12)	Усього (млн. дол)	У т. ч.: (у % до загальної суми)			
		Резерви в іноземній валюті	Цінні папери	Золото	Інші резервні активи
2011	32408	36,9	58,7	4,4	-
2012	25377	29,1	63,1	7,7	-
2013	18812	18,4	72,7	8,8	-
2014	9966	26,2	64,7	9,1	-

Продовження таблиці 2.24

2015	13148	40	52,9	7,1	-
2016	15271	28,3	65,3	6,5	-
2017	18931	19,1	75,4	5,5	-
2018	17712	14,3	80,3	5,4	-
2019	21932	9	85,6	5,4	-
2020	26137	9,3	84,9	5,8	-
2021	30598	20,8	74,1	5	-
2022	27955	32,2	62,3	5,4	-
2023 (вересень)	40405	35,4	60,4	4,2	-

Джерело: складено автором за даними НБУ.

Підсумовуючи наше дослідження щодо специфіки регулювання валютного ринку за умов фінансової нестабільності, можна зробити висновки щодо дієвості та ефективності використання інструментів НБУ з метою підтримки стабільної курсової динаміки гривні. Зокрема, НБУ під час кризи 1998 - 1999 рр. використовував режим регульованого валютного курсу гривні у вигляді встановлення меж курсового коридору, який не показав своєї ефективності через: недостатність обсягу валютних резервів; слабкий контроль за проведенням валютних операцій, що сприяло проведенню спекуляцій на різниці курсів та підживлювало процес девальвації гривні; низьку ефективність контролю за рухом капіталу.

Щодо періоду 2008 - 2009 рр., то він також для валютного ринку не відзначився стабільністю. Вплив світової фінансової кризи на вітчизняний валютний ринок мав руйнівний характер. Обмінний курс гривні зазнав суттєвої девальвації і режим регульованого валютного курсу саме в цей період мав низьку ефективність. НБУ був знову змушений застосовувати валютні обмеження.

2014 рік відзначився стрімкою девальвацією гривні, зумовленою втечею капіталу з банківського сектору та ринку державних облігацій, що сприяло втраті обсягів міжнародних резервів НБУ. Тому режим регульованого валютного курсу не міг бути реалізований і з переходом до інфляційного таргетування НБУ

запровадив режим плаваючого валютного гривні, який до початку воєнних дій в Україні був достатньо ефективний.

У 2022 році НБУ повернувся до режиму фіксованого валютного курсу гривні. Через пів року НБУ послабив гривню та зафіксував її на позначці 36, 56 грн/дол. США, що поряд з обмеженнями на проведення валютних операцій та рух капіталу допомогло запобігти стрімкій девальвації гривні. Вважаємо, що у процесі відновлення економіки у післявоєнний час, курс гривні потребуватиме керованого плавання, яке адекватно реагуватиме на тенденції вільного руху капіталів та зміни торговельного балансу. Послідовна відміна валютних обмежень повинна супроводжуватися заходами, спрямованими на спрощення процедури руху капіталу, що дозволить пом'якшити наслідки його швидкої «втечі» під час валютно-фінансових криз різних рівнів.

Серед інших інструментів, які розглядалися нами, найбільш дієвими є інтервенції НБУ на міжбанківському валютному ринку України. У стабільних економічних умовах даний інструмент забезпечує згладжування волатильності валютних курсів. Однак у кризових умовах дієвість даного інструменту обмежується обсягом офіційних резервів НБУ, що може бути використаний для здійснення валютних інтервенцій.

В даний час перед Національним банком України стоїть завдання нарощувати обсяги міжнародних резервів, оскільки їх зростання свідчить про оздоровлення економіки і появу в ній позитивних зрушень. При цьому необхідно зосередити увагу на якісній та прогресивній структурі валютних резервів, при якій вартість її окремих елементів не зменшується, а постійно зростає.

Щодо впливу на національний фінансовий ринок всіх досліджуваних нами криз, то він здійснюється поряд з валютним та кредитним каналом також через канал девальваційних та інфляційних очікувань бізнесу та домогосподарств, які прискорюють розгортання валютно-фінансових криз і сприяють процесу самовідтворення криз фінансового ринку. Цей процес стимулює панічні настрої серед населення, недовіру до влади та національної валюти, і на цій основі зростання спекулятивних операцій на валютному ринку. Для зменшення впливу

даного процесу на психологію бізнесу та населення в період настання кризи, насамперед необхідно посилити транспарентність та незалежність центрального банку, що ми дослідимо у наступному пункті.

Висновки до розділу 2

Дослідження тенденцій функціонування валютного ринку в Україні в умовах фінансової нестабільності дало можливість сформулювати наступні висновки:

1. Рівень валютної безпеки є важливим індикатором функціонування валютного ринку. Дисбаланси, що виникають на вітчизняному валютному ринку та посилюють фінансову нестабільність, унеможливають підтримання рівня валютної безпеки на належному рівні. Для розуміння сутності поняття «валютна безпека», запропоновано авторське трактування згідно якого валютна безпека — це стан валютної системи, що забезпечує ефективне виконання валютним ринком своїх функцій, а також підтримання стабільності національної валюти та виконання міжнародних зобов'язань перед країнами-кредиторами.

2. У результаті оцінки рівня валютної безпеки в умовах дисбалансів валютного ринку на основі проведеного розрахунку інтегрального індексу валютної безпеки за 2008 - 2022 рр. з'ясовано, що:

— пікові періоди фінансових криз (2008 - 2009 рр. та 2014 - 2015 рр.) мали вплив на рівень валютної безпеки, який знижувався до загрозливого стану через девальвацію гривні, спричинену відпливом капіталу з банківського та фінансового сектору;

— макрофінансова стабільність у 2017 - 2021 рр., яка забезпечувалася інструментами валютного та монетарного регулювання НБУ, створила умови для притоку фінансового капіталу, зростання валютних резервів, встановлення стабільної динаміки валютного курсу, в результаті чого валютна безпека трималась в межах задовільного рівня;

– криза COVID-19 та війна в Україні сприяли у 2019 та 2022 рр. зниженню рівня валютної безпеки до незадовільного рівня.

3. Забезпечення належного рівня валютної безпеки потребує формування та правового закріплення державної стратегії забезпечення валютної безпеки, яка передбачатиме концептуальне визначення переліку напрямів та заходів, спрямованих на досягнення належного рівня валютної безпеки. Поряд з цим доцільно визначити перелік показників, за допомогою яких можливо здійснювати моніторинг та оцінку ймовірності настання періодів нестабільності на валютному ринку. З метою покращення ситуації на валютному ринку доцільно через інструментарій НБУ досягати «точки рівноваги» між попитом і пропозицією на іноземну валюту з метою уникнення надмірної волатильності обмінного курсу гривні, а на рівні держави необхідно розробити покрокову програму поступового зниження рівня доларизації національної економіки.

4. Визначення впливу фінансової нестабільності на функціонування валютного ринку здійснювалося на основі кореляційно-регресійного аналізу за допомогою багатofакторної регресії. За результатами аналізу встановлено:

– відсутність прямої залежності між річним темпом інфляції та динамікою номінального офіційного курсу гривні, що пояснюється суперечливою методикою обчислення середньорічного темпу росту цін, а саме набору основних товарів, які входять в споживчий кошик;

– наявність середнього прямого кореляційного зв'язку та середнього впливу між дефіцитом державного бюджету та валютним курсом гривні – на рівні 0,592;

– наявність сильної прямої залежності між валютним курсом гривні та державним і гарантованим державою борг – на рівні 0,968; обсягом ВВП – на рівні 0,94; обсягом міжнародних резервів – на рівні 0,92.

5. Визначено, що вплив капіталу, незалежно від причин, під час фінансових криз передуює процесу девальвації гривні. На основі розрахунку обсягів впливу капіталу з країни за 2014 -2022 рр. за методикою Світового банку проаналізовано динаміку впливу капіталу та змінами валютного курсу.

6. Специфіка регулювання валютного ринку за умов фінансової нестабільності досліджувалася на основі чотирьох валютно-фінансових криз в Україні: 1998 - 1999 рр., 2008 - 2009 рр., 2014 - 2015 рр. та 2022 р. З'ясовано, що курсоутворення національної валюти практично не реагує на динаміку облікової ставки НБУ, особливо під час виникнення фінансової кризи. Низька ефективність процентної політики в Україні зумовлюється відсутністю розвинутого валютного та фондового ринку. Валютні інтервенції як інструмент регулювання валютного ринку є ефективними при всіх режимах валютного курсу – від фіксованого до плаваючого. Недостатній рівень міжнародних резервів, які виснажуються під час протікання фінансових криз знижує дієвість валютних інтервенцій в ці періоди. Ефективне управління міжнародними резервами НБУ потребує їх оптимальну диверсифікацію та збільшення обсягів.

7. Режим валютного курсу гривні як інструмент регулювання валютного ринку за часи досліджуваних фінансових криз мав недостатню ефективність, на яку впливали: лібералізація проведення валютних операцій; наявність можливості проведення спекулятивних операцій на валютному ринку; слабкі валютні обмеження, що дозволяли швидкий відплив капіталу з країни; недостатній обсяг міжнародних валютних резервів; банкоцентрична модель вітчизняного фінансового ринку; відсутність розвиненого фондового ринку, доларизація економіки.

Основні результати розділу опубліковані в наукових працях автора [193], [194], [195], [196], [197].

РОЗДІЛ 3.

НАПРЯМИ ПІДВИЩЕННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ ФУНКЦІОНУВАННЯ ВАЛЮТНОГО РИНКУ УКРАЇНИ В УМОВАХ ФІНАНСОВОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ

3.1. Підвищення транспарентності та забезпечення реальної незалежності центрального банку

Центральні банки відіграють вирішальну роль у забезпеченні економічної та фінансової стабільності. Вони проводять грошово-кредитну та валютно-курсову політики, спрямовані на досягнення стратегічних цілей держави та проміжних цілей, визначених у дорожніх картах самих центральних банків. Після світової фінансової кризи центральні банки розширили перелік свого інструментарію для подолання системних ризиків, забезпечення фінансової стабільності, запобігання розкручуванню інфляційних процесів та пожвавлення економічного зростання. Опосередковано використання інструментарію має вплив і на формування динаміки обмінних курсів.

У відповідь на пандемію COVID-19 центральні банки використовували низку традиційних і нетрадиційних інструментів, щоб пом'якшити монетарну політику, підтримати ліквідність на ключових фінансових ринках, посилювати дію кредитних каналів грошової трансмісії для подолання економічної кризи, що виникла в світі та в окремих країнах. Центральним банкам для досягнення своїх цілей потрібні чіткі рамки політики. Операційні процеси, адаптовані до економіки кожної країни, підвищують ефективність центральних банків в реалізації адекватної грошово-кредитної політики.

Дієвість механізму формування та реалізації валютної політики залежить від багатьох факторів, зокрема від збалансованості платіжного балансу та державних фінансів країни, рівня розвиненості фінансової системи, трансмісії грошово-кредитної політики через внутрішній сукупний попит, інформаційної відкритості та ролі центрального банку у досягненні поставлених цілей валютної політики.

Аналіз наукових досліджень, присвячених проблемам монетарної політики центрального банку, дає підстави стверджувати, що для проведення ефективної валютної політики як складової монетарної політики, необхідні три ключових умови: незалежність центрального банку і відповідальність за свої рішення, посилення ролі центрального банку у досягненні кінцевих цілей валютної політики та інформаційна прозорість (транспарентність). Відкритість діяльності центрального банку насамперед необхідна для його відповідальності перед суспільством.

Успішність монетарного режиму, заснованого на контролі за валютним курсом, залежить від очікувань та довіри з боку учасників ринку і суспільства в цілому до діяльності центрального банку. Складовою інституту довіри виступає валютний курс, оскільки суб'єкти валютного ринку відносяться до динаміки валютного курсу як найбільш надійного показника.

Макроекономічне теоретизування понять «довіра» та «репутація» центральних банків, запропоноване Ф. Кідлендом і Е. Прескотом, почало активно проникати у наукові дослідження у кінці XX століття. Нобелівські лауреати Ф. Кідленд і Е. Прескот проблему монетарної політики розглядали під кутом динамічної інконсистентності та зазначали, що «найпростішим способом подолати інфляційне зміщення буде здійснення політики на основі правила, яке користується довірою» [171, с. 153]. Також ними визначено, що формування довіри до центрального банку є невід'ємним елементом впливу на ринкові очікування. Довіру можна охарактеризувати як впевненість у досягненні центральним банком поставлених стратегічних, проміжних та тактичних цілей монетарної політики. Довіра полегшує досягнення цілей та запобігає інфляційному зміщенню, оскільки «центральный банк з високим ступенем довіри з боку суспільства, у більш короткі терміни усуває небажані ефекти економічних шоків, ніж банк з низьким ступенем довіри. Також авторитетний центральний банк з меншими зусиллями здатний подолати проблеми, які не під силу банку з низькою довірою суспільства» [84, с. 255].

Центральний банк може підвищити рівень довіри суспільства до своєї діяльності завдяки підвищенню транспарентності (інформаційної прозорості). У наукових дослідженнях під транспарентністю або інформаційною прозорістю розуміється розкриття всім зацікавленим особам цілей діяльності центрального банку, його правових, інституціональних та економічних основ, принципових рішень та їх обґрунтування, даних інформації, пов'язаної з грошово-кредитною політикою і банківським регулюванням, а також умов підзвітності у повному обсязі, доступній формі і на своєчасній основі [254, ст. 68]. Зображена на рис.3.1 інформація дає можливість наочно розглянути основні теоретичні аспекти транспарентності, яка має складові, принципи, переваги та умови забезпечення.

Транспарентність можна розглядати у вигляді специфічного каналу, за допомогою якого цілі монетарної політики доводяться до суспільства та стають більш зрозумілими. Метою інформаційної прозорості центрального банку є пояснення громадськості прийняття тих чи інших політичних рішень та їх обґрунтування, а каналами у цьому можуть бути: публікація звітів про інфляцію, своєчасне резюме політичних рішень, прес-конференції після наради та ін.

М. Акоста у своїй праці «Новий показник прозорості центрального банку та наслідки для ефективності монетарної політики» [1] пропонує нову міру прозорості – подібність між протоколами та стенограмами кожного засідання, яка фіксує наскільки зміст цих зустрічей описаний громадськості. Висока прозорість дозволяє населенню краще розуміти комунікації щодо грошово-кредитної політики та інформацію, що короткострокові зміни процентних ставок означають для майбутньої політики, яка визначається довгостроковими процентними ставками.

Виділяють три підходи [156, с. 27] стосовно впливу транспарентності на ефективність діяльності центрального банку: інфляційний, сигнальний та інформаційної прозорості. Відповідно до інфляційного підходу [5], [13], [21], [49] рівень транспарентності має обернено-пропорційний зв'язок з рівнем інфляції в країні. Тобто при посиленні транспарентності рівень інфляції знижується. Підхід інформаційної прозорості [23], [24] передбачає можливість сповістити суб'єктів ринку щодо прийнятих рішень, що в кінцевому результаті збільшує ефективність

монетарної політики. Водночас населення має можливість контролювати виконання власних функцій центральним банком. Відповідно до сигнального підходу [209], [64], [36], [17], [9] збільшення рівня прозорості монетарної політики передбачає зниження інформаційної асиметрії та ринкової невизначеності.



Рис. 3.1. Основні теоретичні аспекти прозорості

Джерело: складено автором за даними НБУ.

Вимоги до підзвітності центрального банку повинні знаходити відображення у національному законодавстві. Наявність законодавчо оформлених вимог до

розкриття інформації гарантує доведення регулятором інформації на постійній основі та встановлює принципи підзвітності центрального банку суспільству.

Для Національного банку України путівником щодо забезпечення його прозорості став «Кодекс належної практики щодо забезпечення прозорості центрального банку» [166], схвалений 29 Квітня 2019 року виконавчою радою МВФ. На рис. 3. 2. зображено структуру Кодексу належної практики щодо забезпечення прозорості центрального банку.

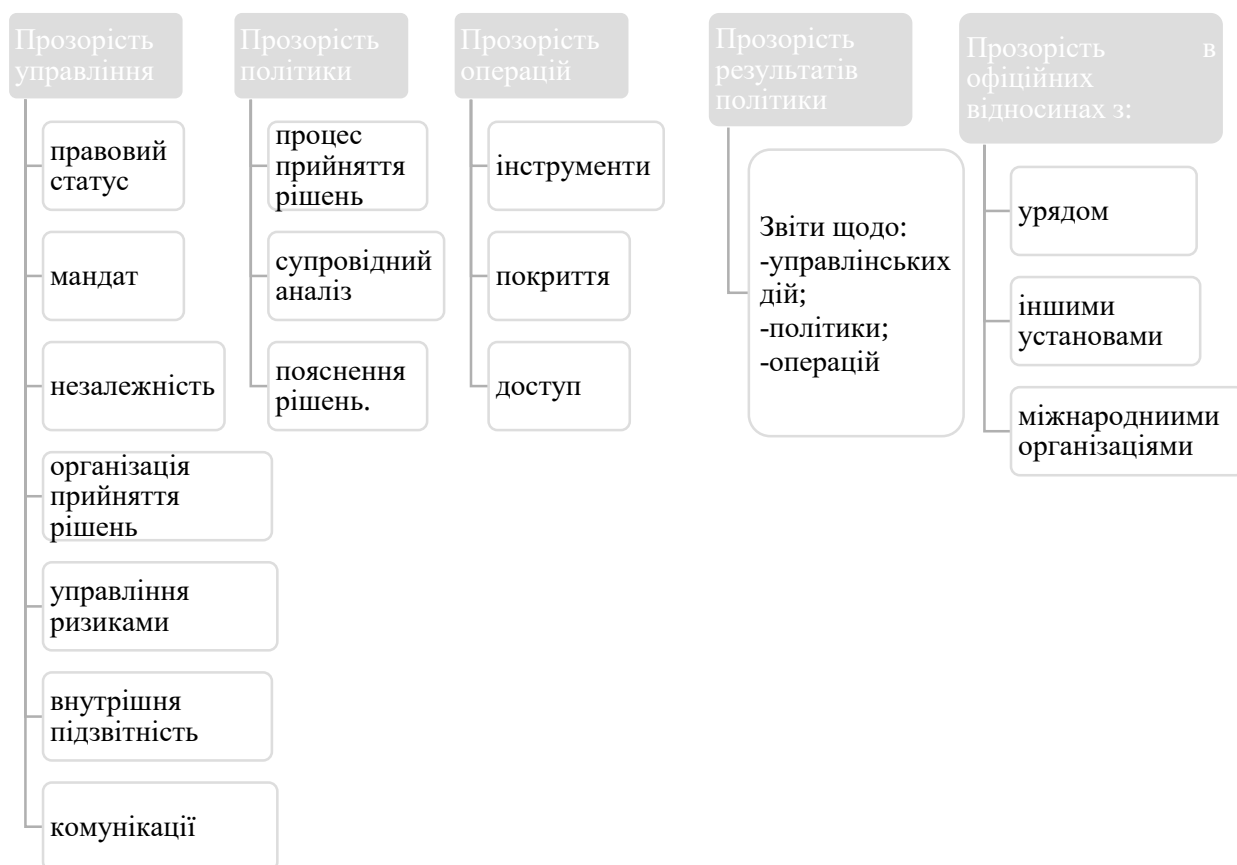


Рис. 3.2. Структура Кодексу належної практики щодо забезпечення прозорості центрального банку

Джерело: складено автором за даними НБУ.

НБУ пояснює свої монетарні рішення за допомогою прес-релізу та прес-брифінгу щодо монетарного рішення, а також за допомогою оприлюднених підсумків дискусії членів Комітету з монетарної політики (КМП). Прес-релізи та виступи на прес-конференції висвітлюють інформацію щодо: рівня облікової ставки, короткого аналізу поточної ситуації, прогнозу (поквартально), мотивації

рішень, ризиків та прогнозу облікової ставки. Підсумки дискусії членів КМП дозволяють зрозуміти прихильність членів КМП жорсткій або м'якій монетарній політиці, що зі свого боку допомагає економічним агентам точніше передбачати майбутні кроки НБУ та коригувати свої інвестиційні й споживчі рішення [231].



Рис. 3. 3. Документи Національного банку України, які забезпечують інформаційну прозорість

Джерело: складено автором за даними НБУ.

Рівень транспарентності вимірюється за допомогою бального індексу, що складається з індикаторів, які оцінюють кожен із її видів. У міжнародній практиці існує багато методик для розрахунку рівня транспарентності, які мають свої переваги та недоліки, зокрема: методика П. Сіклоса [62] (2002), методика С. Ейфінгера та П. Гераатса (2002), методика Д. Стасаваже [63] (2003), методика Дж. де Хаана та Ф. Амтенбрінка [20] (2003). Оцінка рівня інформаційної прозорості монетарної політики центральних банків дає можливість комплексно оцінити усі слабкі та сильні сторони системи комунікацій центрального банку з фінансовим ринком.

Для розрахунку рівня транспарентності НБУ скористаємося методикою С. Ейфінгера та П. Гераатса (Eijffinger, Sylvester C. W. and Petra M. Geraats [27]),

сутність якої полягає у визначенні п'ятьох основних компонентів транспарентності (political, economic, procedural, policy, operational transparency). Додамо до цих компонентів ще два — індикатор «публікації наукових досліджень» та індикатор «присутність в мережі Інтернет» які були запропоновані А. О. Закутньою [157, с. 160].

Таблиця 3.1

**Оцінка рівня транспарентності монетарної політики НБУ за методикою
С. Ейфінгера та П. Гераатса станом на 01 червня 2023 року**

Основні змінні, що впливають на значення індексу	Оцінка	Коментар
1. Оприлюднення цілей МП		
1.1. Офіційні цілі	1	Реалізація Стратегії НБУ здійснюється за п'ятьма стратегічними цілями розвитку: I. Стабільна гривня; II. Фінансова стабільність; III. Фінансова система працює на відновлення країни; IV. Сучасні фінансові послуги; V. Ефективний центральний банк.
1.2. Кількісні орієнтири	1	Основні кількісні орієнтири, зазначені у Стратегії НБУ: зміна індексу споживчих цін – <15%, утримання спреда між готівковим і офіційним курсом – <5%, рівень проникнення страхування – >1% ВВП, рівень довіри до НБУ – >60%.
1.3. Угоди	0,5	Згідно зі ст. 51 Закону України «Про НБУ» НБУ підзвітний Президенту та Верховній Раді, але згідно зі ст. 53 цього Закону заборонене втручання органів державної влади та інших державних органів у виконання функцій і повноважень НБУ.
2. Відкритість економічних даних		
2.1. Відкритий доступ економічних показників	1	НБУ поширює статистичні дані за такими напрямками: ціни, економічна активність, ринок праці, державні фінанси.
2.2. Розкриття макроекономічних моделей	0,5	Система прогнозування на основі макроекономічних моделей – важливий елемент проведення монетарної політики, однак моделі дуже рідко публікуються.
2.3. Регулярність публікації прогнозів	1	Прогнози публікуються поквартально.
2.4. Наукові дослідження	1	На офіційному сайті НБУ публікуються наукові дослідження.
3. Публічність процедур МП		

Продовження таблиці 3.1

3.1. Використання монетарного правила	1	З початку повномасштабного вторгнення НБУ змінив режим інфляційного таргетування та плаваючого обмінного курсу на фіксований валютний курс.
3.2. Розкриття інформації про внутрішні процеси прийняття рішень	0,5	Оприлюднюється прес-реліз щодо прийнятих Правлінням НБУ рішень з питань монетарної політики, який розміщується на сторінках НБУ, проводиться прес-брифінг Голови Національного банку України, під час якого оголошується та пояснюється прийняте рішення.
3.3. Публікація стенограм, протоколів, звітів комітету по МП	0	Не публікуються.
4. Прозорість способів реалізації МП		
4.1. Оприлюднення рішення щодо зміни основного інструменту МП	1	Зміни оголошуються без запізнення.
4.2. Публікація пояснення до рішень центрального банку	0,5	На офіційному сайті публікуються виступи представників НБУ із коментарями прийнятих рішень.
4.3. Оприлюднення інформації про заходи щодо досягнення цілей МП	0,5	Інформація подається частково і не регулярно.
4.4. Інтернет-активність	0,5	НБУ активно веде сторінку у Facebook та YouTube. На офіційному сайті теж публікується інформація на регулярній основі. Для більшої відкритості населенню на сайті можна додати функцію «онлайн-помічник» для надання інформації.
5. Операційна відкритість		
5.1. Розкриття інформації про ступінь досягнення цілей МП	0,5	Досягнення цілей МП розглядається частково.
5.2. Публікація інформації щодо макроекономічних дисбалансів, що виникли в результаті реалізації МП	0,5	Тільки для короткострокових прогнозів з урахуванням поточної макроекономічної ситуації
5.3. Розкриття інформації про помилки і витрати регулювання	0	Дана інформація не публікується.
Всього	11	

Джерело: розраховано та складено автором.

Отримані результати щодо оцінки рівня транспарентності НБУ, наведені у таблиці 3.1, засвідчують, що монетарна політика НБУ не є достатньо прозорою (11 балів із 17). А саме не достатнім є показник транспарентності за критеріями «Публічність процедур монетарної політики» та «Операційна відкритість». НБУ чітко визначає цілі, дотримується обраної стратегії у роботі, однак у відкритому доступі відсутня інформація щодо досягнення цілей монетарної політики, відсутня порівняльна інформація з плановими та фактичними значеннями основних

показників. Більшість населення не знають про кількість цілей монетарної політики та їх сумісність і відповідно, не розуміють чому НБУ не може одночасно контролювати інфляцію і валютний курс, що зменшує довіру до діяльності Національного банку України.

У якості рекомендацій щодо підвищення рівня транспарентності НБУ, логіка яких зумовлюється проведеними розрахунками, необхідним є на регулярній основі комунікувати з суспільством та доводити інформацію щодо формування та дотримання цілей монетарної політики з порівнянням запланованих та фактичних показників, а також з вказанням причини, чому конкретний показник не досягнув планового показника.

Посилення транспарентності центрального банку збільшує довіру до нього, а прозорість і підзвітність громадськості стають супутньою гарантією незалежності. Незалежність центрального банку розглядається як функціональна форма можливості реалізації своїх завдань, і як ланка зв'язку з політико-економічною системою країни, а також відображає політико-інституціональний аспект статусу центрального банку в системі макроекономічних регуляторів, застосовуваних публічною владою [170, с. 40].

Концепція незалежності центрального банку вперше була запропонована С. Фішером та Г. Дибеллом ще у 1944 році. В теперішній час в економічній теорії науковці визначають декілька різновидів незалежності центрального банку та низку факторів. Серед них: наявність чітко сформульованої пріоритетної цілі; самостійність у виборі інструментів для досягнення цілі; порядок призначення та звільнення керуючого складу, що забезпечує неможливість тиску на відповідальних за реалізацію цілей осіб; заборона фінансування бюджету і прямого кредитування уряду, у т. ч. операцій з державними цінними паперами на первинному ринку; чіткі та прозорі механізми поведінки в ситуації, коли виникає конфлікт інтересів центрального банку і уряду; порядок фінансування центрального банку, який не залежить від його політики (рис. 3.4).

**Фактори
незалежності
центрального
банку**

наявність чітко сформульованої пріоритетної цілі;

самостійність у виборі інструментів досягнення цілі;

порядок призначення та звільнення керуючого складу, що забезпечує неможливість тиску на відповідних осіб;

заборона фінансування бюджету і прямого кредитування уряду, у т. ч. операцій з державними цінними паперами на первинному ринку;

чіткі та прозорі механізми поведінки в ситуації, коли виникає конфлікт інтересів центрального банку і уряду;

порядок фінансування центрального банку, який не залежить від його політики.

Рис. 3. 4. Основні фактори незалежності центрального банку

Джерело: складено автором за даними [131].

Ще у 1985 році К. Рогофф показав, що інфляційний ухил, який виникає через проблему невідповідності часу, можна зменшити, якщо проведення монетарної політики покладено на незалежний і консервативний центральний банк. Консервативність у цьому випадку означає, що центральний банк надає більшу вагу стабілізації інфляції, ніж обсягу виробництва, оскільки він більше не схильний до інфляції. Без політичного втручання незалежні центральні банки зможуть проводити чітку монетарну політику, закріплювати очікування та краще контролювати інфляцію [6]. Останніми роками підхід змінився на користь ліберальних банків, однак незалежно від того, чи проводить центральний банк консервативну чи ліберальну політику, ефективність його політики залишається пов'язаною зі ступенем його незалежності від політичного втручання.

Теоретичні та емпіричні питання фактичної незалежності центрального банку досліджувалися в зарубіжній науковій літературі ще у минулому сторіччі. Узагальнення наукових досліджень представлено у таблиці 3.2.

Таблиця 3.2

**Узагальнення наукових досліджень, присвячених питанням
незалежності центральних банків**

Автор	Рік	Результати досліджень
R. Bade, M. Parkin	1988	Не виявили зв'язку між фінансовою незалежністю центральних банків та інфляцією, але вони виявили, що середній рівень інфляції був значно нижчим у країнах з більш незалежними центральними банками (тобто центральні банки з сильнішими інституційною незалежністю)
V. Grilli та ін.	1991	Виявили значний негативний зв'язок між інфляцією та економічною незалежністю в періоди високої інфляції, тоді як політична незалежність була значною лише в 1970-х роках
A. Cukierman та ін.	1992	Автор поєднав центральні закони та статuti з відповідями на опитування різних центральних банків, щоб оцінити їх юридичну незалежність від політичного втручання. Автори стверджують, що кращим показником фактичної незалежності центрального банку є рівень плинності керуючих центральних банків.
A.Alesina, L.Summers	1993	Розроблені варіанти правових заходів незалежності центрального банку
A.Posen	1995	Виявив, що протидія фінансового сектора інфляції в країні є ще одним фактором, який пояснює негативний зв'язок між незалежністю центрального банку та інфляцією.
M.Campillo and J.Miron	1997	Виявили, що незалежність центрального банку та режим валютного курсу не визначають темпи інфляції, тоді як інші характеристики, такі як відкритість та оптимальні податкові міркування, є статистично важливими для визначення інфляції.

Джерело: складено автором за даними [45].

Перші заходи легального центрального банку супроводжувалися спробами оцінити його вплив на різні макроекономічні результати, зокрема на інфляцію, оскільки стабілізація інфляції є частиною повноважень центрального банку. Огляд літератури про незалежність центрального банку надає достатньо доказів того, що негативний зв'язок між незалежністю центрального банку та інфляцією є досить надійним, оскільки більш незалежні центральні банки забезпечують і підтримують нижчу інфляцію порівняно з менш незалежними. В країні з високою мінливістю керівників інфляція може бути високою через політичне втручання уряду, що призводить до більш частих звільнень керівника центрального банку. Але також може бути так, що керівника звільняють через те, що він не зміг утримати інфляцію на низькому рівні.

Існує також достатньо доказів того, що існує негативний зв'язок між незалежністю центрального банку та монетарним фінансуванням фіскального дефіциту. Це зводиться до простого факту, що менш незалежні центральні банки більше піддаються політичному тиску та втручанню, що спонукає їх фінансувати бюджетний дефіцит уряду частіше та у більших обсягах. Цей зв'язок був задокументований ще у 1988 році D. Masciandaro і G. Tabellini.

Незважаючи на позитивні результати, ці дослідження мали деякі вади, пов'язані з різною статистичною базою. Вибірки країн зазвичай обмежувалися декількома країнами, і різні індекси, хоч і були спрямовані на вимірювання одного атрибута, інколи демонстрували надзвичайно низьку кореляцію.

Концепція незалежності центрального банку є складним поняттям і охоплює три сфери його діяльності [3, с. 37]:

1. Незалежність його членів (неспроможність політики впливати на склад ради центрального банку та їхні рішення);
2. Фінансова незалежність (автономія центральних банків для того, щоб керувати своїми операціями та не залежати від урядових рішень);
3. Незалежність повноважень центрального банку розробляти та виконувати свою монетарну політику (зокрема він не повинен фінансувати державні витрати, а також повинен мати автономію у встановленні власних цілей та у використанні інструментів).

На основі цих трьох сфер і можна отримати уявлення про рівень незалежності центрального банку.

Щодо фінансової нестабільності Козюк В. В. виділяє та аналізує ортодоксальний та гетеродоксальний підходи незалежності центрального банку. Ортодоксальний підхід ґрунтується на принципі «одна ціль – один мандат – один інструмент», тобто обираючи ціллю цінову стабільність, НБУ не втручається у фінансовий цикл. При гетеродоксальному підході вважається доцільним одночасно цінова стабільність і втручання у фінансовий цикл, однак доний підхід вимагає існування якісних інститутів. Виходячи з цього, для України характерний

гетеродоксальний підхід, який забезпечує зв'язок цінової стабільності з діями щодо її дотримання та з втручанням у фінансовий цикл [169].

З метою підвищення незалежності НБУ необхідно:

- внести до чинного законодавства з валютного регулювання такі нові норми: (1) здійснити чіткий розподіл повноважень НБУ та уряду щодо формування валютно-курсової політики, валютного регулювання та валютного контролю; (2) надати НБУ права «швидкого реагування», тобто можливості швидко реагувати за допомогою інструментів валютного регулювання щодо операцій, пов'язаних з рухом фінансового капіталу;

- гарантування політичної незалежності та введення обмежень на кредитування уряду, затверджених документально, а не формально.

Окремі дослідники вважають, що для підвищення незалежності НБУ спочатку необхідно забезпечити інформаційну прозорість. Однак ми вважаємо, що транспарентність та незалежність центрального банку є взаємопов'язаними інститутами, оскільки центральний банк володіє більшим набором інформації, ніж інші учасники ринку. При фінансовій нестабільності центральний банк не може забезпечити повну транспарентність, що обумовлюється банківською таємницею та можливістю розсіяти паніку серед населення. В цей час важливим інститутом виступає довіра до даної установи, а довіра повинна бути заслужена на основі дій, гарантією яких виступає незалежність центрального банку.

Значним поштовхом до підвищення незалежності центрального банку стала глобальна фінансова криза 2008 року. Саме тоді роль і повноваження центральних банків багатьох країн, зокрема і України стали ширшими та складнішими. Останніми роками ми можемо спостерігати значне підвищення довіри до НБУ, однак дуже важливо її не втратити. Більша прозорість і підзвітність потрібна для збереження громадської підтримки, захисту незалежності та підвищення ефективності політики.

Підсумовуючи вище зазначене, нами доведено, що транспарентність та незалежність є взаємопов'язаними інститутами, тому їхнє посилення повинне забезпечуватися одночасно. Для посилення транспарентності слід дотримуватися

наступної рекомендації: на регулярній основі варто звітувати перед населенням і урядом з інформацією щодо дотримання цілей монетарної політики з порівнянням планових та фактичних показників та з припущенням причини, чому конкретний показник не досягнув планового показника. Для підвищення незалежності НБУ потрібне гарантування його політичної незалежності та введення обмежень на кредитування уряду у будь-якому вигляді. Режим інфляційного таргетування сприяє до підвищенню незалежності Національного банку України. Однак встановлення інфляційної цілі та її дотримання має бути спільною відповідальністю НБУ та Уряду.

3.2. Формування заходів щодо посилення валютної безпеки

В умовах фінансової нестабільності функціонування валютного ринку та інструменти для його ефективного регулювання сприятимуть забезпеченню належного рівня валютної безпеки. При оцінці рівня фінансової безпеки у попередньому розділі було з'ясовано, що Україні необхідно сформувати певні заходи, спрямовані на посилення валютної безпеки, так як у 2022 році цей рівень становив 60%, що є нижньою межею належного рівня. За умов фінансової нестабільності або настанні фінансових криз значний вплив на функціонування валютного ринку здійснюють девальваційні очікування його суб'єктів.

Як відомо, валютній безпеці властиві певні загрози. У науковій літературі виділяють зовнішні та внутрішні загрози, які часто визначають одна одну. Внутрішні загрози є «результатом розвитку внутрішніх суперечностей у національній економіці та породжуються переважно неадекватною грошово-кредитною та валютною політиками, недосконалістю законодавчої бази, прорахунками органів влади, помилками, зловживаннями та іншими відхиленнями щодо регулювання валютної системою держави. Тривале збереження внутрішніх загроз без проведення ефективної економічної політики робить країну більш вразливою також до зовнішніх загроз» [176, с. 277].

До факторів, що впливають на валютну безпеку країни науковці відносять:

- високий рівень доларизації;
- неефективна політика управління міжнародними резервами та борговою безпекою держави;
- недосконалість та недостатня прозорість валютно-курсової політики;
- низький рівень довіри до національної валюти та регулятора;
- високий вплив тіньового валютного ринку на коливання курсу;
- специфічна структура зовнішньої торгівлі, що передбачає продаж сировини й купівлю високотехнологічних товарів;
- високі темпи інфляційних процесів [105, с. 52].

Крім зазначених факторів, вплив яких необхідно нівелювати, важливим питанням також залишається визначення інституцій (установ, організацій), які будуть забезпечувати належний рівень валютної безпеки. На нашу думку, до суб'єктів, що забезпечують валютну безпеку держави слід віднести Національний банк України, Міністерство фінансів України, Кабінет Міністрів України, Державну фіскальну службу України та інші органи державного регулювання, що володіють, відповідно до норм чинного законодавства, повноваженнями у сфері валютного регулювання. Окремі автори виділяють також уповноважені банки, підприємства-суб'єкти зовнішньоекономічної діяльності, домогосподарства [190, с. 93].

Значний обсяг відпливу капіталу з України, про що мова йшла у попередньому розділі, здійснює вагомий вплив на фінансову безпеку держави в цілому, та валютну безпеку зокрема. Незважаючи на боротьбу з неконтрольованим вивезенням вітчизняного капіталу, дане явище залишається суттєвою проблемою для української держави. Виведення капіталу з країни здійснюється з різних причин, основними з яких, на думку науковців виступають «недоліки в системі державного регулювання руху капіталу та зовнішньоекономічної діяльності, які створюють сприятливу основу для поширення різноманітних схем виведення капіталу з України задля ухилення від сплати податків та легалізації (відмивання) доходів, одержаних злочинним шляхом» [72, с. 5]. Для зменшення обсягів відпливу

вітчизняного капіталу з країни необхідно створити привабливий інвестиційний клімат в Україні, в результаті якого інвестори-резиденти залишать свій капітал в економіці своєї країни.

Таке явище як доларизація теж суттєво впливає на можливість забезпечення належного рівня валютної безпеки. Недостатня довіра до банківської системи та до власної валюти у результаті її девальвації, відсутність альтернативних джерел нагромадження, високі темпи інфляції і війна на території України – все це є основними причинами процесу доларизації грошової маси. Громадяни, які зібрали свої заощадження у національній валюті намагаються конвертувати її в більш стійку валюту, наприклад в долари США. Це сприяє потенційному зниженню курсу національної валюти, зокрема щодо долара США.

Високий рівень доларизації зумовлює:

- зростання чутливості обмінного курсу до змін грошової пропозиції;
- додатковий тиск на міжнародні валютні резерви країни внаслідок виникнення потреби у проведенні валютних інтервенцій НБУ;
- зниження дієвості облікової ставки як інструменту регулювання грошової пропозиції;
- посилення чутливості структури й обсягів грошової маси до коливань обмінного курсу національної валюти й девальвації очікувань [286].

Ще одним чинником, що сприяє потенційному знеціненню валютного курсу національної валюти у часи протікання фінансових криз, є негативне сальдо статті «балансу товарів та послуг» платіжного балансу України, від’ємне сальдо якого протягом 2007 - 2022 рр. становило 167 млрд. дол. США, і лише за 2022 рік спостерігалось його зменшення – до 25,7 млрд. дол. США [228], яке відбулося за рахунок суттєвого скорочення зовнішньо-економічних операцій з причин війни в Україні.

Досить складна ситуація, що вплинула на показники торгового балансу, склалася на українському ринку у 2022 році, коли велика кількість підприємств на відносно «безпечних» територіях змушені були зачинитися через неможливість доставки комплектуючих або первинних матеріалів для свого виробництва. На

думку фахівців, від’ємне сальдо торгового балансу зумовлювала ситуація, коли держава попередніми роками замість розвитку протекціоністської політики, основну увагу приділяла збільшенню валютних надходжень від експорту товарів та послуг [159, с. 42]. У результаті в Україні сформувалась надто висока залежність від зовнішніх ринків, про що свідчить інформація, зображена на рис. 3.5.

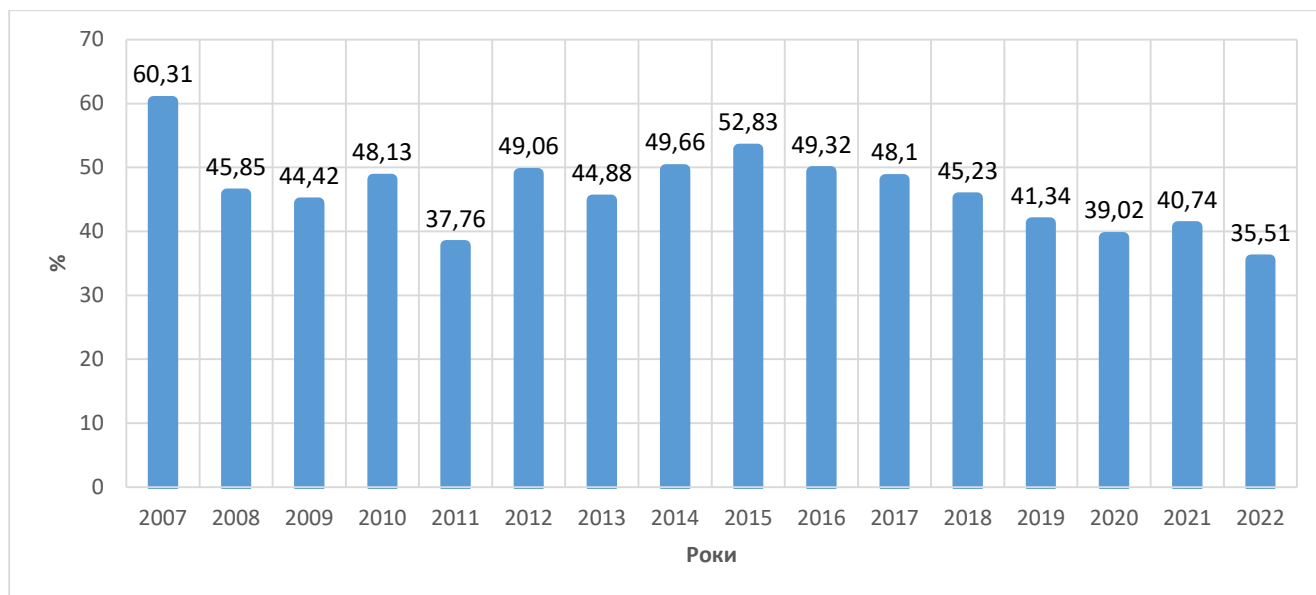


Рис. 3.5. Співвідношення обсягу експорту товарів та послуг з України до обсягу ВВП протягом 2007 -2022 рр., %

Джерело: складено автором за даними [219].

У доповіді Всесвітнього економічного форуму про конкурентоспроможність національних економік у 2015–2016 рр. виділено такі причини неспроможності внутрішнього товарного виробництва задовольняти попит: корупція, обтяжливе податкове законодавство, високий рівень зовнішніх запозичень та інфляція [248, с. 37]. Для зменшення дефіциту даної статті платіжного балансу необхідно стимулювати внутрішній попит на вітчизняні товари та активно працювати над імпортозаміщенням.

Ми розділяємо думку про запровадження наступних заходів щодо політики протекціонізму: тимчасовий захист нових галузей промисловості та нових продуктів для світового ринку, збереження конкуренції на внутрішньому ринку, великі інвестиції в освіту (промислова політика створює попит на освіту), активна

співпраця між виробниками та локальними постачальниками, розповсюдження технологій з метою максимізації кількості переданих знань [282].

Обсяг міжнародних валютних резервів країни також здійснює вплив на рівень валютної безпеки. Провідна роль міжнародних резервів щодо регулювання фінансової стабільності актуалізує проблему визначення їх оптимального розміру. Адже надмірний їх обсяг призводить до довгострокового «заморожування» частини національного доходу, а недостатній – обмеження регулятивної можливості держави. В першу чергу, необхідно зазначити, що необхідний обсяг резервів залежить від обраного режиму валютного курсу і ступеня відкритості та гнучкості вітчизняної економіки, так як при фіксованому режимі валютного курсу необхідно мати великий обсяг міжнародних резервів, значно більший за показник покриття трьохмісячного імпорту.

Фахівцями центральних банків визначено та введено у практичну діяльність критерії адекватності обсягу резервів: критерії Редді та Грінспена і правило Гвідотті [88, с. 64]. З огляду на міжнародний досвід щодо визначення оптимального обсягу резервів за своєю простотою виокремлюють показник відношення міжнародних резервів до короткострокового боргу. З метою обчислення мінімального обсягу міжнародних резервів даний показник можна використовувати в Україні, з додаванням до нього суми імпорту товарів і послуг за 3 місяці.

Виконані розрахунки та наведені результати у таблиці 3.3 свідчать про низьку ефективність резервів як інструменту регулювання валютного ринку. Низькі коефіцієнти міжнародних резервів до грошової маси свідчать про існування низького попиту на національну валюту в країні. До того ж, зростання співвідношення міжнародних резервів до обсягів імпорту і зовнішнього боргу у 2022 р. вказують на покращення ситуації, однак все ще недостатній розмір для попередження або боротьби з спекулятивними атаками на національну валюту та на можливість розгортання фінансової кризи. Високі коефіцієнти у 2014 році, відносно інших років, пояснюються різким зменшенням міжнародних резервів, що не є інформативним.

Таблиця 3.3

Оцінка достатності міжнародних резервів НБУ за 2008-2022 рр.

Роки	МЗ/МР	Імпорт/МР	Зовнішній борг/МР	Короткостр. Зовн. Борг/МР
2010	2,2	2,0	3,4	1,4
2011	2,7	3,0	4,0	1,8
2012	3,9	4,1	5,5	2,6
2013	5,6	4,8	7	2,9
2014	10,7	9,3	16,6	7,8
2015	3,4	3,8	8,8	3,8
2016	2,8	3,4	7,2	2,9
2017	2,4	3,3	6,1	2,5
2018	2,3	3,4	5,5	2,3
2019	2,2	3,0	4,8	1,9
2020	2,4	2,2	4,3	1,6
2021	2,5	2,7	4,2	1,5
2022	2,7	2,9	4,6	1,3

Джерело: розраховано автором за даними НБУ.

Останніми роками обсяги українського валютного ринку скоротилися, тому перед НБУ постала необхідність шукати джерела поповнення валютних резервів. Станом на 01 вересня 2023 року міжнародні резерви становили 40 405 млн. дол. США, це свідчить про позитивну тенденцію в їх збільшенні, однак залишається відкритим питання визначення їх оптимального обсягу. Для цього розрахуємо достатність міжнародних резервів НБУ за критерієм Я. Редді.

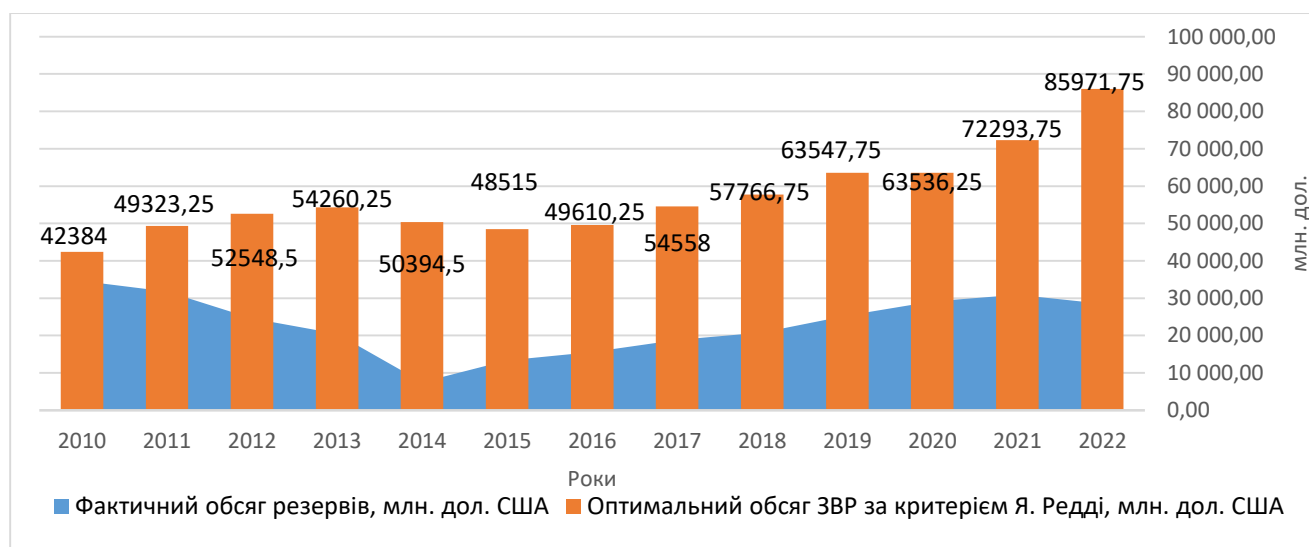


Рис. 3.6. Оцінювання достатності міжнародних резервів НБУ за критерієм Я. Редді

Джерело: розраховано та складено автором за даними [265].

Результати розрахунку достатності міжнародних розрахунків, зображені на рис. 3.6. показують, що за критерієм Я. Редді в Україні існує недостатній обсяг міжнародних резервів. Відповідно до цього критерію міжнародні резерви повинні покривати обсяг річних платежів за зовнішнім боргом та тримісячний імпорт [185, с. 652].

Отже, до заходів щодо забезпечення належного рівня валютної безпеки в Україні, що потребують впровадження слід віднести:

- встановлення контролю за тіньовим рухом капіталу та ефективне державне регулювання;
- формування та реалізація програми з дедоларизації економіки;
- застосування елементів протекціоністської політики, що дозволить збільшити експорт вітчизняної продукції та досягти позитивного сальдо статті платіжного балансу «Баланс товарів та послуг»;
- забезпечення достатності обсягів міжнародних валютних резервів, який дозволить підтримувати стабільну динаміку валютного курсу незважаючи на проведення спекуляцій на ринку.

На стабільне функціонування валютного ринку в Україні мають вплив різні макроекономічні показники, які в тій чи іншій мірі відображають ситуацію у економіці, на яку впливають як внутрішні, так і зовнішні чинники. В ході оцінки рівня валютної безпеки, що була проведена у попередньому розділі, з'ясовано пряму сильну залежність валютної безпеки від такого показника, як співвідношення державного та гарантованого державою боргу до ВВП (%), однак до Методичних рекомендацій щодо розрахунку рівня економічної безпеки України даний показник не включено, що на наше переконання не дає більш точно визначити інтегральний показник валютної безпеки.

Для обґрунтування введення даного показника до зазначених Методичних рекомендацій розрахунку валютної безпеки логічним, насамперед, дати визначення сутності таких понять, як державний борг та гарантований державою борг. Отже, державний борг можна представити як «загальну суму боргових зобов'язань держави з повернення отриманих та непогашених кредитів станом на звітну дату,

що виникають внаслідок державного запозичення» [114], а гарантований державою борг — як «загальну суму боргових зобов'язань суб'єктів господарювання - резидентів України щодо отриманих та непогашених на звітну дату кредитів, виконання яких забезпечено державними гарантіями» [114].

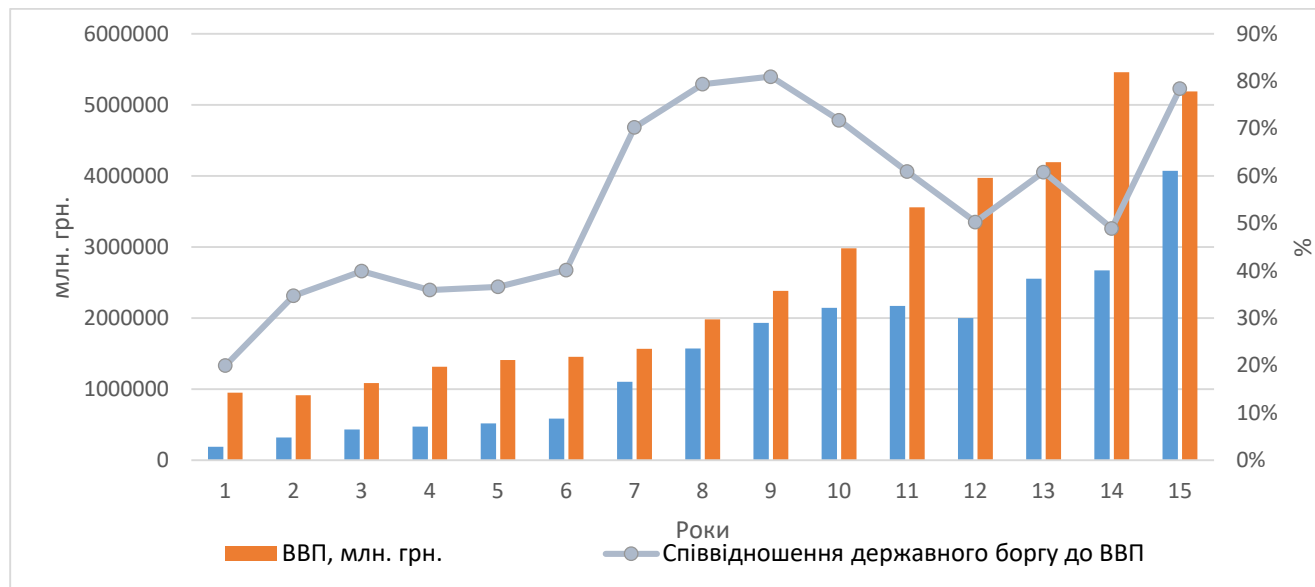


Рис. 3.7. Динаміка державного та гарантованого державою боргу до ВВП за 2008 – 2022 рр.

Джерело: складено автором за статистичними даними НБУ.

З проведеного кореляційно-регресійного аналізу нами з'ясовано, що найсильніший негативний вплив на курсоутворення гривні має державний та гарантований державою борг. Нагадаємо, що валютна безпека нами визначена як стан валютної системи, що забезпечує ефективне виконання своїх функцій валютним ринком, а також підтримання стабільності національної валюти та виконання міжнародних зобов'язань перед країнами-кредиторами. Виходячи з даного визначення, можна сказати, що валютна безпека відображає стан виконання міжнародних зобов'язань, тому обсяг боргу теж впливає на рівень валютної безпеки. У розрахунках даний показник обрано у процентному відношенні до ВВП, оскільки при швидшому зростанні обсягів боргу над обсягами ВВП, його обслуговування може здійснюватися за рахунок нагромадження та споживання, тобто за рахунок зниження життєвого рівня населення. Для гарантування стабільної ситуації у валютно-фінансовій сфері та забезпечення

платоспроможності держави державний борг України не повинен перевищувати 20 % ВВП [176].

Підтвердимо наше обґрунтування доцільності запровадження додаткового показника для інтегральної оцінки валютної безпеки України — співвідношення державного боргу до ВВП у процентному співвідношенні за допомогою кореляційного аналізу, який складається з декількох етапів.

1. Проаналізуємо вплив основних складових індикаторів валютної безпеки на номінальний офіційний курс національної грошової одиниці до долара США (інформація у табл. 3.4), як спрощений варіант стабільності валютної системи України. Матриця парних коефіцієнтів кореляції Пірсона дозволяє визначити напрямок і силу стохастичного зв'язку. Для зручності у таблиці 3.4 ми використали наступні позначення: Y – офіційний курс національної валюти до долара США, X_1 – індекс зміни офіційного курсу національної валюти до долара США, X_2 – валові міжнародні резерви України в місяцях імпорту, X_3 – частка кредитів в іноземній валюті в загальному обсязі наданих кредитів, X_4 – сальдо купівлі-продажу населенням іноземної валюти, X_5 – рівень доларизації грошової маси, X_6 – різниця між форвардним і офіційним курсом національної валюти, X_7 – співвідношення державного та гарантованого державою боргу до ВВП.

Таблиця 3.4

Матриця парних коефіцієнтів кореляції Пірсона між офіційним курсом національної валюти до долара США та індикаторами валютної безпеки, співвідношенням державного та гарантованого державою боргу/ВВП

	Y	X_1	X_2	X_3	X_4	X_5	X_6	X_7
Y	1,000							
X_1	-0,026	1,000						
X_2	-0,110	-0,304	1,000					
X_3	-0,397	0,509	0,065	1,000				
X_4	0,835	0,144	-0,342	-0,115	1,000			
X_5	-0,454	0,417	-0,102	0,751	-0,307	1,000		
X_6	0,937	0,034	-0,148	-0,386	0,735	-0,421	1,000	
X_7	0,754	0,420	-0,432	-0,086	0,742	-0,011	0,682	1

Дані за 2008-2022 рр.

Результати показують, що індекс зміни номінального офіційного курсу національної грошової одиниці, валові міжнародні резерви України вказують на відсутність зв'язку із офіційним курсом гривні. Слабкий обернений вплив мають частка кредитів в іноземній валюті в загальному обсязі наданих кредитів та рівень доларизації грошової маси. Прямий сильний кореляційний зв'язок мають лише три показники із індикатора валютної безпеки: різниця між форвардним і офіційним курсом (0,937), сальдо купівлі-продажу населенням іноземної валюти на ринку (0,835) і співвідношення державного боргу до ВВП (0,754), який ми пропонуємо використовувати для повноти розрахунку.

У всіх наступних таблицях ми використали такі позначення: Y - індекс зміни офіційного курсу національної валюти до долара США, X_2 – валові міжнародні резерви України в місяцях імпорту, X_3 – частка кредитів в іноземній валюті в загальному обсязі наданих кредитів, X_4 – сальдо купівлі-продажу населенням іноземної валюти, X_5 – рівень доларизації грошової маси, X_6 – різниця між форвардним і офіційним курсом національної валюти, X_7 – співвідношення державного та гарантованого державою боргу до ВВП, X_8 – обсяг міжнародних резервів у грошовому вираженні, X_8 – обсяг прямих іноземних інвестицій, X_9 – обсяг експорту товарів та послуг, X_{10} – обсяг грошової маси M_3 , X_{11} – облікова ставка НБУ.

2. Розглянемо індикатори валютної безпеки України через іншу ендегенну змінну – обсяг міжнародних резервів, млн. дол. США, як ще одного показника, який характеризує та забезпечує стабільність функціонування вітчизняного валютного ринку (інформація у табл.3.5).

Таблиця 3.5

Матриця парних коефіцієнтів кореляції Пірсона між індексом зміни офіційного курсу національної валюти до долара США та індикаторами валютної безпеки, співвідношенням державного та гарантованого державою боргу/ВВП, обсягом міжнародних резервів

	Y	X ₂	X ₃	X ₄	X ₅	X ₆	X ₇	X ₈
Y	1,000							
X ₂	-0,304	1,000						
X ₃	0,509	0,065	1,000					
X ₄	0,144	-0,342	-0,115	1,000				
X ₅	0,417	-0,102	0,751	-0,307	1,000			
X ₆	0,034	-0,148	-0,386	0,735	-0,421	1,000		
X ₇	0,420	-0,432	-0,086	0,742	-0,011	0,682	1,000	
X ₈	-0,577	0,768	-0,277	-0,480	-0,450	-0,142	-0,635	1,000

Дані за 2008-2022 рр.

Відсутність зв'язку можна відзначити за індикаторами: різниця між форвардним і офіційним курсом (-0,142) та частки кредитів в іноземній валюті в загальному обсязі наданих кредитів (-0,277). Слабкий обернений вплив мають рівень доларизації грошової маси (-0,45) і сальдо купівлі-продажу населенням іноземної валюти на ринку (-0,48). Середній обернений зв'язок мають індекс зміни офіційного курсу національної грошової одиниці до долара США (-0,577) і співвідношення державного боргу до ВВП (-0,635). Тільки один індикатор має прямий сильний зв'язок із міжнародними резервами – це валові міжнародні резерви України розраховані у місяцях імпорту (0,768).

3. Прямі іноземні інвестиції, номіновані у доларах США також характеризують стабільність функціонування валютного ринку та фінансової системи України в цілому, тому використаємо його у розрахунках як ще один показник і визначимо вплив на нього всіх складових індикатору валютної безпеки (інформація у табл.3.6).

Таблиця 3.6

Матриця парних коефіцієнтів кореляції Пірсона між індексом зміни офіційного курсу національної валюти до долара США та індикаторами валютної безпеки, співвідношенням державного та гарантованого державою боргу/ВВП, обсягом прямих іноземних інвестицій

	Y	X ₂	X ₃	X ₄	X ₅	X ₆	X ₇	X ₉
Y	1							
X ₂	-0,304	1						
X ₃	0,509	0,065	1					
X ₄	0,144	-0,342	-0,115	1				
X ₅	0,417	-0,102	0,751	-0,307	1			
X ₆	0,034	-0,148	-0,386	0,735	-0,421	1		
X ₇	0,420	-0,432	-0,086	0,742	-0,011	0,682	1	
X ₉	-0,562	0,320	0,101	-0,566	0,072	-0,472	-0,805	1,000

Дані за 2008-2022 рр.

Результати кореляційного аналізу знову показали відсутність зв'язку із трьома індикаторами (рівнем доларизації грошової маси – 0,072, часткою кредитів в іноземній валюті в загальному обсязі наданих кредитів – 0,101, валовими міжнародними резервами України – 0,32), слабкий обернений зв'язок простежується із різницею між форвардним і офіційним курсом гривні (-0,472), середній обернений зв'язок із сальдо купівлі-продажу населенням іноземної валюти на ринку (-0,566) та індексом зміни офіційного курсу національної грошової одиниці до долара США (-0,562). При цьому запропонований нами індикатор співвідношення державного боргу до ВВП має обернений сильний зв'язок (-0,805).

4. Цікавим є те, що даний показник займає першість серед інших індикаторів і за умови застосування з ендогенними змінами: експорту товарів та послуг, грошової маси МЗ, облікової ставки НБУ (інформація у табл. 3.7).

Таблиця 3.7

Матриця парних коефіцієнтів кореляції Пірсона між індексом зміни офіційного курсу національної валюти до долара США та індикаторами валютної безпеки, співвідношенням державного та гарантованого державою боргу/ВВП, обсягом експорту товарів та послуг, обсягом грошової маси M_3 , обліковою ставкою НБУ

	Y	X ₂	X ₃	X ₄	X ₅	X ₆	X ₇
Y	1,000						
X ₂	-0,304	1,000					
X ₃	0,509	0,065	1,000				
X ₄	0,144	-0,342	-0,115	1,000			
X ₅	0,417	-0,102	0,751	-0,307	1,000		
X ₆	0,034	-0,148	-0,386	0,735	-0,421	1,000	
X ₇	0,420	-0,432	-0,086	0,742	-0,011	0,682	1,000
X ₉	-0,507	-0,115	-0,315	-0,366	-0,346	-0,441	-0,678
X ₁₀	-0,324	-0,099	-0,272	-0,585	-0,246	-0,600	-0,651
X ₁₁	0,577	-0,336	0,274	0,531	0,157	0,675	0,690

Дані за 2008-2022 рр.

Отримані та проаналізовані результати кореляційного аналізу показали, що запропонований нами до внесення у Методичні рекомендації щодо розрахунку рівня економічної безпеки України додатковий індикатор — співвідношення державного та гарантованого державою боргу до ВВП у процентному відношенні має значні переваги серед існуючих шести індикаторів інтегральної оцінки валютної безпеки в Україні. У першій матриці парних коефіцієнтів кореляції він займає третю позицію по силі впливу, в другому варіанті – другу, а в інших – першу. Його впровадження обґрунтоване за допомогою економетричних методів.

Отже, пропонуємо проводити розрахунок валютної безпеки за сьома індикаторами, враховуючи запропонований нами. Для даного індикатора валютної безпеки України ми розробили характеристичні значення, які визначають рівень безпеки даного показника на основі наступної інформації. Кожен індикатор вимірюється від 0 до 1 (або від 0 до 100 відсотків) та ділиться на п'ять інтервалів:

$[u_0, u_{\text{крит}}]$, $[u_{\text{крит}}, u_{\text{небезп}}]$, $[u_{\text{небезп}}, u_{\text{нездв}}]$, $[u_{\text{нездв}}, u_{\text{здв}}]$, $[u_{\text{здв}}, u_{\text{опт}}]$, де

u_0 - значення індикатора, яке характеризується як абсолютно небезпечний рівень валютної безпеки та за якого рівень валютної безпеки дорівнює 0;

$u_{\text{крит}}$ - значення індикатора, яке характеризується як критичний рівень валютної безпеки та за якого рівень валютної безпеки дорівнює 0,2, або 20% оптимального значення;

$u_{\text{небезп}}$ - значення індикатора, яке характеризується як небезпечний рівень валютної безпеки та за якого рівень валютної безпеки дорівнює 0,4, або 40% оптимального значення;

$u_{\text{нездв}}$ - значення індикатора, яке характеризується як незадовільний рівень валютної безпеки та за якого рівень валютної безпеки дорівнює 0,6, або 60% оптимального значення;

$u_{\text{здв}}$ - значення індикатора, яке характеризується як задовільний рівень валютної безпеки та за якого рівень валютної безпеки дорівнює 0,8, або 80% оптимального значення;

$u_{\text{опт}}$ - значення індикатора, яке характеризується як оптимальний рівень валютної безпеки та за якого рівень валютної безпеки дорівнює 1, тобто дорівнює оптимальному значенню [211].

В Україні та у світовій практиці нормативне значення показника співвідношення державного та гарантованого державою боргу до ВВП встановлене до 60 % [283], тому визначивши даний показник дестимулятором та поділивши його на 5 інтервалів отримано характеристичні значення, інформація про які наведена у таблиці 3.8.

Таблиця 3.8

Характеристичні значення індикатора «співвідношення державного та гарантованого державою боргу до ВВП (виражений у %)

Найменування індикатора, одиниця виміру	$X^L_{\text{крит}}$	$X^L_{\text{небезп}}$	$X^L_{\text{нездв}}$	$X^L_{\text{здв}}$	$X^L_{\text{опт}}$	$X^R_{\text{опт}}$	$X^R_{\text{здв}}$	$X^R_{\text{нездв}}$	$X^R_{\text{небезп}}$	$X^R_{\text{крит}}$
Співвідношення держ. боргу до ВВП, %						20	30	40	50	60

Джерело: розраховано автором за даними [283].

Для розрахунку інтегрального показника валютної безпеки для кожного індикатора визначено ваговий коефіцієнт, що визначає ступінь внеску показника в інтегральний індекс складової валютної безпеки.

Розрахунок вагових коефіцієнтів для кожного субіндексу здійснюється за формулою 3.1:

$$d_i = \frac{a_i}{\sum a_i} \quad (3.1)$$

де i - індикатор, який визначає стан агрегованого показника/субіндексу економічної безпеки, де $i = (1, 2, 3 \dots n)$;

a_i - експертна оцінка, що характеризує важливість i -го індикатора для узагальнених об'єктів/субіндексів економічної безпеки;

d_i - ваговий коефіцієнт, що визначає ступінь внеску i -го показника в інтегральний індекс складової економічної безпеки» [211].

Оскільки ваговий коефіцієнт розраховується за допомогою експертних оцінок, перед регулятором постає завдання розрахувати ваговий коефіцієнт не самостійно, а запрошувати експертів в даній галузі.

Враховуючи вищенаведені пропозиції щодо формування заходів, спрямованих на забезпечення належного рівня валютної безпеки можна стверджувати, що в Україні показник рівня валютної безпеки має значні коливання — від мінімальних, що несуть у собі ризики загрози дестабілізації фінансової системи в цілому, та функціонування валютного ринку зокрема, до таких, що мають нижню межу (на рівні 60%) належного рівня.

Методичні рекомендації щодо розрахунку рівня економічної безпеки, в яких також є індикатори для оцінки рівня валютної безпеки, на наш погляд, потребують удосконалення. Проведений регресивно-кореляційний аналіз індикаторів, що впливають на рівень валютної безпеки показав відсутність прямого сильного зв'язку між ними та формуванням номінального офіційного курсу гривні, що не дозволяє більш якісно оцінити рівень валютної безпеки.

У результаті розрахунків з'ясовано, що такий індикатор, як співвідношення державного та гарантованого державою боргу до ВВП у процентному відношенні

має значні переваги серед існуючих в методиці шести індикаторів інтегральної оцінки валютної безпеки в Україні. Таким чином пропонуємо оцінювати рівень валютної безпеки за допомогою семи індикаторів, для кожного з яких визначено ваговий коефіцієнт, що характеризує ступінь внеску показника в інтегральний індекс валютної безпеки.

Одночасно можна стверджувати, що на валютну безпеку в Україні мають вплив такі макроекономічні показники і процеси, як рух капіталу, від’ємне сальдо торговельного балансу, достатній рівень міжнародних резервів, доларизація економіки, високий рівень державної заборгованості, відсутність елементів протекціоністської політики. У зв’язку з цим запропоновано заходи, які сприятимуть забезпеченню належного рівня валютної безпеки, серед яких основними є наступні: встановлення контролю за тіньовим рухом капіталу та посилення ролі держави у цьому процесі; розроблення поетапної програми з дедоларизації економіки; застосування елементів протекціоністської політики, яка спрямована на стимулювання експорту вітчизняної продукції та досягнення позитивного сальдо статті платіжного балансу «Баланс товарів та послуг»; збільшення обсягів міжнародних валютних резервів для нівелювання шоккових коливань валютного курсу гривні, які виникають у результаті проведення спекуляцій на вітчизняному валютному ринку.

3.3. Удосконалення інструментарію підвищення ефективності функціонування валютного ринку

У міру розвитку економіки або будь-яких змін в країні (фінансова глобалізація, інтеграція України до європейського співтовариства, військові дії на території країни) з’являється необхідність у реформуванні підходів до регулювання валютного ринку, пошуку ефективних механізмів та інструментів його здійснення. В умовах фінансової нестабільності, яка може бути спричинена всередині країни або ж іммігрувати з зарубіжних фінансових ринків актуальним є питання

забезпечення ефективності валютного регулювання. Про ефективне регулювання ми можемо свідчити в тому випадку, коли параметри монетарної політики забезпечують економічне зростання, тому фінансові регулятори повинні відповідати сучасним тенденціям економічного розвитку, впроваджуючи інновації на фінансових ринках.

На думку М. Обстфельда [55] та К. Рогоффа, центральні банки у своєму арсеналі мають багато засобів, щоб справлятися з спекулятивними атаками при на обмінний курс національної валюти при виникненні та розповсюдженні валютних криз. Однак, ці засоби не завжди є ринковими та ефективними з точки зору підтримки необхідної для економіки динаміки подолання кризових явищ.

Від ефективності реалізації грошово-кредитної та валютно-курсової політики залежить стабільність цін і обмінного курсу, інвестиційна активність та економічне зростання, що в умовах політичної нестабільності визначає готовність економіки протистояти зовнішній агресії, а відтак впливає на стан національної безпеки. Підвищення ефективності реалізації валютної політики передбачає трансформацію діючого механізму валютного регулювання. Оскільки валютний курс суттєво впливає на ціни у відкритій економіці і є одним з каналів впливу міжнародних ринків на внутрішні економічні процеси, тому дуже важливим постає питання щодо обґрунтування адекватної валютно-курсової політики та механізму її реалізації, заснованому на інструментарії. Науковці та практики виділяють наступні принципи, якими потрібно керуватися при виборі інструментів регулювання валютного ринку: принцип транспарентності, принцип функціональної спрямованості, принцип підпорядкованості загальноекономічним цілям.

Інструменти регулювання валютного ринку одночасно можливо розглядати як канали впливу валютного курсу на суміжні сфери економічної діяльності [8, с. 2]. Інформація, зображена на рис. 3.8 наочно демонструє сфери впливу валютного курсу.

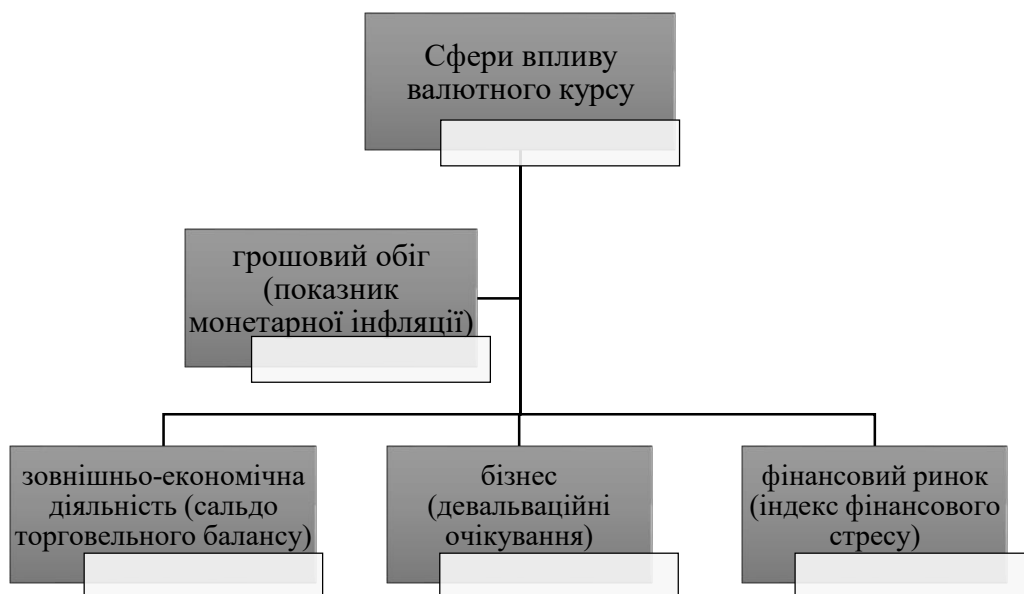


Рис. 3.8. Сфери впливу валютного курсу

Джерело: складено автором за інформацією [8, с. 2].

Широкий перелік різних сфер економічної та фінансової діяльності, на які впливає валютний курс, пояснює велику відповідальність у виборі набору інструментів регулювання валютного ринку, які повинні бути адекватними стану розвитку валютних відносин та економіки в цілому.

Регулювання валютного ринку України здійснюється на двох рівнях: мікрорівні та макрорівні. Регулювання валютного ринку на мікрорівні полягає в забезпеченні нагляду за проведенням операцій з іноземною валютою банками та здійснюється «компетентними органами держави з метою здійснення контролю за внутрішніми і зовнішніми валютно-фінансовими потоками, проведенням моніторингу й регулювання стану внутрішнього валютного ринку України» [121, с. 75]. Регулювання на макрорівні передбачає забезпечення стабільної динаміки обмінного курсу гривні з метою підтримки рівноваги платіжного балансу країни та формування умов для підвищення конвертованості валюти.

У попередньому розділі було проаналізовано специфіку регулювання вітчизняного валютного ринку у періоди посилення фінансової нестабільності (під час фінансових криз) та з'ясовано, що всі кризи супроводжувалися швидким відпливом капіталу з внутрішнього фінансового ринку, що призводить до виснаження (зменшення) міжнародних валютних резервів. Це завжди спонукало

Національний банк України вдаватися до використання валютних обмежень. Поряд з обмеженнями для задоволення ажіотажного попиту на іноземну валюту під час криз як основний інструмент використовувалися валютні інтервенції. Щодо інших інструментів, то їх ефективність для погашення девальваційних очікувань є не надто високою. Зокрема, дослідження показали, що регулювання облікової ставки НБУ практично не впливає на процес стабілізації валютного ринку та динаміки валютного курсу.

У зарубіжній науковій літературі є багато досліджень, присвячених питанням ефективного валютного регулювання. Думки та підходи науковців діаметрально різняться. Узагальнення досліджень дозволило згрупувати та розподілити їх на два підходи, зокрема:

- науковцями у першому підході обґрунтовуються переваги лібералізації валютного ринку та застосування режиму плаваючих обмінних курсів, який базується на працях Дж. Флемінга [31] і Р. Манделла [52].

- науковці у другому підході наполягають на посиленні контролю за формуванням валютного курсу через ризик його раптової девальвації, оскільки головною ціллю повинна виступати стабільність національної фінансової системи. Цей підхід обґрунтовується у працях Е. Фарі [28], Г. Рея [58], Г. Бекаерта [7], Б. Айхенґріна [26].

Актуальність таких підходів зумовлювалася періодом, коли країні використовували у якості номінального якоря режим валютного курсу. З переходом до інфляційного таргетування та плаваючого валютного курсу науковці обґрунтовували позицію, за якою режим інфляційного таргетування може бути ефективним за умови забезпечення стабільної динаміки валютного курсу [37].

Тренд на лібералізацію регулювання валютного ринку припадав на період 1990-2000 рр. та активно досліджувався у працях Дж. Флемінга та Р. Манделла. Необхідність лібералізації обґрунтовувалась стадією пожвавлення економічного циклу, яка супроводжувалася зростанням цін на сировинні товари. Тому в країнах, що розвивалися і були експортерами сировинних товарів на зовнішні ринки, відбувся значний приплив капіталу. Велика пропозиція валюти на внутрішньому

ринку знижувала потребу у фіксації курсу та підтверджувала доцільність повної валютної лібералізації з метою зростання іноземних інвестицій.

Аналіз історичного розвитку валютних відносин, валютного ринку та системи валютного регулювання в Україні показує, що після отримання незалежності у 1991 році та відсутності практики контролю за проведенням валютних операцій існувала повна лібералізація у формуванні валютного курсу, що призводило до щоденної девальвації курсу грошової одиниці. Неможливість встановлення жорсткого контролю за курсоутворенням зумовлювалася відсутністю достатнього обсягу міжнародних резервів. Девальвація стимулювала до нагромадження коштів у іноземній валюті та відпливу капіталу за межі країни.

З роками НБУ набував досвіду у регулюванні валютного ринку та встановленні контролю за курсоутворенням національної грошової одиниці. При формуванні системи інструментів валютного регулювання лібералізація валютного ринку була замінена на жорсткий контроль за проведенням валютних операцій.

Фінансова криза 2008 року та необхідність її подолання актуалізували питання щодо встановлення контролю за фінансовою стабільністю та модернізації підходів до ефективного регулювання фінансових ринків. В результаті відбулася зміна парадигми на користь фінансової лібералізації [111, с. 388], це стосувалося насамперед і валютної лібералізації.

В Україні шлях до лібералізації регулювання валютного ринку був доволі складним. Відсутність достатнього обсягу міжнародних резервів, політичної волі та наявність «страху перед плаванням» не дозволяли довгий час відмовитися від режиму регульованого валютного курсу та перейти до його вільного плавання.

Тільки у 2016 році, коли було запроваджено режим інфляційного таргетування, сформувалися умови для лібералізації регулювання валютного ринку. У 2018 році був прийнятий Закон України «Про валюту і валютні операції», який законодавчо закріпив норми лібералізації валютних відносин. Однак розв'язана росією війна в Україні змусила Національний банк України тимчасово (на період воєнного стану) відмовитися від ліберального регулювання валютного ринку та перейти до використання валютних обмежень щодо здійснення операцій

з купівлі-продажу іноземної валюти юридичними та фізичними особами, у тому числі й нерезидентами, про що вже зазначалося у попередньому розділі.

При дослідженні інструментів регулювання валютного ринку у першому розділі запропоновано для підвищення ефективності інструментарію включити до переліку такий інструмент як «регулювання режиму валютного курсу». У другому розділі проведено аналіз дієвості даного інструмента, який показав ефективність його застосування при стабільному функціонуванні валютного ринку та у часи фінансової нестабільності але з використанням валютних обмежень.

Трилема монетарної політики базується на кількох варіантах можливої політики: «якщо в країні вільний рух капіталу, то необхідно обрати здійснення контролю за обмінним курсом або проведенням незалежної політики. Використання монетарної політики в якості контрциклічного засобу з метою регулювання й стабілізації рівня економічної активності може призвести до значних циклічних зсувів обмінного курсу та платіжного балансу. І навпаки, якщо монетарна політика направлена на збереження прив'язки або фіксації валютного курсу, вона не може використовуватися як контрциклічний засіб та не може попереджувати значні коливання рівня економічної активності» [250, с. 8].

Однак за часи існування цієї трилеми дослідження підтвердили, що для стабільності міжнародної валютної системи необхідний вибір адекватного режиму валютного курсу для зменшення ризику раптової девальвації. З огляду на фінансові цикли стало зрозуміло, що з вільним рухом капіталу проведення незалежної монетарної політики виявляється неможливим, оскільки вільний рух капіталу сприяє виникненню валютних криз. Тому виникла ідея обирати два взаємопов'язаних таргети — інфляції та валютного курсу [110, с. 38].

На практиці забезпечення стабільності національної грошової одиниці не суперечить політиці інфляційного таргетування, а рівновага платіжного балансу та використання валютних інтервенцій для зниження волатильності обмінного курсу національної валюти дозволяє легше досягнути інфляційного таргету. Такий підхід пояснює важливість наступного інструмента регулювання валютного ринку — валютні інтервенції, про що вже зазначалося у попередньому розділі. У 2022 році

НБУ ефективно застосував «додаткові ринкові інструменти відтягування грошової маси з валютного ринку з метою збереження міжнародних резервів, пов'язуючи тимчасову ліквідність банківської системи та кошти населення» [81, с. 125]. Здійснювалося це наступним чином: 01 жовтня 2022 року змінено місячний ліміт на купівлю населенням безготівкової валюти з 50 до 100 тис. грн. з можливістю конвертації у долари та подальшим розміщення купленої валюти на депозитний рахунок у банку з мінімальним терміном три місяці [230]. Такий ринковий інструмент показав свою ефективність, оскільки і населенню було зручно відкривати валютні депозити за офіційним банківським курсом, а не курсом «тіньового ринку», і держава таким чином знизила девальваційний тиск та сприяла стабілізації очікувань.

Повернімося до режиму інфляційного таргетування. Ми вважаємо, що політика інфляційного таргетування з відміною всіх валютних обмежень, навіть за умови закінчення війни для України є досить радикальною, оскільки національна економіка не готова ефективно розподіляти ресурси, та і фінансовий сектор недостатньо розвинутий. Щодо питання переходу до валютної лібералізації ми пропонуємо схему, яка представлена на рис. 3.9.

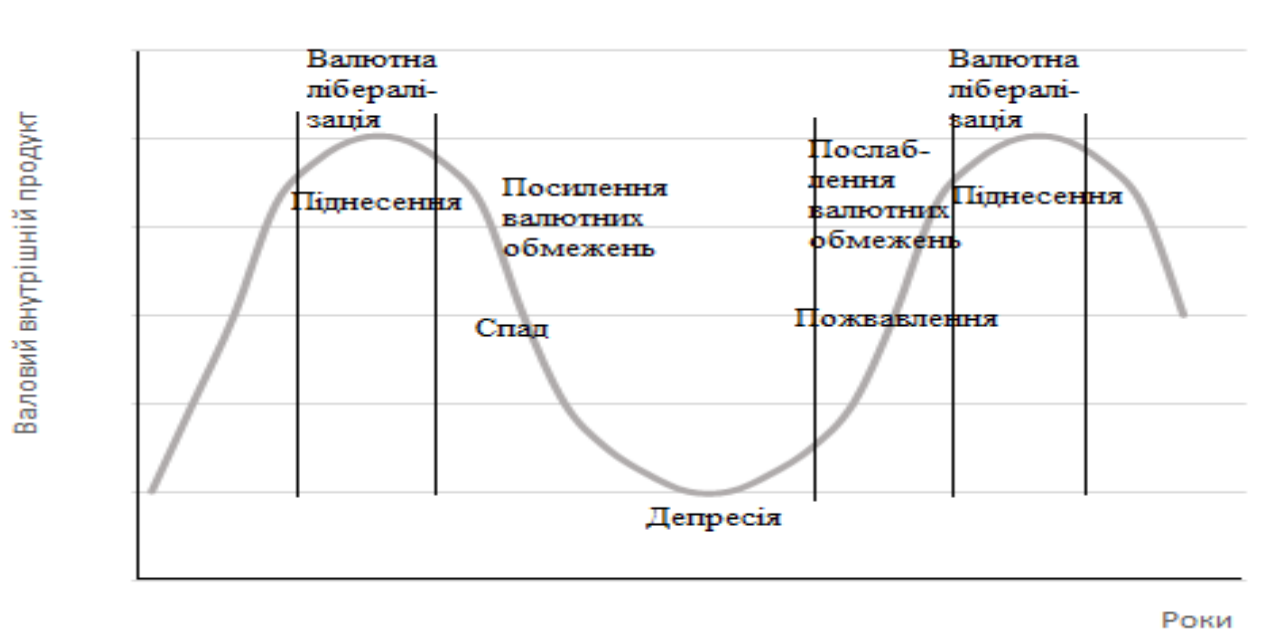


Рис. 3.9. Схема лібералізації валютного регулювання в економічних циклах

Джерело: складено автором.

Обґрунтування нашого підходу засновується на такому сценарії. Пропонуємо на початку стадії спаду економічного циклу посилювати валютні обмеження, зокрема ті, які унеможлиблюють неконтрольований відплив капіталу з країни, а саме:

- обмеження на дострокове погашення зовнішніх зобов'язань;
- зобов'язання експортерів продавати валютну виручку;
- ведення журналу реєстрації зовнішніх запозичень в іноземній валюті та запозичень у нерезидентів;
- заборона укладати строкові контракти, базисним активом яких є іноземна валюта;
- встановлення ліміту на репатріацію дивідендів.

На стадії пожвавлення економічного циклу за умови наявності розвинених фінансових ринків поступово послаблювати валютні обмеження, зокрема обмеження на вільну купівлю іноземної валюти для імпортних операцій. І на стадії піднесення, знову ж таки за умови розвинених фінансових ринків, високого рівня прозорості та незалежності центрального банку, можна поступово переходити до відміни всіх видів валютних обмежень. Запропонований сценарій щодо встановлення та використання валютних обмежень є актуальним при поверненні до інфляційного таргетування з можливістю регулювання валютного курсу.

На ефективність регулювання валютного ринку протягом багатьох років впливала структура валютних операцій, так як всі обмеження стосувалися операцій з доларом США. За останні 8 років структура валютних операцій у розрізі валют дещо змінилася. Інформація, наведена у таблиці 3.9. показує, якщо ще у 2015 році частка долара у загальному обсязі складала 75%, а на інші валюти приходилося 25%, то починаючи з 2019 року сформувалася стійка тенденція, за виключенням 2021 року, до збільшення частки долара у загальних обсягах валютних операцій. Упродовж 2022-2023 рр. долар США зайняв домінуюче положення у загальних обсягах валютних операцій, його частка склала 99%.

Таблиця 3.9

Структура валютних операцій у розрізі валют

Рік	Структура за видами валют (%)	
	Долари США	Інші валюти
2015	75 %	25 %
2016	87 %	13 %
2017	84 %	16 %
2018	83 %	17 %
2019	87 %	13 %
2020	89 %	11 %
2021	85 %	15 %
2022	99 %	1 %
2023	99 %	1 %

Джерело: складено автором за даними НБУ.

Домінування операцій з доларом США пояснюється великою довірою до американської валюти та здійсненням експортних операцій сировинними товарами, ціна яких на зовнішніх ринках номінується у доларах. Також значна частка тіньових операцій з нерухомістю та транспортними засобами здійснюється у доларах. Однак євроінтеграційна спрямованість України та стабілізація фінансового сектора після закінчення війни потребуватиме суттєвих змін у структурі валютних операцій за рахунок збільшення частки інших валют.

Отже, виходячи з тематики нашого дослідження, за допомогою здійсненого нами аналізу та розрахунків у роботі, нами запропоновано алгоритм дій для завчасного виявлення кризових явищ на валютному ринку України та подальші дії щодо валютного регулювання (рис. 3.10). Він полягає у наступному: здійснювати моніторинг за зміною рівня валютної безпеки та основних фінансових показників, які мають вплив на валютний ринок, а саме: дефіцит торговельного балансу/ВВП, дефіцит рахунку поточних операцій/ВВП, обсяг міжнародних резервів/грошової маси М2, обсяг короткострокового зовнішнього боргу/обсяг міжнародних резервів. Якщо волатильність визначених показників порівняно з попереднім періодом перейшла позначку 30 %, це свідчить про негативні тенденції та ризики для валютного ринку у майбутньому. У випадку виявлення кризових явищ пропонуються наступні дії: впровадження валютних обмежень з метою зменшення відпливу капіталу, використання інструменту «регулювання режиму валютного

курсу» з використанням валютних інтервенцій, забезпечення комунікації центрального банку з учасниками валютного ринку задля зменшення девальваційних очікувань та спекулятивних дій.

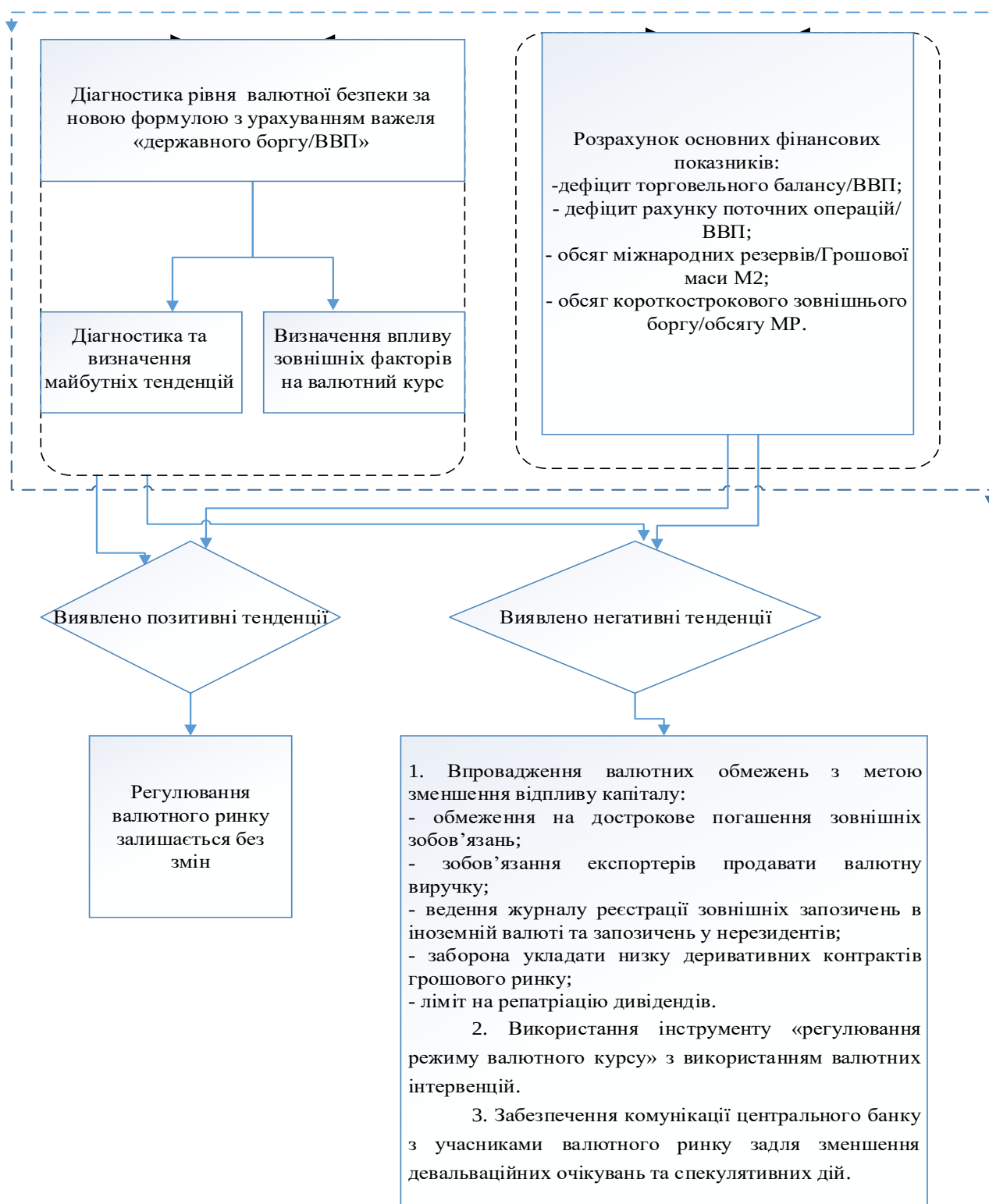


Рис. 3.10. Алгоритм дій для завчасного виявлення кризових явищ на валютному ринку України та подальші дії щодо валютного регулювання

Джерело: розроблено автором.

На наш погляд, запропоновані аспекти валютного регулювання в умовах фінансової нестабільності здатні суттєво підвищити його ефективність та сприятимуть зменшенню негативного впливу фінансової нестабільності.

Отже, удосконалення інструментарію підвищення ефективності функціонування валютного ринку передбачає процес пошуку механізмів, засобів та заходів, впровадження яких має ґрунтуватися на таких ключових засадах:

- необхідність підтримання стабільної динаміки валютного курсу незалежно від обраних цілей монетарної політики;
- використання режиму валютного курсу, який є адекватним до наявних економічних умов розвитку;
- поєднання інструментів державного та ринкового регулювання валютного ринку;
- забезпечення взаємоузгодженості рішень щодо заходів регулювання грошово-кредитного та валютного ринків.

Таким чином, одним із актуальних напрямів реформування економіки та відновлення її зростання після війни має стати забезпечення в Україні раціонального та ефективного інструментарію регулювання валютного ринку, реалізація якого має сприяти економічному зростанню шляхом перерозподілу валютно-фінансових надходжень у реальний сектор економіки, а також забезпечувати надійний захист від впливу зовнішніх та внутрішніх фінансових шоків.

Висновки до розділу 3

1. Напрямами підвищення ефективності функціонування вітчизняного валютного ринку в умовах фінансової нестабільності є підвищення прозорості та забезпечення реальної незалежності центрального банку. В роботі проведено оцінку прозорості монетарної політики НБУ за методикою С. Ейфінгера та П. Гераатса та з'ясовано, що монетарна політика НБУ є

недостатньо прозорою (11 балів із 17) за критеріями «Публічність процедур монетарної політики» та «Операційна відкритість». Для підвищення інформаційної прозорості НБУ необхідно на постійній основі звітувати перед суспільством і урядом про визначення та дотримання цілей монетарної політики з порівнянням планових і фактичних показників та з поясненням причини, чому реальний показник не досягнув запланованого рівня.

2. Для забезпечення реальної незалежності НБУ запропоновано внести до чинного законодавства з валютного регулювання такі норми: 1) розподілити повноваження НБУ та уряду щодо формування валютно-курсової політики, валютного регулювання та валютного контролю; 2) закріпити за НБУ право «швидкого реагування» за допомогою інструментів валютного регулювання операцій, пов'язаних з рухом фінансового капіталу; 3) законодавчо забезпечити гарантії політичної незалежності НБУ та введення обмежень на кредитування уряду у різних видах, затверджених документально, а не формально.

3. Проведений кореляційний аналіз індикаторів, що впливають на рівень валютної безпеки показав відсутність прямого сильного зв'язку між ними та формуванням номінального офіційного курсу гривні. Разом з тим, прямий та сильний вплив на рівень валютної безпеки має індикатор співвідношення державного та гарантованого державою боргу до ВВП у процентному відношенні. У зв'язку з цим запропоновано оцінювати рівень валютної безпеки за допомогою семи індикаторів, для кожного з яких визначено ваговий коефіцієнт, що характеризує ступінь внеску показника в інтегральний індекс валютної безпеки.

4. Доведено, що на рівень валютної безпеки в Україні мають вплив рух капіталу, від'ємне сальдо торговельного балансу, достатній рівень міжнародних резервів, доларизація економіки, високий рівень державної заборгованості, відсутність елементів протекціоністської політики. Для забезпечення належного рівня безпеки запропоновано такі заходи:

- встановлення контролю за тіньовим рухом капіталу та посилення ролі держави у цьому процесі;
- розроблення поетапної програми з дедоларизації економіки;

- застосування елементів протекціоністської політики, яка спрямована на стимулювання експорту вітчизняної продукції та досягнення позитивного сальдо статті платіжного балансу «Баланс товарів та послуг»;

- збільшення обсягів міжнародних валютних резервів для нівелювання шоківих коливань валютного курсу гривні, які виникають у результаті проведення спекуляцій на вітчизняному валютному ринку.

5. Запропоновано сценарій лібералізації валютного регулювання в економічних циклах:

1) на початку стадії спаду економічного циклу посилювати валютні обмеження, які унеможливають відплив капіталу з країни, а саме: обмеження на дострокове погашення зовнішніх зобов'язань; зобов'язання експортерів продавати валютну виручку; ведення журналу реєстрації обсягів зовнішніх запозичень в іноземній валюті та запозичень у нерезидентів; заборона на укладення строкових контрактів, базисним активом яких є іноземна валюта; встановлення ліміту на репатріацію дивідендів;

2) на стадії пожвавлення економічного циклу за умови розвинених фінансових ринків поступово послаблювати валютні обмеження, зокрема обмеження щодо купівлі іноземної валюти для імпорту товарів та послуг.

3) на стадії піднесення за умови розвинених фінансових ринків, високого рівня прозорості та незалежності центрального банку, поступово переходити до відміни всіх видів валютних обмежень.

6. Процес удосконалення інструментарію підвищення ефективності функціонування вітчизняного валютного ринку повинен здійснюватися на основі пошуку та застосування механізмів, засобів та заходів, впровадження яких має ґрунтуватися на наступних ключових засадах:

- необхідність підтримання стабільної динаміки валютного курсу незалежно від обраних цілей монетарної політики;

- використання режиму валютного курсу, який є адекватним до наявних економічних умов розвитку;

- поєднання інструментів державного та ринкового регулювання валютного ринку;
- забезпечення взаємоузгодженості рішень щодо заходів регулювання грошово-кредитного та валютного ринків.

7. Отже, виходячи з тематики нашого дослідження, за допомогою здійсненого нами аналізу та розрахунків у роботі, нами запропоновано алгоритм дій для завчасного виявлення кризових явищ на валютному ринку України та подальші дії щодо валютного регулювання. На наш погляд, запропоновані аспекти валютного регулювання в умовах фінансової нестабільності здатні суттєво підвищити його ефективність та сприятимуть зменшенню негативного впливу фінансової нестабільності.

ВИСНОВКИ

У дисертації здійснено теоретичне обґрунтування та розроблено і запропоновано науково-методичні підходи, а також практичні рекомендації щодо ефективного регулювання валютного ринку України в умовах фінансової нестабільності. Проведене дослідження дозволило сформулювати такі висновки і пропозиції:

1. Фінансову нестабільність визначено як ситуацію, яка провокує та суттєво підвищує ризики погіршення показників діяльності реального сектора економіки або таке погіршення вже сталося через надмірну волатильність на фінансових ринках і нездатність фінансових установ своєчасно і в повному обсязі погашати свої зобов'язання. З'ясовано причини, які провокують фінансову нестабільність, зокрема: 1) надмірна волатильність фінансових ринків; 2) асиметричність інформації; 3) погіршення структури банківських балансів; 4) політична нестабільність; 5) інституційна слабкість фінансових ринків; 6) розвиток інноваційної економіки, яка створює нові ризики, які важко контролювати суб'єктам ринку.

2. Для розуміння ролі та функціонального призначення валютного ринку узагальнено та систематизовано існуючі наукові підходи щодо його економічного змісту. За інституційним підходом проведено структурування валютного ринку, яке дало змогу врахувати його специфіку, а саме: визначити та класифікувати інституційні одиниці формування валютного ринку; представити валютний ринок як сукупність інституційних одиниць та фізичних/юридичних осіб, між якими виникають економічні відносини щодо здійснення широкого кола операцій з валютними цінностями; виокремити чотири базові зміни, що відбуваються на валютному ринку: інституційні зміни; інституційні перетворення; інституційні деформації, інституційні трансформації. На основі дослідження історичних етапів розвитку валютного ринку України, серед яких виділено сім основних, виявлено тенденції розбалансованості валютного ринку та виникнення кризових ситуацій, які спостерігалися у часи фінансової нестабільності.

3. На основі встановлення ланцюгових зв'язків та аналізу основних макроекономічних показників (інфляція, державний та гарантований борг, дефіцит держбюджету, ВВП) та показників валютного ринку (динаміка валютного курсу, обсяг валютних резервів НБУ) доведено, що між фінансовою нестабільністю і дисбалансами валютного ринку існує прямий та зворотній зв'язок. Фінансова нестабільність на фінансових ринках з досить коротким часовим лагом призводить до порушення стабільної роботи валютного ринку та провокує надмірну волатильність валютного курсу, що провокує валютно-фінансову кризу. І навпаки, валютно-фінансова криза призводить до фінансової нестабільності, яка супроводжується відпливом капіталу, погіршенням платіжного балансу, зростанням інфляції, зниженням обсягів валютних резервів, подорожчанням обслуговування зовнішнього боргу.

4. Запропоновано методику інтегральної оцінки рівня валютної безпеки на основі доповнення новим показником (індикатором) «співвідношення державного та гарантованого державою боргу до ВВП». Доцільність введення цього показника доведена на основі проведення кореляційного аналізу, який показав його тісний зв'язок з основними показниками валютного ринку. У зв'язку з цим запропоновано оцінювати рівень валютної безпеки за допомогою семи індикаторів, для кожного з яких визначено ваговий коефіцієнт, що характеризує ступінь внеску показника в інтегральний індекс валютної безпеки. Це дозволить з більшою достовірністю оцінювати рівень валютної безпеки.

5. Здійснено кореляційно-регресійний аналіз за допомогою багатофакторної регресії для визначення впливу економічних показників на валютний ринок та отримано наступні результати: відсутність стохастичного зв'язку офіційного курсу національної валюти України з річним темпом інфляції; збільшення дефіциту державного бюджету на 1% призведе до ревальвації національної валюти на 0,274%; виявлений найсильніший негативний вплив державного та гарантованого державою боргу, його зростання на 1 % призведе до девальвації національної валюти на 0,995 %; другу позицію займають міжнародні резерви, їх зростання на

1% призведе до девальвації національної валюти на 0,157 %; зростання ВВП на 1 % призведе до девальвації національної валюти на 0,014 %.

6. Оцінка транспарентності монетарної політики НБУ за методикою С. Ейфінгера та П. Гераатса дала можливість з'ясувати, що монетарна політика НБУ є недостатньо прозорою (11 балів із 17) за критеріями «Публічність процедур монетарної політики» та «Операційна відкритість». Для посилення танспарентності НБУ запропоновані пропозиції щодо необхідності регулярного звітування перед суспільством про дотримання визначених цілей монетарної політики з порівнянням запланованих і фактичних показників та з поясненням причини не досягнення запланованого рівня. Це дозволить підвищити довіру до діяльності НБУ та підвищити рівень комунікації з суспільством.

7. Запропоновано для забезпечення реальної незалежності НБУ внести до чинного законодавства з валютного регулювання такі норми: 1) розподілити повноваження НБУ та уряду щодо формування валютно-курсової політики, валютного регулювання та валютного контролю; 2) закріпити за НБУ право «швидкого реагування» за допомогою інструментів валютного регулювання операцій, пов'язаних з рухом фінансового капіталу; 3) законодавчо забезпечити гарантії політичної незалежності НБУ та введення обмежень на кредитування уряду у різних видах, затверджених документально, а не формально.

8. На основі теоретичного обґрунтування та аналізу практики інструментів регулювання валютного ринку запропоновано до вже існуючої класифікації інструментів валютного регулювання додати такий інструмент, як «регулювання режиму валютного курсу». Це дозволить посилити процеси керованості за курсоутворенням гривні та контрольованості за рівнем інфляції.

9. У процесі дослідження нами запропоновано алгоритм дій для завчасного виявлення кризових явищ на валютному ринку України та подальші дії щодо валютного регулювання. На наш погляд, запропоновані аспекти валютного регулювання в умовах фінансової нестабільності здатні суттєво підвищити його ефективність та сприятимуть зменшенню негативного впливу фінансової нестабільності.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Acosta M. A new measure of Central Bank transparency and Implications for the Effectiveness of Monetary Policy. *Columbia University*, 2022. URL: <https://www.acostamiguel.com/papers/transparency.pdf>
2. Aghion Ph., Bacchetta Ph., Ranciere R., Rogoff K. Exchange Rate Volatility and Productivity Growth: The Role of Financial Development. *NBER: Working Paper*, 2006, no. 12117. URL: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w12117/w12117.pdf.
3. Arenas J. G., Salmeron A. M. Central bank independence: from the theory to the practice. *CaixaBank Research*, 2021, P. 36-38. URL: <https://www.caixabankresearch.com/en/economics-markets/monetary-policy/central-bank-independence-theory-practice>
4. Aspachs O., Goodhart C., Tsomocos D., Zicchino L. Towards a measure of financial fragility. *Annals of Finance*, 2007, Vol. 3, № 1, p. 37–74.
5. Ball L., Sheridan N. Does Inflation Targeting Matter? *International Monetary Fund*, 2003. URL: <https://www.nber.org/system/files/chapters/c9561/c9561.pdf>.
6. Bandaogo M. S. Why Central Bank Independence Matters. Research & Policy Briefs from the *World Bank Malaysia Hub*, 2021. URL: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/284641638334557462/pdf/Why-Central-Bank-Independence-Matters.pdf>
7. Bekaert G., Mehli A. On the global financial market integration «Swoosh» and the Trilemma. *NBER: Working Papers*, 2017, No. 23124. URL: <https://ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/23124.html>.
8. Bereslavska O. The exchange rate as an instrument of macroeconomic stabilization and development of the national economy of Ukraine. *Scientific monograph edited by R. Bendaraviciene, K. Shaposhnikov «Anti-crisis management: global trends and national peculiarities»*. Kaunas, Lithuania, 2022, p. 1-20.

9. Bernhardsen T., Kloster A. Transparency and predictability in monetary policy. *Economic Bulletin*, 2002. URL: <https://norges-bank.brage.unit.no/norges-bank-xmlui/bitstream/handle/11250/2504527/transparency.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
10. Bondarenko P. Debt crisis. URL: <https://www.britannica.com/topic/debt-crisis>.
11. Bussiere M. Balance of Payment crisis in emerging markets. How early were the «early» warning signals? *Working paper European Central bank*, 2007. URL: <http://www.suomenpankki.fi/pdf/128848.pdf>
12. Canova F. Monetary disturbances matter for business fluctuations in the G-7. *J. Monetary Economics*, 2002, Vol. 49. p. 1131-1159.
13. Cecchetti S. G., Krause S. Central bank structure, policy efficiency, and macroeconomic performance: exploring empirical relationships. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*. 2002. no. 84. URL: <https://files.stlouisfed.org/files/htdocs/publications/review/02/07/47-60Cecchetti.pdf>
14. Central bank diversification strategies: Rebalancing from the dollar and euro. *World Gold Council*. URL: http://www.gold.org/download/pub_archive/pdf/Central_bank_diversification_strategies_paper.pdf
15. Chant J. Financial Stability as a Policy Goal. *Essays on Financial Stability, Bank of Canada Technical Report*, 2003, no. 95, p. 1-24. URL: <http://www.bankofcanada.ca/en/res/tr/2003/tr95.pdf>.
16. Chiodo A. J., Owyang M. T. A case study of a currency crisis: the russian default of 1998. *Journal review of Federal Reserve Bank of St. Louis*, 2002. URL: <https://files.stlouisfed.org/files/htdocs/publications/review/02/11/ChiodoOwyang.pdf>
17. Clare A., Courtenay R. What can we learn about monetary policy transparency from financial market data? *Bundesbank Discussion Paper*, 2001, No. 6/1. URL: <https://www.bundesbank.de/resource/blob/703028/f7e51c47f865ffc4ce715718bc2c2191/mL/2001-03-15-dkp-06-data.pdf>

18. Corsetti G., Pericoli M., Sbracia M. Some contagion, some interdependence: more pitfalls in tests of financial contagion. *J. International money and Finance*, 2005, Vol. 24 (1), p. 123-141.
19. Crockett A. The theory and practice of financial instability. *Princeton: Essays in international finance*, 1997, no. 203, 52 p.
20. de Haan J., Amtenbrink F. Non-Transparent European Central Bank? Who is to Blame. *University of Groningen, mimeo*, 2003. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1138224>.
21. Desai R. M., Yousef T. M. Democracy, inequality, and inflation. *American Political Science Review*, 2003, No. 97 (03), p. 391 – 406.
22. Devenow A., Welch I. 1996. Rational Herding in Financial Economics. *European Economic Review*, 1996, vol. 40, p. 603–15. <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/0014292195000739>
23. Dincer N., Eichengreen B. Central Bank Transparency: Where, Why, and with What Effects? *National Bureau of Economic Research*, 2007. URL: <https://www.nber.org/papers/w13003>
24. Dumiter F. C. Central Bank Independence, Transparency and Accountability Indexes: a Survey. *Timisoara Journal of Economics and Business*, 2014, no 7, p. 35-54. URL: https://www.researchgate.net/publication/272551767_Central_Bank_Independence_Transparency_and_Accountability_Indexes_a_Survey
25. Eichengreen B. Secretariat of the International Task Force on Global Public Goods. *Expert Paper Series Three: Financial Stability* (Stockholm, Sweden), 2006, p.10. URL: <https://www.regeringen.se/contentassets/931b86080a7547b698a4441a2440c4db/global-public-goods-financial-stability>
26. Eichengreen B. The Endogeneity of Exchange-Rate Regimes. *Understanding Interdependence. Princeton University Press*, 2021, p. 3 – 33. <https://doi.org/10.1515/9780691231136-004>
27. Eijffinger Sylvester C. W, Geraats P. M. How Transparent Are Central Banks? *European Journal of Political Economy*, 2006, no 31(9), p. 159-173.

28. Farhi E., Werning I. Dilemma not trilemma? Capital controls and exchangerates with volatile capital flows. *IMF Economic Review*, 2014, vol. 62, no. 4, p. 569 - 605. URL: <https://www.jstor.org/stable/43297892>
29. Ferguson R. Should Financial Stability Be an Explicit Central Bank Objective? *Paper presented to an International Monetary Fund conference on Challenges to Central Banking from Globalized Financial Markets* (Washington), 2002. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/seminar/2002/gfs/eng/ferguson.pdf>
30. Fisher I. The Debt-Deflation Theory of Great Depression. *Econometrica*, 1933, vol. 1, p. 337–357. URL: <https://www.jstor.org/stable/1907327>
31. Fleming J.M. Domestic financial policies under fixed and floating exchange rates. *IMF Staff Papers*, 1962, vol. 9, p. 369 - 379. <https://doi.org/10.2307/3866091>
32. Flood R.P., Garber P. M. Collapsing exchange rate regimes. Some Linear examples. *Journal of International Economics*, 1984, no. 17, p. 1-13. [https://doi.org/10.1016/0022-1996\(84\)90002-3](https://doi.org/10.1016/0022-1996(84)90002-3)
33. Foot M. What Is Financial Stability and How Do We Get It? Speech on Meeting of the Financial Services Authority and ACI (UK). 2007. 122 p.
34. Franklin A., Gale D. Financial Fragility, Liquidity, and Asset Prices. *New York: Journal of the European Economic Association*, 2004, no. 2 (6), p. 1015–1048.
35. Garry J. Schinasi. Understanding Financial Stability: Towards a Practical Framework. *Seminar on Current Developments in Monetary and Financial Law* (Washington), 2007. URL: <https://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2006/mfl/gjs.pdf>
36. Geraats P. Why adopt transparency? The publication of central bank Forecasts. *ECB Working Paper*, 2001, no 41. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp041.pdf>
37. Ghosh A. R., Ostry J. D., Chamon M. Two targets, two instruments: Monetary and exchange rate policies in emerging market economies. *Journal of International Money and Finance*, 2016, vol. 60, p. 172—196. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfi n.2015.03.005>

38. Kindleberger C., Aliber R. Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises. *Wiley Investment Classics: 5-th edition* (Hoboken, New Jersey), 2005, p. 27-28.
39. Koziuk V. Institutional barriers to the anti-inflation efficiency of independent central banks: a political-economic analysis. *Journal of European economy*, 2020, vol. 19, № 2 (73), p. 203-223.
40. Kregel J. The Natural Instability of Financial Markets. *The IDEAs Working Papers Series*, 2009, no 4, 24 p. URL: https://www.networkideas.org/working/jun2009/04_2009.pdf
41. Krugman P. A model of balance-of-payments crises. *Journal of money, credit and banking*, Blackwell Publishing, 1979, vol. 11 (3), p. 311-325. URL: <https://stonecenter.gc.cuny.edu/files/1979/08/krugman-a-model-of-balance-of-payment-crises-1979.pdf>
42. Krugman P.R., Rogoff K. S., Fischer S., McDonough W. J. Currency crises. *National Bureau of Economic Research, Inc. NBER Chapters*, 1999, p. 421 - 466. URL: <https://www.nber.org/system/files/chapters/c9803/c9803.pdf>
43. Lesnik T. M. Current issues of exchange rate regime choice of Ukraine. *Economic and Legal Development of Ukraine under Conditions of Postindustrial Society: 16th All-Ukrainian Scientific and Practical Conference for Students and Cadets. University of State Fiscal Service of Ukraine*, 2017, p. 49-51.
44. Makarenko M. I. Analysis of the effectiveness of the currency policy as a factor of financial stability in Ukraine. *Nauka I Studia*. 2013, № 19 (87), p. 94–100.
45. Mas D., Vonessen. R, Fehlfker B., Arnold C. The case for central bank independence: a review of key issues in the international debate. *Occasional Paper Series 248*, European Central Bank, 2020, p. 26-28. URL: <https://ideas.repec.org/p/ecb/ecbops/2020248.html>
46. Minsky H. P. Stabilizing an Unstable Economy. *New York etc.: McGraw-Hill*, 1986. URL: <http://digamo.free.fr/minsky86.pdf>

47. Minsky H. The Financial Instability Hypothesis. *The Jerome Levy Economics Institute of Bard College. Working Paper*, 1992, no. 74, c. 138-152.
48. Minsky H. The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and An Alternative to “Standard” Theory. *Nebraska Journal of Economics and Business*, 1977, vol. 16, no. 1, p. 5–16. URL: <http://joseluisoreiro.com.br/site/link/01d2bd3c03a5be6b7d5c858af8e767065425667f.pdf>
49. Mishkin F. Can inflation targeting work in emerging market countries? *Columbia University*, 2004. URL: <https://www.imf.org/external/np/res/seminars/2004/calvo/pdf/mishki.pdf>
50. Mishkin F. S. Asymmetric Information and Financial Crises: A Historical Perspective. *Chicago: National Bureau of Economic Research*, 1991, p. 69 – 108. URL: <https://www.nber.org/system/files/chapters/c11483/c11483.pdf>
51. Mishkin F. S. The causes and propagation of financial instability: lessons for policy makers. *Proceedings - Economic Policy Symposium - Jackson Hole, Federal Reserve Bank of Kansas City*, p. 55-96.
52. Mundell R. Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates. *Canadian Journal of Economic and Political Science*, 1963, vol. 29, no. 4, p. 475 - 485. [https:// doi.org/10.2307/139336](https://doi.org/10.2307/139336)
53. North D. C. Institutions, institutional change and economic performance. *Cambridge: Cambridge University Press*, 1990, p. 107. <https://doi.org/10.1017/CBO9780511808678>
54. Obstfeld M. Aggregate spending and the terms of trade: Is there a Laursen-Metzler effect? *Quarterly Journal of Economics*, 1982, vol. 97, p. 251-270. URL: <https://www.jstor.org/stable/1880757>
55. Obstfeld M. Rational and self-fulfilling balance of payments crises. *American Economic Review*, 1986, no. 76(1), p. 72-81. URL: <https://www.jstor.org/stable/1804128>
56. Pesenti P., Tille C. The economics of currency crises and contagion. *Economic Journal*, 2000, no 4, p. 140-152. URL: <https://www.newyorkfed.org/research/epr/00v06n3/0009pese.html>

57. Reserves. World Gold Council. URL:
http://www.gold.org/government_affairs/gold_reserves/
58. Rey H. Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence. *NBER Working paper series*, 2015, p. 1 - 42. URL:
https://www.nber.org/system/files/working_papers/w21162/w21162.pdf
59. Roger S., Restrepo J., Garcia C. Hybrid Inflation Targeting Regimes. *International Monetary Fund*. 2009. URL:
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp09234.pdf>
60. Roubini N., Wachtel P. Current Account Sustainability in Transition Economies. *NBER Working Papers 6468, National Bureau of Economic Research*, 1998. URL: <https://ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/6468.html>
61. Schroeder S. Defining and detecting financial fragility: New Zealand's experience. *International Journal of Social Economics*, 2009, vol. 36, no. 3, p. 287–307. URL:
https://www.researchgate.net/publication/23799636_Defining_and_detecting_financial_fragility_New_Zealand's_experience
62. Siklos P. L., Bohlb M. T. Do actions speak louder than words? Evaluating monetary policy at the Bundesbank. *Journal of Macroeconomics*, 2007, 29 (2), p. 368-386. <https://doi.org/10.1016/j.jmacro.2005.08.002>
63. Stasavage D. Transparency, Democratic Accountability and the Economic Consequences of Monetary Institutions. *American Journal of Political Science*, 2003, no. 47(3), p. 389 - 402. URL: <https://www.jstor.org/stable/3186104>
64. Stiglitz J. The Contributions of the Economics of Information to Twentieth Century Economics. *The Quarterly Journal of Economics*, 2000, vol. 115, no. 4. URL: <https://www.jstor.org/stable/2586930>
65. Taylor L. Exchange rate indeterminacy in portfolio balance, Mundell-Fleming, and uncovered interest rate parity models. *CEPA Working Paper*. 2002. No. 2000. 21 p.
66. Wagner H., Berger W. Financial Globalization and Monetary Policy. Bank of Netherlands's Conference Papers, 2002, 10, p. 1–40.

67. Wright M. L. J. Theory of Sovereign Debt and Default. *Handbook of Safeguarding Global Financial Stability*, 2013, p. 187-193. URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/B9780123978752000143>
68. Алексеєнко М. Д., Денисенко А. В. Удосконалення валютного законодавства та лібералізація валютного ринку. *Наукові праці НДФІ*. 2018. Вип. 2. С. 17-19.
69. Аналітична записка «Щодо удосконалення методики визначення споживчого кошику». *Національний інститут стратегічних досліджень*. URL: <https://niss.gov.ua/doslidzhennya/socialna-politika/schodo-udoskonallennya-metodiki-viznachennya-spozhyvchogo-koshiku>
70. Андрейків Х.А., Ваврін М.Р., Сватюк О.Р. Роль центральних банків у банківських системах. *Фінанси, облік, банки*. 2014. №1(20). С. 12– 21.
71. Антонюк О. Р., Дерманська М. О. Особливості валютного регулювання під час дії воєнного стану в Україні: вплив на положення контролю. *Вісник НУБІП. Серія «Економічні науки»*. 2022. Випуск 4 (100). С. 3 – 14. URL: [file:///C:/Users/Tom/Downloads/ojsadmin,+Ve1001%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/Tom/Downloads/ojsadmin,+Ve1001%20(1).pdf)
72. Аржевітін С. Відплив капіталу з України: причини та шляхи подолання. *Вісник Національного банку України*. 2010. № 1. С. 3-7
73. Аржевітін С. М. Загрози і ризики формування нової моделі валютної лібералізації Національним банком України (Законопроект 8152). *Наукові праці НДФІ*. 2018. Вип. 2. С. 14-16
74. Аржевітін С.М., Заболотна Н.Г., Циганова Н.В. та ін. Інформаційно-аналітичні матеріали щодо формування Основних засад грошово-кредитної політики на 2017 рік і середньострокову перспективу: Зб. для здобувачів вищої освіти за спец. «Фінанси, банківська справа та страхування». К.: КНЕУ. 2017. 209 с. <http://ir.kneu.edu.ua/handle/2010/24103>.
75. Барановський О.І. Сутність і різновиди фінансових криз. *Фінанси України*. 2009. №5. с. 3–20.
76. Барановський О.І. Фінансова безпека в Україні (методологія оцінки та механізми забезпечення): автореферат дис. на здобуття наукового ступеня д-ра

екон. наук: спец. 08.04.01 «Фінанси, грошовий обіг і кредит»; *Ін-т екон. прогнозування НАН України*. Київ. 2000. с. 36.

77. Батракова Т. І. Щусь Л. В. Фінансова криза: причини, аналіз, шляхи виходу. *Науковий вісник Ужгородського національного університету*. 2016. Вип. 10. Частина 2. С. 143-146.

78. Батрименко В. Сучасні механізми трансформації грошовобанківської сфери України як необхідна умова виходу із фінансово-економічної кризи. *Економічний часопис – XXI*. 2014. № 11-12. С. 131-137.

79. Белінська Я. В. Девальвація гривні в Україні: умови, чинники і заходи подолання. *Науковий вісник Буковинського державного фінансово-економічного університету. Серія «Економічні науки»*. 2014. № 26. С. 152-163.

80. Белінська Я. В. Механізм забезпечення фінансової стабільності: структура, інструменти, напрями розвитку. *Стратегічні пріоритети*. 2012. № 1 (22). С. 72–84.

81. Белінська Я. В., Коваленко Ю. М. Регулювання валютного ринку України в умовах фінансової нестабільності воєнного часу. *Науковий вісник Полісся*. 2023. №1 (26), 121–140. [https://doi.org/10.25140/2410-9576-2023-1\(26\)-121-140](https://doi.org/10.25140/2410-9576-2023-1(26)-121-140)

82. Белінська Я. В., Покришка Д. С., Молдован О. О. Забезпечення фінансової стабільності в Україні в умовах посткризової економіки: наук. - аналіт. матер. К.: *Національний інститут стратегічних досліджень*. 2011. 88 с. URL: <http://www.niss.gov.ua/content/articles/files/Finstabiln-5bbf4.pdf>

83. Белінська Я. В. Проблеми валютно-курсової стабільності в Україні. *Актуальні проблеми економіки*. №8. 2009. с. 200—208.

84. Береславська О. І. Валютна політика України: теорія та практика [монографія]. Ірпінь: *Національний університет ДПС України*, 2010. 330 с.

85. Береславська О. І. Валютно-курсова політика в умовах інфляційного таргетування в Україні. *Збірник наукових праць Університету державної фіскальної служби України*. 2017. № 2. с. 24-36. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/znpnudps_2017_2_4

86. Береславська О. І. Девальваційні шоки та їх наслідки для економіки України *Економіка і прогнозування*. 2015. № 4. с. 29–42.
87. Береславська О. І. Девальвація гривні та спричинені нею виклики для України. *Вісник Національного банку України*. Київ, 2020. № 2. С. 26 - 33.
88. Береславська О. І. Золотовалютні резерви України: джерела поповнення та ефективність управління. *Наукові записки Національного університету «Острозька академія», серія «Економіка»*. 2014. Випуск 27. с. 62-68. URL: <https://ecj.oa.edu.ua/articles/2014/n27/13.pdf>
89. Береславська О. І. Курсоутворення гривні в контексті змін у світовій валютній системі. *Вісник Національного банку України*. 2014. № 3. - С. 10-16.
90. Береславська О. І. Лібералізація механізму валютного регулювання в Україні. *Наукові записки Національного університету «Острозька академія». Серія «Економіка»*. 2016. – № 2 (30). - С. 43-50.
91. Береславська О. І. Механізми валютного регулювання: сутність, інструменти, перспективи розвитку: дисертація на здобуття наукового ступеня доктора економічних наук за спеціальністю 08.00.08 «Гроші, фінанси і кредит». *НУДПСУ: Ірпінь*. 2011. 450 с.
92. Береславська О. І. Теоретичні засади формування механізму валютного регулювання. *Науковий вісник Національного університету ДПС України (економіка, право)*. 2011. № 2 (53). с. 60-67.
93. Береславська О. І. Чинники курсової нестабільності в Україні. *Вісник НБУ*. 2009. № 2 (156). с. 8-14.
94. Береславська О. І., Леснік Т. М. Інституційне середовище валютного ринку України та його еволюційний розвиток. *Збірник наукових праць Державного податкового університету: електронне наукове видання*. № 1. 2022. с. 57-75.
95. Береславська О. І., Овсяник В. А. Інструменти валютного регулювання: структура та класифікація. *Збірник наукових праць Національного університету державної податкової служби України*. 2014. № 1. С. 6-13.

96. Береславська О. І., Шкляр А. І. Доларизація та її вплив на ефективність грошово-кредитної політики. *Фінанси України*. 2022. № 2. С.58-71. URL: <https://doi.org/10.33763/finukr2022.02.058>.
97. Бідник Н. Б. Валютне регулювання та валютний контроль. *Вісник Національного університету «Львівська Політехніка»*. 2012. № 739. С. 189–194.
98. Бобрицька Г. С., Петренко О. Є., Філатова Л. Д. Математичне моделювання прогнозу валютного курсу в Україні в умовах кризового стану. *Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії та практики*. 2017. Вип. 2. С. 268-273
99. Богацька Н. М. Регулювання валютного ринку Національним банком України. *Ефективна економіка*. 2018. № 3. URL: http://www.economy.nayka.com.ua/pdf/3_2018/42.pdf
100. Богдан Т.П. Достатність міжнародних резервів як передумова забезпечення макрофінансової стабільності. *Економіка України*. 2012. №8. с. 44-54.
101. Божидарнік Н. В., Пех Т. І. Державне валютне регулювання в умовах кризи. *Економічні науки. Серія: Облік і фінанси*. 2011. Вип. 8. с. 50-56.
102. Божидарнік Н.В., Божидарнік Т. В. Валютні операції. *К.: Центр учбової літератури*, 2013. 698 с.
103. Боришкевич О. В. Режими валютного курсу: пошук оптимальності. *Банківська справа*. 2014. № 3 - 4 (123). С. 66- 73.
104. Боришкевич О.В. Чинне валютне законодавство України та нормативно-правові акти валютного регулювання і контролю. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/Npndfi_2018_2_7
105. Бригінець О. О. Правове забезпечення валютної безпеки держави як структурного елемента фінансової безпеки держави. *Прикарпатський юридичний вісник*. 2016. Вип. 3. с. 51-54. URL: file:///C:/Users/Tom/Downloads/Pjuv_2016_3_13.pdf
106. Бублик Є. О. Виклики глобальної нестабільності у монетарній сфері. *Науковий вісник Міжнародної асоціації науковців. Серія: економіка*,

управління, безпека, технології. 2023. № 2 (2). <https://doi.org/10.56197/2786-5827/2023-2-2-1>

107. Бублик Є. О. Вплив потоків капіталу на економічну стабільність і розвиток малих відкритих економік. *Український соціум*. 2019. № 2. С. 97-110.

108. Бублик Є. О. Особливості втечі капіталу в транзитивних економіках. *Ефективна економіка*. 2020. № 2. <https://doi.org/10.32702/2307-2105-2020.2.52>

109. Бублик Є. О. Особливості проведення лібералізації валютного регулювання в Україні. *Наукові праці НДФІ*. 2018. № 2 (83). С. 37-40. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/Npdfi_2018_2_9

110. Бублик Є. О. Посилення валютного регулювання в Україні в умовах ескалації воєнних дій. *Економіка України*. 2022. № 10. С. 35—50. <https://doi.org/10.15407/economyukr.2022.10.035>

111. Бублик Є. О. Трансформація парадигми фінансової лібералізації під впливом кризових процесів початку ХХІ ст. *Новітня історія суспільних трансформацій. Історія нар. госп-ва та екон. думки України*. 2020. Вип. 53. с. 387-406. <https://doi.org/10.15407/ingedu2020.53.387>

112. Бублик Є. О., Шаповал Ю. Відновлення довіри до банків – завдання НБУ. 2019. URL: https://www.researchgate.net/profile/Yuliia-Shapoval/publication/331200323_Vidnovlenna_doviri_do_bankiv_-_zavdanna_NBU/links/5c6bf6b94585156b5706ee7c/Vidnovlenna-doviri-do-bankiv-zavdanna-NBU.pdf

113. Булкот О. В. Становлення біполярності світового валютного ринку як фактор валютної політики України: автореф. дис. канд. екон. наук: 08.00.02. *КНУ ім. Т. Шевченка*. 2010. 21 с.

114. Бюджетний кодекс України. Документ № 2456-VI. Відомості Верховної Ради України. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2456-17#Text>

115. Валенюк Н. В., Суботіна Г. О. Актуальні питання валютно-курсової політики в умовах кризи. *Проблеми економіки та політичної економії*. 2018. № 1. С. 282-295.

116. Васютинська Л. А. Міжнародні фінанси: навчальний посібник. *Одеса: ФОП Бондаренко М. О.* 2017. 310 с.

117. Вахтель П., Блежер М. І. Новий погляд на незалежність центрального банку. URL: <https://www.cato.org/cato-journal/winter-2020/freshlook-central-bank-independence>

118. Вергелюк Ю. Ю. Валютні інтервенції у забезпеченні стабільності валютного ринку. Збірник матеріалів І Всеукраїнської науково-практичної конференції «Формування новітньої парадигми управління публічними та приватними фінансами в Україні». 2020. С. 134-136. URL: <https://elartu.tntu.edu.ua/bitstream/lib/34818/1/%D0%97%D0%B1%D1%96%D1%80%D0%BD%D0%B8%D0%BA%20%D0%BA%D0%BE%D0%BD%D1%84%D0%B5%D1%80%D0%B5%D0%BD%D1%86%D1%96%D1%97%2C%20%D0%BC.%20%D0%A5%D0%B5%D1%80%D1%81%D0%BE%D0%BD%20-%2010%20%D0%B3%D1%80%D1%83%D0%B4%D0%BD%D1%8F%202020%20%D1%80..pdf#page=134>

119. Вергелюк Ю. Ю. Індексна оцінка стану валютного ринку. *Публічне управління та адміністрування у процесах економічних реформ: збірник тез доповідей V Всеукраїнської науково-практичної конференції з дистанційною участю.* 2021. С. 121-122. URL: <http://www.ksau.kherson.ua/files/konferencii/20210324/%D0%97%D0%B1%D1%96%D1%80%D0%BD%D0%B8%D0%BA%20%D0%BA%D0%BE%D0%BD%D1%84%D0%B5%D1%80%D0%B5%D0%BD%D1%86%D1%96%D1%97%20%D0%9F%D0%A3%D0%90%20%20%D0%A5%D0%94%D0%90%D0%95%D0%A3%2024.03.2021.pdf#page=121>

120. Вергелюк Ю. Ю. Філіпішина К. І. Фінансова безпека у розрізі забезпечення інтересів суб'єктів господарювання в умовах війни. Матеріали IX Міжнародної науково-практичної інтернет-конференції «Фінансова система

країни: тенденції та перспективи розвитку. 2022. С. 249-251. URL: https://eprints.oa.edu.ua/8793/1/Tezy_fin_systema_2022.pdf#page=249

121. Веріга Г. В. Валютний ринок України: проблеми і перспективи регулювання [монографія]. Донецьк: Ноулідж, 2015. 323 с.

122. Веріга Г. В. Механізми регулювання валютного ринку та аналіз ефективності їх інструментів. *Економічний часопис-XXI*. 2015. № 9-10. С. 68-72.

123. Вірт М. Я., Куцик П. О. Регулювання валютного курсу та його оптимальний режим для України. *Науковий вісник НЛТУ України*. 2011. № 21.3. С. 157–163.

124. Гарбінська-Руденко А. В. Валютне законодавство України в умовах валютної лібералізації. *Міжнародний юридичний вісник: актуальні проблеми сучасності (теорія та практика)*. 2019. Вип. 15. С. 119-126.

125. Гаряча Л. О. Нестабільність валютного курсу в Україні. *Вісник соціально-економічних досліджень: зб. наук. праць*. Одеса: Одеський національний економічний університет. 2015. Вип. 2. № 57. с. 43-50.

126. Геець В. Макроекономічна оцінка грошово-кредитної та валютно-курсової політики України до і під час фінансової кризи. *Економіка України*. 2009. № 2. С. 5–23.

127. Гетьман В. П. Валютний ринок України. Шлях до стабільності? *Вісник НБУ*. № 3. 1996. с. 36-39

128. Глущенко С. В. Монетарна політика: теоретико-методологічні аспекти [підруч. для студ. вищ. навч. закл.]. К.: НаУКМА. 2017. 64 с.

129. Гребеник Н. Основні засади грошово-кредитної політики на 1999 рік. *Вісник Національного банку України*. 1999. № 5 (39). с. 3-9

130. Гриценко А. А. Валютна політика: рефлексійний взаємозв'язок з економікою та грошово-кредитною сферою. *Наукові праці НДФІ*. 2018. Вип. 2. С. 6-13.

131. Гриценко А. А. Інституційна архітектура та динаміка економічних перетворень. Х.: Форт, 2008. 928 с.

132. Грицишин А. Т. Міжнародні резерви країн Європейського Союзу: теорія і практика управління [монографія]. *Львів: Сполом*, 2021. 224 с.
133. Гудзь Т.П. Механізм діагностики фінансової кризи. *Економіка: проблеми теорії та практики: зб. наук. праць*. 2004. Вип. 196. Т. 4. С. 816–821.
134. Делас В. А. Банківська діяльність на валютному ринку України: автореф. дис. канд. екон. наук : 08.00.08. *Київ. нац. ун-т ім. Т. Шевченка*. К., 2011. 20 с.
135. Деркач Ю. Б. Валютні обмеження в умовах невизначеності. Наукові проблеми господарювання на макро-, мезо- та мікроекономічному рівнях. с. 137.
136. Деркач Ю. Б. Використання інструментів валютного регулювання в умовах воєнного стану. *Трансформаційна економіка*. 2023. № 3 (03) с. 21-25. <https://doi.org/10.32782/2786-8141/2023-3-4>
137. Деркач Ю. Б. Макроекономічні чинники формування валютного курсу в Україні. *Економіка та суспільство*. 2018. Випуск 18. С. 720-726. URL: <https://chmnu.edu.ua/wp-content/uploads/2019/06/Ekonomika-i-suspilstvo-18-2018.pdf#page=720>
138. Деркач Ю. Б. Особливості валютного регулювання в сучасних умовах розвитку економіки. *Вісник соціально-економічних досліджень*. 2013. Випуск 3 (50). С. 126-131.
139. Деркач Ю. Б. Проблеми розвитку банківського валютного контролю в Україні. *Modern Transformation of Economics and Management in the Era of Globalization: International Scientific-Practical Conference*. 2016. С. 257-260. URL: https://elartu.tntu.edu.ua/bitstream/123456789/15809/1/Klaipeda_conference.pdf#page=265
140. Деркач Ю. Б. Проблеми управління золотовалютними резервами України. *Університетські наукові записки. Часопис Хмельницького університету управління та права*. 2013. Випуск № 2 (46). С. 379-383.
141. Деркач Ю. Б. Управління валютною діяльністю банків в умовах невизначеності. *Приазовський економічний вісник*. 2021. Випуск 5 (28). С. 124-128. <https://doi.org/10.32840/2522-4263/2021-5-20>

142. Дернова І. А. Державний борг та динаміка курсу національної валюти: статистична оцінка. *Ефективна економіка*. 2011. № 2. с. 24-31
143. Дзюблюк О. Особливості взаємозв'язку грошово-кредитної та валютної політики в період фінансової кризи. *Світ фінансів*. 2012. № 2. С. 130–141.
144. Дзюблюк О. Регулятивний механізм валютної політики в період кризових явищ на фінансових ринках. *Світ фінансів*. 2013. Вип. 1. С. 7-17.
145. Дідич З. А. Валютно-курсова політика у контексті світової фінансової кризи: уроки для країн Центральної та Східної Європи та України. *Вісник Одеського національного університету. Економіка*. 2013. Т. 18, Вип. 1(1). С. 87-90.
146. Дорожня карта з переходу до інфляційного таргетування. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/IT_nbu_pr_2016-03-16.pdf?v=4
147. Дудченко В.Ю. Роль та функції центрального банку у фінансовій системі. *Науковий вісник Полісся*. 2020. №1 (20). С. 60-66.
148. Економічна статистика. Макроекономічна статистика. Тенденції ділової активності. Державна служба статистики України. URL: <https://ukrstat.gov.ua/>.
149. Єпіфанова М. А. Валютне регулювання в системі державного регулювання економіки. *Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: збірник наукових праць*. 2010. URL: https://www.essuir.sumdu.edu.ua/bitstream-download/123456789/56375/5/Yepifanova_Valiutne_rehuliuivannia.pdf;jsessionid=9E78694E2856E115DF0D8062FD0380A8
150. Єрмошенко М. Визначення загрози національним інтересам держави у фінансово-кредитній сфері. *Економіка України*. 2013. № 1. С. 124-132.
151. Жаліло Я. А., Бабанін О. С., Белінська Я. В. Економічна криза в Україні: виміри, ризики, перспективи: навч. посіб. Київ: НІСД, 2009. 142 с.
152. Жиглей І. В., Тимощук К. В. Лібералізація валютного законодавства: причини та наслідки. *Бізнес Інформ*. 2019. № 9. С. 22-27.

153. Жмурко Н. В. Актуальні проблеми валютно-курсової політики України в умовах фінансової кризи. *Актуальні проблеми розвитку економіки регіону*. 2011. Вип. 7(1). С. 44-51
154. Жук В. М. Аналіз виникнення кризових явищ на валютному ринку. *Наукові записки НаУКМА. Економічні науки*. 2013. Т. 146. С. 33-39
155. Журба О. М. Стратегія лібералізації валютно-курсової політики в Україні. *Проблеми системного підходу в економіці*. 2018. Вип. 1. С. 28-35.
156. Закутня А. О. Розвиток грошово-кредитної політики на основі формування транспарентного середовища її реалізації: дисертація канд. екон. наук, спец.: 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит. Суми: СумДУ. 2017. 232 с.
157. Закутня А.О. Оцінка рівня транспарентності монетарної політики. *Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: зб. наук. праць / Суми: УАБС НБУ*. 2015. Вип. 42. с. 153-166.
158. Захожай К. В. Теоретичні аспекти дослідження дефіциту Державного бюджету України. *Статистика України*. 2012. № 4. URL: <https://core.ac.uk/reader/197272870>
159. Іличок Б. І. Валютна безпека України – стан та перспективи вдосконалення. *Проблеми системного підходу в економіці*. 2017. Випуск № 2 (58). с. 40-45. URL: http://psae-jrnl.nau.in.ua/journal/2_58_2017_ukr/7.pdf
160. Кірхнер Р., Кравчук В. Належний рівень офіційних резервів в Україні: нещодавні зміни, оцінка та наслідки для економічної політики [Аналітична записка]. *Німецька консультативна група/Інститут економічних досліджень*. Берлін/Київ. 2013. URL: http://www.ier.com.ua/files/publications/Policy_Briefing_Series/2013/PB_02_2013_ukr.pdf
161. Клименко В.В., Акімова Л. М., Докієнко Л. М. Фінансовий ринок. К.: Центр учбової літератури, 2015. 358 с.
162. Кліщук О. В. Вплив валютної лібералізації на волатильність валютного курсу в Україні. *Вісник Університету банківської справи*. 2017. № 3. с. 42-51.

163. Коваленко Ю. М. Інституціалізація фінансового сектору економіки: [монографія]. Ірпінь: Національний університет ДПС України, 2013. 608 с.

164. Коваленко Ю. М. Розвиток фінансового сектору економіки в умовах інституційних трансформацій: дис. доктора ек. наук: 08.00.08 / Ірпінь. 2014. 517 с.
URL: <https://api-ir.dpu.edu.ua/server/api/core/bitstreams/228718b5-4746-4d11-93c7-2219ae94a597/content>

165. Коваленко Ю. М., Белінська Я. В., Вергелюк Ю. Ю. Теоретико-методологічний концепт інституційних трансформацій на міжнародних і національних ринках криптовалют. *Проблеми і перспективи економіки та управління*. 2023. № 2(34). с. 174-191. [https://doi.org/10.25140/2411-5215-2023-2\(34\)-174-191](https://doi.org/10.25140/2411-5215-2023-2(34)-174-191)

166. Кодекс належної практики щодо забезпечення прозорості центрального банку. URL: <https://www.imf.org/external/np/mae/mft/code/index.htm>

167. Козловський Р. Світові тенденції акумуляції та використання міжнародних золотовалютних резервів. *Галицький економічний вісник*. 2010. № 2(27). С. 11–17.

168. Козюк В. В. Монетарна автономія та цінова стабільність у сировинних економіках. *Фінанси України*. 2018. № 7. С. 7–26.

169. Козюк В. В. Незалежність центральних банків: ортодоксальний та гетеродоксальний підходи. *Вісник Національного банку України*. 2017. № 2 (228). С. 6 – 29.

170. Козюк В. В. Трансформація центральних банків в умовах глобалізації: макроекономічні та інституціональні проблеми [монографія]. Тернопіль: Астон. 2005. 480 с.

171. Козюк В. В. Фінн Кідленд і Едвард Прескотт: теоретична фундація каркасу нової класичної макроекономіки. *Вісник THEU*. 2010. №4. с. 148-159. URL: <http://visnykj.wunu.edu.ua/index.php/visnykj/article/view/217>

172. Козюк В. В., Чирак І. М. Монетарна політика і фінансова нестабільність: особливості зв'язку в країнах з ринками, що формуються. *Фінанси і кредит*. 2013. № 19. С. 19–27.

173. Козюк В. Макрофінансова відповідальність центробанків: теоретичні засади та інституціональні дилеми. *Світ фінансів*. 2017. Вип. 2. С. 139–157.
174. Козюк В. Резервний статус валюти в глобальній економіці: проблема темпоральних конфліктів. *Вісник НБУ*. 2014. № 4. с. 30-36.
175. Коковіхіна О. О. Аналіз та шляхи підвищення ефективності процентної політики НБУ. *Ефективна економіка*. 2012. № 11. URL: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=1552>
176. Коковіхіна О. О. Визначення основних загроз валютній безпеці держави. *Приазовський економічний вісник*. 2019. Випуск 5(16). С. 276-280.
177. Коковіхіна О. О. Фінансова безпека: конспект лекцій. Харків: УкрДУЗТ. 2021. 102 с. URL: <http://lib.kart.edu.ua/handle/123456789/6228>.
178. Корж М.А. Пряме іноземне інвестування в умовах фінансової глобалізації. *Фінанси України*. 2011. № 12. С. 61–76.
179. Корнєєва Ю. Вплив гнучкого валютного режиму на ефективність монетарного трансмісійного механізму у Польщі в умовах кризи. *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Міжнародні відносини*. 2013. Вип. 1. С. 54-59.
180. Коробкіна О. В. Вплив динаміки валютного курсу євро до долару США на світову економіку. *Вісник Донецького університету. Серія: Економіка і право*. 2007. Вип. 2. С. 340–347.
181. Косова Т. Д., Стеблянка І. О. Валютна політика та структура платіжного балансу України: діалектика взаємозв'язку. *Економіка та держава*. 2016. № 2. С. 9 – 12.
182. Косова Т. Д., Стеблянка І. О. Валютний курс як індикатор структурного розвитку національної економіки. *Інвестиції: практика та досвід. Економічна наука*. 2016. № 4. С. 13 – 16.
183. Костюченко В. М. Аналіз впливу валютного регулювання на посткризовий розвиток зовнішньої торгівлі України. *Проблеми теорії та методології бухгалтерського обліку, контролю і аналізу*. 2012. Вип. 2 (23). с. 138-147.

184. Круцяк Д. Б. Світова економічна криза та її вплив на валютне регулювання в Україні. *Академічний огляд*. 2008. № 2. С. 132-136.
185. Кузнєцов А. М., Деркач Ю. Б. Вплив валютної лібералізації на формування золотовалютних резервів України. *Мукачівський державний університет: Економіка і суспільство*. 2019. Вип. 20. 2019. С. 650-656
186. Кузнєцов А. М., Деркач Ю. Б. Особливості діяльності сучасних банків України на валютному ринку. *Економіка та суспільство*. 2017. Випуск 10. С. 616-623.
187. Кузнєцова А. Я., Кліщук О. В. Теоретична концепція таргетування цінової стабільності: ревізія засад принципів провадження монетарного режиму. *Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії та практики*. 2017. № 23. Т. 2. С. 388–396.
188. Кузнєцова А. Я., Місяць Н. О. Переваги та недоліки лібералізації валютного регулювання в Україні. *Світ фінансів*. 2017. Вип. 3. С. 136-146.
189. Кузнєцова А.Я. Концептуальні засади формування механізму валютного регулювання в Україні. *Бізнес Інформ*. 2017. № 9. С. 215–220. URL: <http://surl.li/ifwmj>
190. Кулінська А. Оптимальні умови формування складових валютної безпеки національної економіки. *Науковий вісник Одеського національного економічного університету*. 2016. № 3. с. 86–96.
191. Лазня А. Фінансова криза: причини виникнення та вплив на світову економіку. *Світ фінансів*. 2012. № 2. URL: <http://dspace.wunu.edu.ua/bitstream/316497/18495/1/%D0%9B%D0%B0%D0%B7%D0%BD%D1%8F%20%D0%90..pdf>
192. Леснік Т. М. Актуальні питання вибору валютного режиму України. *Теоретична та практична концептуалізація розвитку фінансово-кредитних механізмів в умовах нової соціально-економічної реальності: збірник матеріалів Міжнародної науково-практичної конференції*. Ірпінь: Видавництво УДФСУ. 2017. с. 317-321.

193. Леснік Т. М. Вплив макроекономічних показників на курс національної валюти: регресійний аналіз. *Науковий вісник Мукачівського державного університету. Серія «Економіка»*. 2017. Випуск 2. с. 177-182.
194. Леснік Т. М. Обмінний курс гривні в системі макроекономічних показників. *Європейський вектор модернізації економіки: креативність, прозорість та сталий розвиток*: збірник матеріалів X Ювілейної Міжнародної науково-практичної конференції. Харків: ХНУБА. 2018. с. 68-71.
195. Леснік Т. М. Оцінка стану валютної безпеки України. *Збірник наукових праць Університету державної фіскальної служби України: електронне наукове видання*. 2017. № 2. с. 228 – 241
196. Леснік Т. М. Фінансова доларизація: причини та наслідки. *Фінансова система країни: тенденції та перспективи розвитку*: збірник матеріалів IX Міжнародної науково-практичної інтернет-конференції. Видавництво Національного університету «Острозька академія». 2022. с. 76-80.
197. Леснік Т. М. Особливості регулювання валютного ринку України в період фінансових криз. *Міжнародний науковий журнал «Інтернаука». Серія «Економічні науки»*. 2023. №10. <https://doi.org/10.25313/2520-2294-2023-10-9228>.
198. Литвицький В. О. Сучасна ситуація на валютному ринку України. URL: www.sravnibank.com.ua.
199. Лихограй Д. В., Гадецька З. М. Доларизація економіки України: причини і наслідки. *Молодий вчений*. 2015. № 4 (19). Частина 1. с. 104-106.
200. Лукашенко С. Валютні дисбаланси як передумова поширення валютно-фінансових криз. *Вісник Львівського університету. Сер.: Міжнародні відносини*. 2011. Вип. 28. С. 175 - 184. URL: http://nbuv.gov.ua/j-pdf/VLNU_Mv_2011_28_20.pdf
201. Лукашенко С. Валютні дисбаланси як передумова поширення валютно-фінансових криз. *Вісник Львівського університету. Серія «Міжнародні відносини»*. 2011. Вип. 28. С. 175-184.
202. Макаренко М. І., Маринич Т. О. Особливості реалізації механізму валютної політики НБУ в умовах фінансової нестабільності. URL: <https://core.ac.uk/download/pdf/231761449.pdf>

203. Макаренко Ю. П. Лібералізація валютного ринку і мінімізація його ризиків. *Вісник Бердянського університету менеджменту і бізнесу*. 2014. № 2. С. 116-123.

204. Макроекономічні показники. Офіційне Інтернет-представництво Національного банку України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/macro-indicators>.

205. Манталюк О. В. Особливості моделювання курсу національної валюти в умовах економічної кризи. *Вісник Хмельницького національного університету. Економічні науки*. 2016. № 4(2). С. 170-172.

206. Марена Т. В., Іноземцева М. Г. Сучасні науково-методичні підходи до визначення рівня національної валютної безпеки. *Вісник Маріупольського державного університету. Серія: Економіка*. 2018. Вип. 16. С. 37-47.

207. Маркс К. Капітал: критика політичної економії. Том 1. 1933. – 950 с. URL: https://shron3.chtyvo.org.ua/Marx_Karl/Kapital_Tom_1_Knyha_1_Protses_produktsii_kapitalu.pdf

208. Мачугіна М. В. Аналіз валютної безпеки як складової фінансової безпеки України. *Ефективна економіка*. 2016. № 3. URL: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=4854>

209. Мельник К. К. Транспарентність як необхідна умова забезпечення ефективності системи комунікацій центрального банку. *Проблеми і перспективи розвитку банківської системи*. 2010. Вип. 29. с. 207-215.

210. Мельник Л. М., Мельник В. Л. Чинники валютного курсу та його вплив на економічну ситуацію в Україні. *Проблеми раціонального використання соціально-економічного та природно-ресурсного потенціалу регіону: фінансова політика та інвестиції*. 2010. № 1. с. 46–55.

211. Методичні рекомендації щодо розрахунку рівня економічної безпеки України (Наказ Мінекономрозвитку України від 29.10.2013 № 1277) URL: <http://www.me.gov.ua/Documents/List?lang=uk-UA&tag=MetodichniRekomendatsii>

212. Мещеряков А. А., Сопотян С. В. Проблеми розвитку валютного ринку України в контексті забезпечення фінансової безпеки. *Вісник Академії митної служби України. Серія: Економіка*. 2014. № 1. С. 40-45.

213. Миронович Ю.А. Ступінь незалежності центрального банку в системі чинників ділового політичного циклу. *Науковий вісник НЛТУ України*. 2012. Вип. 22. С. 261–270.

214. Міжнародні резерви України скоротилися вперше за півроку: причина. Аналітичний портал «Слово і діло». 2023. URL: <https://www.slovoidilo.ua/2023/09/06/novyna/finansy/mizhnarodni-rezervy-ukrayiny-skorotylysia-vpershe-pivroku-prychyna>

215. Міщенко В. Шляхи подолання фінансово-економічної кризи в Україні. *Вісник НБУ*. № 2 (156). 2009. с. 3-7.

216. Моторнюк У. І, Завербний А. С. Валютні інтервенції як інструмент валютної політики: світовий досвід та особливості застосування. *Менеджмент та підприємництво в Україні: етапи становлення та проблеми розвитку*. 2020. Вип. 2. № 1. URL: https://chmnu.edu.ua/wp-content/uploads/2020/10/10_Motornyuk-U.FI..pdf

217. Мунька С. Облікова ставка та інвестиційний процес в Україні. *Вісник КНТЕУ*. 2020. № 3. С. 105-112. [http://doi.org/10.31617/visnik.knute.2020\(131\)07](http://doi.org/10.31617/visnik.knute.2020(131)07)

218. Ніконенко У. М. Макроекономічні індикатори відкритості глобальної економіки. *Наукові записки Української академії друкарства*. 2012. № 4. С. 54-63.

219. Обсяг ВВП України. Офіційний сайт НАБУ. URL: <https://nabu.ua/ru/vvp-2.html>

220. Онуфрічук К. І. Сучасна практика лібералізації валютного регулювання у малих відкритих економіках. *Ефективна економіка*. 2015. № 7. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/efek_2015_7_25

221. Ортіна Г. В. Причини виникнення і наслідки економічних криз в ринковій економіці як об'єкти державного впливу. *Державне управління:*

удосконалення та розвиток. 2015. № 2. URL:
<http://www.dy.nayka.com.ua/?op=1&z=1101>

222. Основні засади грошово-кредитної політики на 2015 рік. Рішення Ради Національного банку України від 23.04.2015. URL:
https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/MPG_2015.pdf?v=4

223. Основні засади грошово-кредитної політики на 2021 рік та середньострокову перспективу. Рішення Ради Національного банку України від 10.09.2020. URL:
<https://bank.gov.ua/ua/files/dzrtnZTXIlkICSQ>

224. Основні засади грошово-кредитної політики на 2022 рік та середньострокову перспективу. Рішення Ради Національного банку України від 13.09.2021. URL:
https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/MPG_2022-mt.pdf?v=4

225. Офіційний сайт НАБУ. Валовий короткостроковий зовнішній борг: статистичні дані. URL: <https://nabu.ua/ua/valoviy-zovnishniy-borg-korotkostrokoviy.html>

226. Патерило І. В. Валютні інтервенції як основний метод валютного регулювання органів монетарної політики. *Юридичний бюлетень*. Випуск 15.2020. DOI <https://doi.org/10.32850/LB2414-4207.2020.15.05>. С. 36-41

227. Петрик О. Оцінка монетарної політики НБУ у 2022 році. URL:
<https://voxukraine.org/otsinka-monetarnoyi-polityky-nbu-u-2022-rotsi>

228. Платіжний баланс України: статистичні дані. URL:
<https://index.minfin.com.ua/ua/economy/balance/>

229. Пономаренко О. О. Достатність міжнародних резервів як фактор забезпечення фінансової стабільності. *Збірник наукових праць «Проблеми і перспективи банківської системи України»*. 2014. № 38. С. 391-399.

230. Постанова Правління НБУ від 29 вересня 2022 р. № 211. URL:
https://bank.gov.ua/ua/legislation/Resolution_29092022_211.

231. Практичні аспекти формулювання та реалізації монетарної політики: семінар з питань монетарної політики для викладачів закладів вищої освіти. 2020.

URL:

https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Monetary_communications_Zakutnyaya_2020-06-03.pdf?v=4

232. Про банки і банківську діяльність: Закон України. Документ 2121-III. URL: <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/2121-14>

233. Про валюту і валютні операції: Закон України. Документ 2473-VIII від 01.04.2023. *Відомості Верховної Ради України*. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2473-19>

234. Про вдосконалення валютного регулювання: Указ Президента України від 22 серпня 1994 року. URL: <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/457/94>

235. Про внесення зміни до постанови Правління Національного банку України від 20 серпня 2014 року № 515: Постанова Правління НБУ № 557 від 09 вересня 2014 р. URL: https://bank.gov.ua/ua/legislation/Resolution_09092014_557

236. Про грошову реформу в Україні: Указ Президента України від 25 серпня 1996 року. URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/762/96>

237. Про затвердження Положення про роботу банківської системи в період запровадження воєнного стану: Постанова Правління Національного банку України від 24.02.2022 року № 18. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0018500-22#Text>

238. Про затвердження Положення про структуру валютного ринку України, умови та порядок торгівлі іноземною валютою та банківськими металами на валютному ринку України: Постанова Національного банку України; Положення від 02.01.2019 № 1. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0001500-19/ed20200419#n16>

239. Про затвердження Положення про структуру валютного ринку України, умови та порядок торгівлі іноземною валютою та банківськими металами на валютному ринку України: Постанова Національного банку України від 02. 01. 2019 № 1. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0001500-19/ed20200419#n16>

240. Про зовнішньоекономічну діяльність: Закон України. Документ 959-ХІІ від 04.03.2023. *Відомості Верховної Ради України*. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/959-12>

241. Про Основні засади грошово-кредитної політики на 2016-2020 роки: Постанова Правління НБУ № 541 від 18.08.2015. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0541500-15#Text>

242. Про переоцінку товарів (робіт, послуг) та механізм контролю за переглядом цін та формуванням вартісних показників в умовах грошової реформи: Постанова Кабінету Міністрів України від 26 серпня 1996 року. Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/1002-96-%D0%BF>

243. Про систему валютного регулювання і валютного контролю: Декрет Кабінету Міністрів. Документ 15-93 від 19 лютого 1993 року. URL: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/15-93>

244. Про уніфікацію курсу українського карбованця до іноземних валют та лібералізацію валютного ринку України: Постанова Правління НБУ від 22 жовтня 1994 року. URL: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=6876336>

245. Про формування валютних фондів України у 1992 році: Постанова Верховної Ради України від 5 лютого 1992 року. URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/2101-12>

246. Процентні ставки рефінансування банків Національним банком України: статистичні дані. URL: https://bank.gov.ua/files/Inter_r_ref.xls

247. Пруський О. С. Організація діяльності комерційних банків на валютному ринку України: автореф. дис. канд. екон. наук: 08.04.01. *Терноп. держ. екон. університет*. 2006. 20 с.

248. Пугачевська К. Імпортозалежність внутрішнього ринку України. *Зовнішня торгівля: економіка, фінанси, право*. 2016. № 5. С. 27-39. URL: [http://zt.knute.edu.ua/files/2016/5\(88\)/4.pdf](http://zt.knute.edu.ua/files/2016/5(88)/4.pdf)

249. Ребрик М. Управління валютним ризиком банку: дис. канд. екон. наук: спец. 08.00.08. *Суми*. 2011. 276 с.

250. Резнікова Н. В. Роль монетарної політики в досягненні економічної стабільності: асиметрії трансмісійного механізму. *Економіка та держава*. 2016. № 3. с. 7-12. URL: http://www.economy.in.ua/pdf/3_2016/3.pdf
251. Рибалко Н. О. Фінансування бюджетного дефіциту України: шляхи вдосконалення. *Ефективна економіка*. 2013. № 2. URL: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=1784>
252. Річний звіт НБУ «Прозорість, відкритість, підзвітність». 2015. с. 64. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/A_report_2015.pdf?v=4
253. Рожко О.Д. Боргова безпека України в контексті світової фінансової кризи. *Ефективна економіка*. 2013. № 3 URL: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=1898>.
254. Романчукевич В., Лиманська О. Транспарентність Центрального банку та оцінка його комунікацій із питань монетарної політики. *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка*. 2018. Вип. 1. С. 68-76. DOI: <https://doi.org/10.17721/1728-2667.2018/196-1/10>
255. Романяк М. М. Фінансова стабільність: проблема інтерпретації. *Бізнес Інформ*. 2016. № 4. с. 21-26. URL: https://business-inform.net/export_pdf/business-inform-2016-4_0-pages-21_26.pdf
256. Руденко З. М. Фінансова криза в Україні 2014-2015 років: причини та інструменти регулювання. *Науковий вісник НЛТУ України*. 2015. Вип. 25.7. с. 216-221.
257. Рум'янцев А.П., Рум'янцева Н. С. Зовнішньоекономічна діяльність: навчальний посібник. К.: Центр учбової літератури. 2012. 296 с.
258. Рябініна Л. М. Доларизація економіки України та її наслідки. *Вісник соціально-економічних досліджень*. 2012. № 4 (47). С. 91–97.
259. Самусевич Я. В. Зарубіжні практики оцінювання обсягів виведення капіталу: методологічний аспект. *Науковий вісник Ужгородського національного університету*. 2018. Випуск 21, частина 2. с. 81-85. URL: http://www.visnyk-econom.uzhnu.uz.ua/archive/21_2_2018ua/18.pdf

260. Сапачук Ю. М. Фінансова безпека – складова сучасної фінансової політики. *Теоретичні та прикладні питання економіки*. 2010. № 23. С. 257–264
261. Сватюк О. Р. Вплив чинників на управління безпекою валютного ринку в Україні. *Менеджмент та підприємництво в Україні: етапи становлення та проблеми розвитку*. 2021. № 2 (6). с. 315-327
262. Світова фінансова криза: сутність та причини виникнення. *Finalearn: фінансова аналітика*. URL: <http://www.finalearn.com/lifers-92-1.html>.
263. Старинський М. В. Проблеми та перспективи правового регулювання валютних відносин в Україні: монографія. *Суми: видавничо-виробниче підприємство «Мрія»*. 2016. 344 с
264. Старух А.І. Роль центрального банку України у регулюванні валютного ринку. *Вісник ОНУ ім. І.І. Мечникова*. 2018. Т. 23 Вип. 6 (71). С. 172-176.
265. Статистика зовнішнього сектору України. Офіційний сайт НБУ. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-external#4>
266. Стельмах В. С., Єпіфанов А. О., Гребеник Н. І., Міщенко В. І. Грошово-кредитна політика в Україні. *За ред. В. І. Міщенка. 2. вид., перероб. і доп. К.: Знання*. 2003. 421 с.
267. Степаненко А.І. Незалежність центрального банку як головний чинник його діяльності. *Економіка і прогнозування*. 2010. №4. С. 99–109.
268. Стецько Л. І. Доларизація економіки України, її наслідки і напрямки зниження. *Науковий вісник НЛТУ України*. 2011. Вип. 21.15. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/dolarizatsiya-ekonomiki-ukrayini-yiyi-naslidki-inapryamki-znizhennya>.
269. Стігліц Дж. Круте піке. Америка та новий економічний порядок після глобальної кризи. URL: <https://litmir.org/books/knigi-o-biznese/jekonomika/10118-dzhozef-stiglic-krutoe-pike-amerika-i-novyi.html>
270. Стратегія валютних інтервенцій Національного банку України на 2016 – 2020 роки: Рішення Правління НБУ від 06.09.2016 № 261-рш. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Currency_intervention_strategy_NBU.pdf?v=4

271. Стратегія валютних інтервенцій Національного банку України. Офіційне Інтернет-представництво Національного банку України. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Strategy_FX.pdf?v=4.

272. Стрельченко І. І. Дослідження особливостей динаміки валютного курсу під час кризи на фінансових ринках. *Науковий вісник Міжнародного гуманітарного університету. Серія: Економіка і менеджмент*. 2017. Вип. 25(2). С. 168-171.

273. Суторміна А. М. Валютне регулювання у забезпеченні економічного розвитку України. Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 «Гроші, фінанси і кредит». *КНЕУ: Київ.*, 2015. 225 с.

274. Суторміна А. М. Міжнародні резерви НБУ: оцінка ефективності та оптимальності. *Ринок цінних паперів України. Київ: Інститут розвитку фондового ринку*. 2014. № 9 - 10.- С. 83-93.

275. Суторміна А.М. Еволюція системи валютного регулювання та контролю в Україні. *Фінанси, облік, аудит: зб. наукових праць (Ulrich's Periodicals Directory (Ulrichsweb))*. К.: КНЕУ, 2014. №24. с.147-160.

276. Суторміна А.М. Особливості використання адміністративних інструментів валютного регулювання. *Глобальні та національні проблеми економіки: електронне наукове фахове видання*. 2015. №3. С. 795-800. URL: <http://global-national.in.ua/>

277. Терещенко О. В. Режим валютного курсу як об'єкт регуляторної політики держави в умовах відкритості національної економіки. *Проблеми системного підходу в економіці*. 2022. № 1. <https://doi.org/10.32782/2520-2200/2022-1-5>.

278. Тивончук І. О., Стецюк П. І., Тивончук О. І. Фінансові кризи: аналіз причин та механізмів їх прояву. *Вісник Національного університету «Львівська політехніка». Проблеми економіки та управління*. 2011. № 698. С. 112-118.

279. Ткач О. В. Моделі валютно-фінансових кризових явищ. *Актуальні проблеми розвитку економіки регіону*. 2011. Вип. 7(2). С. 170-175

280. Ткач О. Особливості поширення валютно-фінансових кризових процесів у глобальній економічній системі. *Економічний аналіз*. 2013. Т. 12(2). С. 333-336.

281. Ткач С. В. Організаційно - правові засади валютного регулювання в Україні. *Вісник Хмельницького національного університету*. 2015. № 4. Т. 1. С. 104-111. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/Vchnu_ekon_2015_4%281%29_20

282. Український інститут майбутнього. URL: <https://uifuture.org/publications/24726-chy-potriben-ukraini-protekcionism/>

283. Фатюха Н. Г. Аналіз боргової безпеки України. *Ефективна економіка*. 2017. № 10. URL: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=5816>

284. Федішин М.П., Солійчук А.О. Макропруденційна політика НБУ як інструмент посилення фінансової стабільності. *Часопис економічних досліджень*. 2021. № 1(1). URL: <https://archer.chnu.edu.ua/xmlui/handle/123456789/1562>

285. Федосов В.М. Вплив державного боргу на фінансову безпеку України. *Збірник наукових праць Національного університету державної податкової служби України*. 2012. № 1. С. 408-412.

286. Філіпенко Т. В. Валютна безпека держави в умовах світової глобалізації. *Державне управління: удосконалення та розвиток*. 2010. № 11. URL: <http://www.dy.nayka.com.ua/?op=1&z=219>

287. Фрідман М. Капіталізм і свобода: пер. з англ. Н. Рогачевська. К.: *Наш формат*. 2017. 216 с. URL: https://shron1.chtyvo.org.ua/Fridman_Milton/Kapitalizm_i_svoboda.pdf?PHPSESSID=svq8b96268f2sttm8mh6ee8qv1

288. Халак С.Г., Тіху М.О. Сутність фінансової кризи та її різновиди. Наслідки фінансової кризи для економіки України URL: [http://www.nbuv.gov.ua/old_jrn/Soc_Gum/Nvbdfa/2009_4/4\(17\)_2009_articles/4\(17\)_2009_articles_1/4\(17\)_2009_articles_1_halak.pdf](http://www.nbuv.gov.ua/old_jrn/Soc_Gum/Nvbdfa/2009_4/4(17)_2009_articles/4(17)_2009_articles_1/4(17)_2009_articles_1_halak.pdf).

289. Хом'як В. Р. Прогнозування кризи платіжного балансу за допомогою сигнального і модельного підходів. *Вісник Університету банківської справи Національного банку України*. № 2 (20). 2014. с. 231-236.

290. Хома І., Онищак Л. Основні проблеми та тенденції валютного ринку України в умовах нестабільності валютного курсу. *Економічний простір*. 2018. № 129, с. 56-65. URL: <http://www.prostir.pdaba.dp.ua/index.php/journal/article/view/167/160>
291. Царук О. В. Концептуальні основи та статичні індикатори оцінки боргової безпеки держави. *Світ фінансів*. 2007. № 1(10). С. 46-50.
292. Чаюн Т. І. Розвиток валютного ринку України. *Науковий вісник «Деякі актуальні проблеми перехідної економіки»*. 2001. Вип. 11.3. с. 196-205.
293. Черкашина К. Ф. Підходи до визначення оптимальної структури золотовалютних резервів. *Наука і економіка*. 2012. № 4 (28). С. 86–90.
294. Черняк О. І., Хом'як В. Р. Криза платіжного балансу: фактори, індикатори та способи попередження. *Економіка і прогнозування*. 2011. № 4. С. 27-37.
295. Чирак І. М. Фінансова нестабільність: природа, чинники, форми прояву та шляхи подолання. *Ефективна економіка*. 2019. № 12. DOI: [10.32702/2307-2105-2019.12.88](https://doi.org/10.32702/2307-2105-2019.12.88)
296. Чирак І. Фінансова нестабільність: суть, причини виникнення і форми прояву. *Світ фінансів*. 2012. № 2. с. 63-73.
297. Чубарь О., Лозицька А. Обмежувальні заходи на валютному ринку України, викликані початком військових дій. *VII Всеукраїнська науково-практична конференція «Трансформація національної моделі фінансово-кредитних відносин: виклики глобалізації та регіональні аспекти»*. 2022. С. 97-99. URL: <https://dspace.uzhnu.edu.ua/jspui/bitstream/lib/46390/1/%D0%97%D0%B1%D1%96%D1%80%D0%BD%D0%B8%D0%BA%20%D0%BA%D0%BE%D0%BD%D1%84%D0%B5%D1%80%D0%B5%D0%BD%D1%86%D1%96%D1%97%2030.11.22.pdf#page=98>
298. Чухно А. А. Сучасна фінансово-економічна криза: природа, шляхи і методи подолання. *Економіка України*. 2010. № 1. с. 4 - 18.
299. Швець В. Я., Єфремова Н. Ф., Чічкань О. І. Гроші та кредит. *Дніпродзержинськ: ДДТУ*, 2015. 302 с.

300. Шелудько Н. М., Шкляр А. І. Фінансові кризи: поняття, класифікація, ідентифікація. *Економічна теорія*. 2012. № 2. с. 97
301. Шпенюк О. Є. Нестабільність валютних курсів в умовах глобалізації. *Інститут економіки та прогнозування НАН України*. 2011. № 41. с. 64-75
302. Штефан Л. Б. Валютні кризи в Україні в контексті теорії циклів. *Ефективна економіка*. 2016. № 4. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/efek_2016_4_33
303. Юрчишин В. Посилення значимості монетарної політики в країнах Центральної і Східної Європи у посткризовий період і рекомендації для України. *Київ: Заповіт*. 2019. 147 с.
304. Юрчишин В. Сучасна валютна політика та особливості її реалізації в Україні. Київ: Заповіт, 2016. с. 55 – 61.
305. Ющенко В.А., Міщенко В. І. Валютне регулювання: навчальний посібник. К.: Т-во «Знання», КОО. 1999. 359 с.
306. Яременко О. О. Сучасна структура золотовалютних резервів: вітчизняний та міжнародний досвід. *Агросвіт*. 2011. № 22. с. 47-51.
307. Ярошевська О. В. Технічний аналіз впливу кругообігу фінансового капіталу на валютну стабільність в Україні. *Бізнес Інформ*. 2018. № 1. С. 273-279.

ДОДАТКИ

Додаток А

Таблиця А

Трактування основних підходів до визначення поняття «фінансова нестабільність»

	Джерело	Дефініція	Рік
1	Mishkin F. S. Asymmetric Information and Financial Crises: A Historical Perspective / F. S. Mishkin. – Chicago: National Bureau of Economic Research, Inc., 1991. – 3400 p.	Фінансова нестабільність трапляється тоді, коли шоки, що зачіпають фінансову систему, зупиняють потік інформації, а відтак ця система не може більше виконувати своєї головної функції – трансформувати заощадження в інвестиції.	1991
2	Crockett A. The theory and practice of financial instability / Andrew D. Crockett. – Princeton: Essays in international finance. – 1997. – No. 203. – 52 p.	Фінансова нестабільність – це ситуація, де економічні дії потенційно погіршені через коливання цін на грошові кредити або нездатність фінансових установ дотримуватися своїх договірних зобов'язань.	1997
3	Franklin A. Financial Fragility, Liquidity, and Asset Prices / Allen Franklin, Douglas Gale. – New York: Journal of the European Economic Association. – 2004. – No. 2 (6). – P. 1015–1048.	Фінансова нестабільність – це ситуація, де «...маленькі потрясіння призводять до непропорційно великого ефекту».	2004
4	Lagunoff R. A Model of Financial Fragility / Roger D. Lagunoff, Stacey L. Schreft. – Kansas City: Journal of Economic Theory. – 2001. – No. 99. – P. 220–264.	У макроекономіці термін «фінансова нестабільність» використовується для позначення чутливості фінансової системи до великих фінансових криз, викликаних малими, звичайними економічними потрясіннями.	2001
5	Schroeder S. Defining and detecting financial fragility: New Zeland's experience / S. Schroeder // International Journal of Social Economics. – 2009. – Vol. 36. - № 3. – P. 287–307.	Під фінансовою нестабільністю вважається виняткова подія, яка проявляється внаслідок екзогенних шоків, недосконалості ринків і цінової нестабільності.	2009
6	Chant J. Financial Stability as a Policy Goal // Essays on Financial Stability, Bank of Canada Technical Report № 95. September 2003. p.1-24. URL: http://www.bankofcanada.ca/en/res/tr/2003/tr95.pdf .	Фінансова нестабільність є такою ситуацією на фінансових ринках, яка шкодить чи загрожує ефективному функціонуванню економіки.	2003

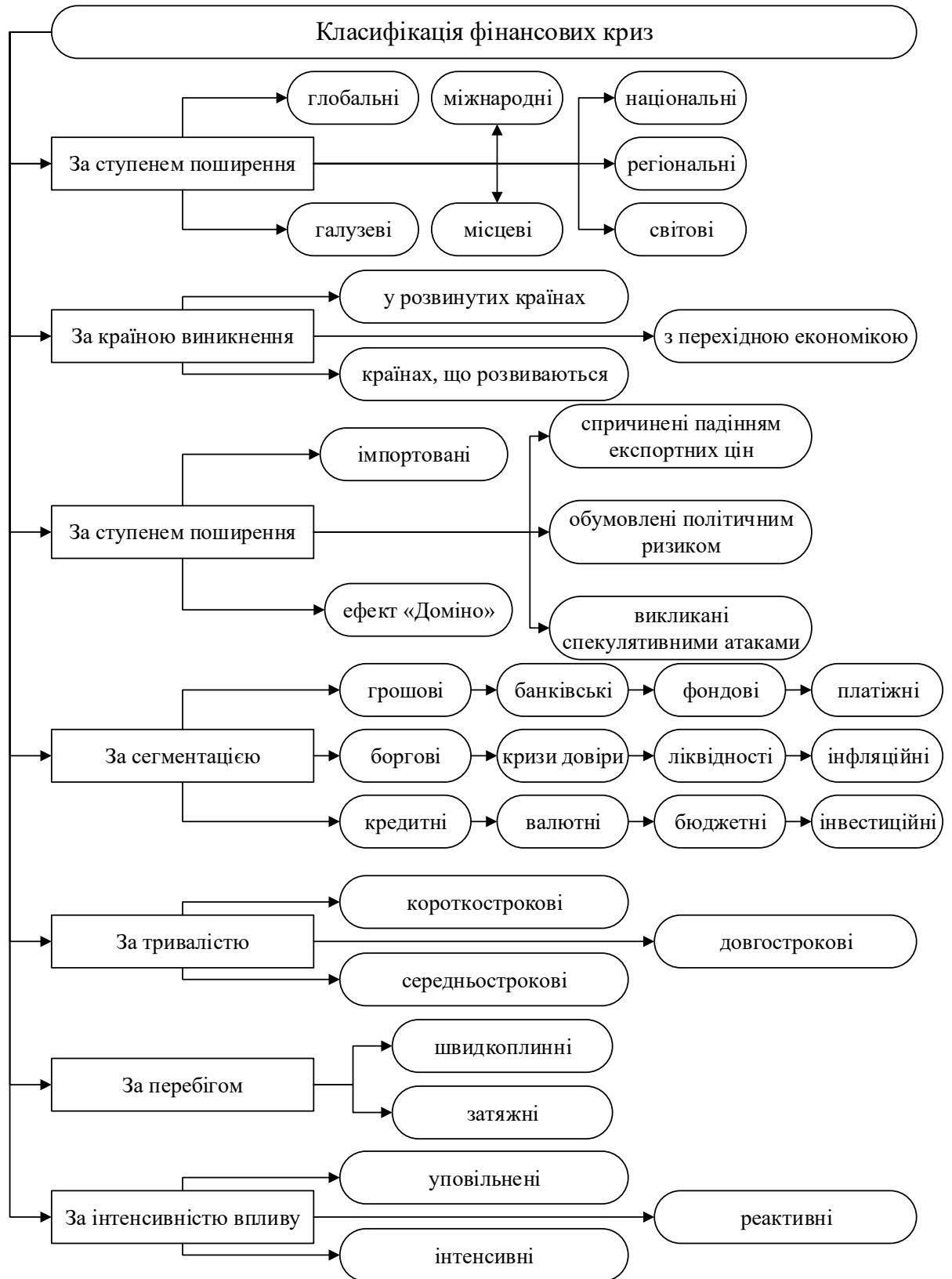
Продовження таблиці А.1

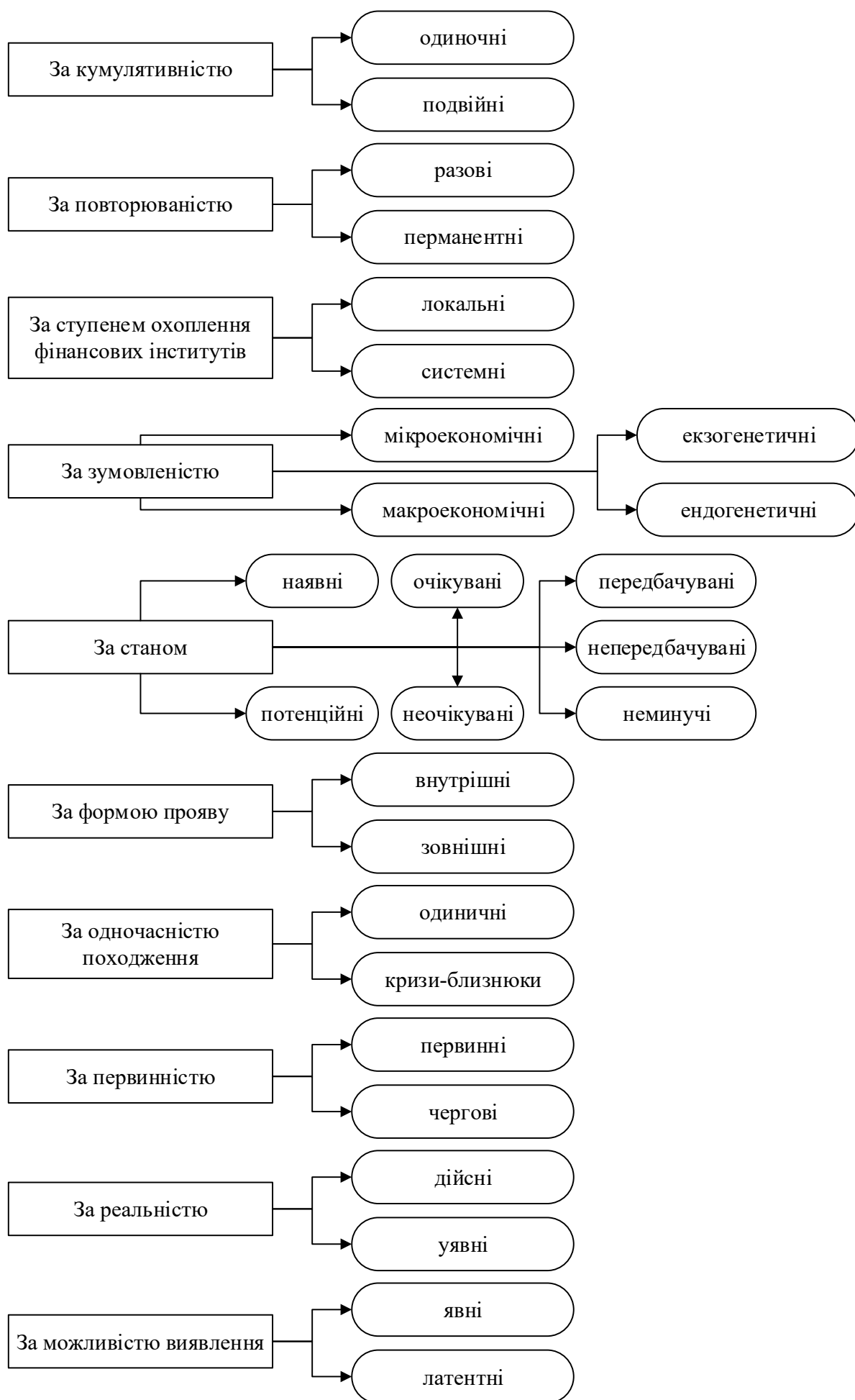
7	<i>Ferguson R.</i> Should Financial Stability Be an Explicit Central Bank Objective? Paper presented to an International Monetary Fund conference on Challenges to Central Banking from Globalized Financial Markets, Washington, D. C. September 17, 2002. URL: http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20021016/default.htm .	Фінансова нестабільність визначається трьома критеріями: 1) цінами на ключові фінансові активи, які різко відхиляються від фундаментальних значень; 2) збоями в функціонуванні ринків цінних паперів і доступом до кредиту всередині країни і, можливо, на міжнародному рівні; 3) сукупними витратами, які істотно відхиляються від економічного потенціалу країни».	2002
8	Guttentag J., Herring R. Credit rationing and financial disorder. - Journal of Finance. - 1984. - No 39. - pp. 1359–1382.	Фінансова нестабільність породжується асиметричністю інформації кредиторів і позичальників внаслідок невизначеності віддачі від інвестиційних проектів, що посилює нестабільність в реальному секторі економіки через відмову у наданні коштів позичальникам.	1984
9	Colander D. The Financial Crisis and the Systemic Failure of Academic Economics / D. Kolander, H. Follmer A. Haas etc. // Kiel Working Paper 1489 February 2009.	Фінансова нестабільність притаманна ринковій економічній системі і в тій чи іншій мірі допускає відтворення кризи. Рівень нестабільності пов'язується із фінансовими нововведеннями і посиленням взаємозв'язків між фінансовими ринками у світі.	2009
10	Minsky H. The Financial Instability Hypothesis // IMF Working Paper. – No 74. – . May 1992	Фінансова нестабільність є характерною рисою нормального розвитку капіталістичної економіки.	1992
11	Трунин П.В. Мониторинг финансовой стабильности в развивающихся экономиках (на примере России) / Трунин П.В., Каменских М.В. – М.: ИЭПП, 2007. - с.5	Під фінансовою нестабільністю або кризою ми розуміємо такі проблеми у фінансовій системі країни (або їх сукупність), які здійснюють значний негативний вплив на економічну активність.	2007
12	Rosengren E. Defining Financial Stability, and Some Policy Implications of Applying the Definition // Keynote Remarks at the Stanford Finance Forum Graduate School of Business Stanford University. – Boston. – Jun. 3, 2011. – 28 pp. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.bostonfed.org/news/speeches/rosengren/2011/060311/060311.pdf	Фінансова нестабільність виникає, коли проблеми окремих інститутів, ринків, платіжних систем або фінансової системи в цілому значно порушують пропозиції кредитного посередництва і тим істотно впливають на реальну економічну активність.	2011

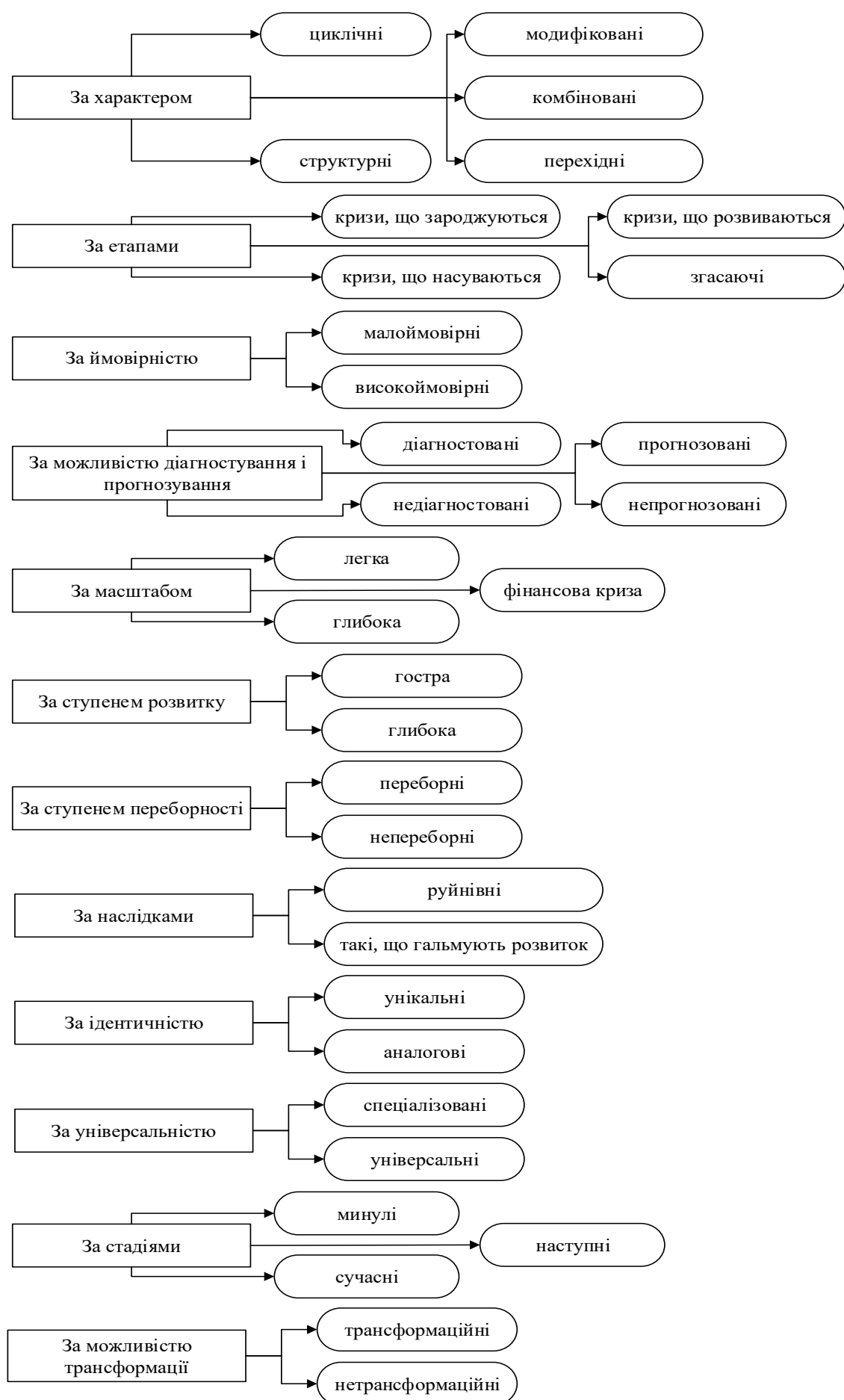
Джерело: складено автором.

Додаток Б

Класифікація фінансових криз







Джерело: складено автором.

Додаток В

1. Формули для дестимуляторів типу В:

$$y_{ij} = \begin{cases} 1, x_{ij} < x_{\text{опт}} \\ 0,8 + 0,2 \frac{x_{\text{здв}} - x_{ij}}{x_{\text{здв}} - x_{\text{опт}}}, x_{\text{опт}} \leq x_{ij} \leq x_{\text{здв}} \\ 0,6 + 0,2 \frac{x_{\text{нездв}} - x_{ij}}{x_{\text{нездв}} - x_{\text{здв}}}, x_{\text{здв}} \leq x_{ij} \leq x_{\text{нездв}} \\ 0,4 + 0,2 \frac{x_{\text{небезп}} - x_{ij}}{x_{\text{небезп}} - x_{\text{нездв}}}, x_{\text{нездв}} \leq x_{ij} \leq x_{\text{небезп}} \\ 0,2 + 0,2 \frac{x_{\text{крит}} - x_{ij}}{x_{\text{крит}} - x_{\text{небезп}}}, x_{\text{небезп}} \leq x_{ij} \leq x_{\text{крит}} \\ 0,2 \frac{x_{\text{крит}}}{x_{ij}}, x_{ij} \geq x_{\text{крит}} \end{cases} \quad (\text{В.1})$$

де x_{ij} – значення i -го індикатора в період j ;

y_{ij} – нормоване значення індикатора x_{ij} .

2. Формули для стимуляторів типу С:

$$y_{ij} = \begin{cases} 0,2e^{\frac{x_{ij} - x_{\text{крит}}}{n_i}}, x_{ij} < 0 \wedge x_{ij} < x_{\text{крит}} \\ 0,2 \frac{x_{ij}}{x_{\text{крит}}}, 0 < x_{ij} < x_{\text{крит}} \\ 0,2 + 0,2 \frac{x_{ij} - x_{\text{крит}}}{x_{\text{небезп}} - x_{\text{крит}}}, x_{\text{крит}} \leq x_{ij} \leq x_{\text{небезп}} \\ 0,4 + 0,2 \frac{x_{ij} - x_{\text{небезп}}}{x_{\text{нездв}} - x_{\text{небезп}}}, x_{\text{небезп}} \leq x_{ij} \leq x_{\text{нездв}} \\ 0,6 + 0,2 \frac{x_{ij} - x_{\text{нездв}}}{x_{\text{здв}} - x_{\text{нездв}}}, x_{\text{нездв}} \leq x_{ij} \leq x_{\text{здв}} \\ 0,8 + 0,2 \frac{x_{ij} - x_{\text{здв}}}{x_{\text{опт}} - x_{\text{здв}}}, x_{\text{здв}} \leq x_{ij} \leq x_{\text{опт}} \\ 1, x_{\text{опт}} \leq x_{ij} \end{cases} \quad (\text{В.2})$$

де x_{ij} – значення i -го індикатора в період j ;

y_{ij} – нормоване значення індикатора x_{ij} ;

n_i – константа згладжування, для кожного індикатора визначається окремо експертним

шляхом.

Додаток Г

Розрахунок нормованого значення індексу зміни офіційного курсу національної грошової одиниці до долара США за 2014 - 2022 рр.:

Відповідно:

$$y_{2014} = \frac{0,2 \cdot 130}{148,81} = 0,175; \quad y_{2015} = \frac{0,2 \cdot 130}{183,77} = 0,142;$$

$$y_{2016} = 0,2 + \frac{0,2 \cdot (130 - 116,93)}{(130 - 112)} = 0,345;$$

$$y_{2017} = 0,8 + \frac{0,2 \cdot (106 - 104,11)}{(106 - 104)} = 0,989;$$

$$y_{2018} = 1; \quad y_{2019} = 0,6 + \frac{0,2 \cdot (95,04 - 95)}{(96 - 95)} = 0,608;$$

$$y_{2020} = 0,8 + \frac{0,2 \cdot (106 - 104,29)}{(106 - 104)} = 0,971; \quad y_{2021} = 1;$$

$$y_{2022} = 0,2 + 0,2 \frac{130 - 118,5}{130 - 112} = 0,328.$$

Розрахунок нормованого значення валових міжнародних резервів України за 2014 - 2022 рр.:

Відповідно:

$$y_{2014} = 0,2 + 0,2 \frac{1,7 - 1,5}{2 - 1,5} = 0,28; \quad y_{2015} = 0,4 + 0,2 \frac{2,2 - 2}{2,5 - 2} = 0,48;$$

$$y_{2016} = 0,8 + 0,2 \frac{3,7 - 3}{5 - 3} = 0,87; \quad y_{2017} = 0,8 + 0,2 \frac{3,6 - 3}{5 - 3} = 0,86;$$

$$y_{2018} = 0,8 + 0,2 \frac{3,5 - 3}{5 - 3} = 0,85; \quad y_{2019} = 0,8 + 0,2 \frac{3,9 - 3}{5 - 3} = 0,89;$$

$$y_{2020} = 0,8 + 0,2 \frac{4,8 - 3}{5 - 3} = 0,98; \quad y_{2021} = 0,8 + 0,2 \frac{4,1 - 3}{5 - 3} = 0,91;$$

$$y_{2022} = 0,8 + 0,2 \frac{3,7 - 3}{5 - 3} = 0,87.$$

Розрахунок нормованого значення частки кредитів в іноземній валюті до загального обсягу наданих кредитів за 2014 - 2022 рр.:

$$y_{2014} = 0,2 + 0,2 \frac{50 - 46,31}{50 - 45} = 0,35; \quad y_{2015} = 0,2 \frac{50}{55,81} = 0,18;$$

$$y_{2016} = 0,2 + 0,2 \frac{50 - 49,43}{50 - 45} = 0,22; \quad y_{2017} = 0,4 + 0,2 \frac{45 - 43,87}{45 - 37} = 0,43;$$

$$y_{2018} = 0,4 + 0,2 \frac{45 - 42,79}{45 - 37} = 0,46; \quad y_{2019} = 0,6 + 0,2 \frac{37 - 36,85}{37 - 30} = 0,60;$$

$$y_{2020} = 0,6 + 0,2 \frac{37 - 36,68}{37 - 30} = 0,61; \quad y_{2021} = 0,8 + 0,2 \frac{30 - 28,90}{30 - 20} = 0,82;$$

$$y_{2022} = 0,8 + 0,2 \frac{30 - 27,73}{30 - 20} = 0,85.$$

Розрахунок нормованого значення сальдо купівлі-продажу населенням іноземної валюти за 2014 - 2022 рр.:

$$y_{2014} = 0,6 + 0,2 \frac{-2,41 + 3}{-2 + 3} = 0,718; y_{2015} = 0,8 + 0,2 \frac{5 - 1,55}{5 - 0} = 0,938;$$

$$y_{2016} = 0,8 + 0,2 \frac{5 - 2,48}{5 - 0} = 0,901; y_{2017} = 0,8 + 0,2 \frac{5 - 2,14}{5 - 0} = 0,914;$$

$$y_{2018} = 0,8 + 0,2 \frac{5 - 1,48}{5 - 0} = 0,941; y_{2019} = 0,8 + 0,2 \frac{5 - 0,18}{5 - 0} = 0,993;$$

$$y_{2020} = 0,8 + 0,2 \frac{5 - 1,10}{5 - 0} = 0,956; y_{2021} = 0,8 + 0,2 \frac{5 - 1,22}{5 - 0} = 0,951;$$

$$y_{2022} = 0,8 + 0,2 \frac{-1,010 + 2}{0 + 2} = 0,9.$$

Розрахунок нормованого значення рівня доларизації грошової маси за 2014 - 2022 рр.:

$$y_{2014} = 0,2 \frac{30}{32,16} = 0,19; y_{2015} = 0,2 \frac{30}{32,17} = 0,19;$$

$$y_{2016} = 0,2 \frac{30}{32,87} = 0,18; y_{2017} = 0,2 \frac{30}{31,90} = 0,19;$$

$$y_{2018} = 0,2 + 0,2 \frac{30 - 29,25}{30 - 27} = 0,25; y_{2019} = 0,2 + 0,2 \frac{30 - 28,70}{30 - 27} = 0,29;$$

$$y_{2020} = 0,4 + 0,2 \frac{27 - 26,86}{27 - 24} = 0,41; y_{2021} = 0,6 + 0,2 \frac{24 - 22,97}{24 - 20} = 0,65;$$

$$y_{2022} = 0,4 + 0,2 \frac{27 - 25,23}{27 - 24} = 0,52.$$

Розрахунок нормованого значення різниці між форвардним і офіційним курсом гривні за 2014 - 2022 рр.:

$$y_{2014} = 0,4 + 0,2 \frac{1,2 - 0,94}{1,2 - 0,8} = 0,53; y_{2015} = 0,2 \frac{2,5}{2,61} = 0,19;$$

$$y_{2016} = 0,2 + 0,2 \frac{2,5 - 2,28}{2,5 - 1,2} = 0,23; y_{2017} = 0,2 + 0,2 \frac{2,5 - 2,2}{2,5 - 1,2} = 0,25;$$

$$y_{2018} = 0,2 \frac{2,5}{3,39} = 0,15; y_{2019} = 0,2 \frac{2,5}{3,62} = 0,14;$$

$$y_{2020} = 0,2 + 0,2 \frac{2,5 - 2,34}{2,5 - 1,2} = 0,22; y_{2021} = 0,2 + 0,2 \frac{2,5 - 2,41}{2,5 - 1,2} = 0,33;$$

$$y_{2018} = 0,2 \frac{2,5}{4,3} = 0,12.$$

Додаток Д

Розрахунок інтегрального індикатора валютної безпеки здійснюється за наступною формулою Д.1:

$$I_m = \sum_{i=1}^n d_i y_i \quad (\text{Д. 1})$$

де I_m – агрегований показник валютної безпеки;

d_i – ваговий коефіцієнт, що визначає ступінь внеску i -го показника в інтегральному індексі валютної безпеки;

y_i – нормалізована оцінка i -го індикатора.

Таблиця Д

Вагові коефіцієнти для розрахунку субіндексів валютної безпеки та інтегрального показника валютної безпеки

Індекс зміни офіційного курсу національної грошової одиниці до долара США, середній за період	0,1775
Різниця між форвардним і офіційним курсом гривні, гривень	0,1505
Валові міжнародні резерви України, місяців імпорту	0,1801
Частка кредитів в іноземній валюті в загальному обсязі наданих кредитів, відсотків	0,1496
Сальдо купівлі-продажу населенням іноземної валюти, млрд. доларів США	0,1657
Рівень доларизації грошової маси, відсотків	0,1767

$$I_{2008} = 0,964 * 0,1775 + 0,812 * 0,1801 + 0,169 * 0,1496 + 0,295 * 0,1657 + 0,195 * 0,1767 + 1 * 0,1505 = 0,576$$

$$I_{2009} = 0,176 * 0,1775 + 1 * 0,1801 + 0,197 * 0,1496 + 0,134 * 0,1657 + 0,18 * 0,1767 + 0,62 * 0,1505 = 0,3874$$

$$I_{2010} = 1 * 0,1775 + 1 * 0,1801 + 0,36 * 0,1496 + 0,04 * 0,1657 + 0,22 * 0,1767 + 0,93 * 0,1505 = 0,5968$$

$$I_{2011} = 1 * 0,1775 + 0,96 * 0,1801 + 0,517 * 0,1496 + 0,001 * 0,1657 + 0,194 * 0,1767 + 0,8 * 0,1505 = 0,5826$$

$$I_{2012} = 1 * 0,1775 + 0,86 * 0,1801 + 0,61 * 0,1496 + 0,02 * 0,1657 + 0,184 \\ * 0,1767 + 0,64 * 0,1505 = 0,5547$$

$$I_{2013} = 1 * 0,1775 + 0,76 * 0,1801 + 0,69 * 0,1496 + 0,62 * 0,1657 + 0,39 \\ * 0,1767 + 0,78 * 0,1505 = 0,7063$$

$$I_{2014} = 0,175 * 0,1775 + 0,28 * 0,1801 + 0,35 * 0,1496 + 0,718 * 0,1657 + 0,18 \\ * 0,1767 + 0,53 * 0,1505 = 0,364$$

$$I_{2015} = 0,142 * 0,1775 + 0,48 * 0,1801 + 0,18 * 0,1496 + 0,938 * 0,1657 + 0,18 \\ * 0,1767 + 0,19 * 0,1505 = 0,354$$

$$I_{2016} = 0,345 * 0,1775 + 0,87 * 0,1801 + 0,22 * 0,1496 + 0,901 * 0,1657 + 0,18 \\ * 0,1767 + 0,23 * 0,1505 = 0,467$$

$$I_{2017} = 0,989 * 0,1775 + 0,86 * 0,1801 + 0,43 * 0,1496 + 0,914 * 0,1657 + 0,18 \\ * 0,1767 + 0,25 * 0,1505 = 0,616$$

$$I_{2018} = 1 * 0,1775 + 0,85 * 0,1801 + 0,46 * 0,1496 + 0,941 * 0,1657 + 0,19 \\ * 0,1767 + 0,15 * 0,1505 = 0,613$$

$$I_{2019} = 0,608 * 0,1775 + 0,89 * 0,1801 + 0,60 * 0,1496 + 0,993 * 0,1657 + 0,20 \\ * 0,1767 + 0,14 * 0,1505 = 0,579$$

$$I_{2020} = 0,971 * 0,1775 + 0,98 * 0,1801 + 0,61 * 0,1496 + 0,956 * 0,1657 + 0,36 \\ * 0,1767 + 0,22 * 0,1505 = 0,695$$

$$I_{2021} = 1 * 0,1775 + 0,91 * 0,1801 + 0,82 * 0,1496 + 0,951 * 0,1657 + 0,62 \\ * 0,1767 + 0,10 * 0,1505 = 0,746$$

$$I_{2022} = 0,328 * 0,1775 + 0,87 * 0,1801 + 0,85 * 0,1496 + 0,9 * 0,1657 + 0,52 \\ * 0,1767 + 0,12 * 0,1505 = 0,599.$$

Додаток Е

Таблиця Е

Динаміка макроекономічних показників

Роки	Дефіцит торгового балансу, млн. грн.	Дефіцит рахунку поточних операцій, млн. грн	ВВП, млн. грн.	Міжнародні резерви, млн. грн.	Грошова маса М2	Короткостр. зовнішній борг, млн. грн.
1 кв. 2007	8499,15	5448,95	139444	113806	261165	153074
2 кв. 2007	6297,35	3110,8	166869	119855	288115	168373,6
3 кв. 2007	5448,95	1621,05	199535	138353	327950	187729,71
4 кв. 2007	20816,1	16336,75	214883	160369	367769	193611,95
1 кв. 2008	22300,8	18508,25	191459	163054	397091	217797,9
2 кв. 2008	19277,58	16538,58	236033	167516	432281	236260,66
3 кв. 2008	12285,05	10107,4	276451	180123	469136	252330,95
4 кв. 2008	20684,84	21635,13	244113	198605	489984	270623,9
2009	15245,03	13523,44	913345	206473,95	484772	322436
2010	31617,08	23947,04	1082569	274533,44	596841	370796
2011	250369,6	81557,01	1316600	253406,15	681801	445037
2012	114624,5	114536,65	1408889	196122,54	771126	505370
2013	124915,7	131978,82	1454931	163123,84	906237	473724
2014	54765,34	54656,4	1566728	89571,29	955349	701603
2015	51609,7	+110014,8	1979458	290604,78	993812	1113135
2016	164874,2	47676,3	2383182	397029,88	1102391	1164781
2017	232590,4	92381,8	2982920	500304,77	1208557	1254719
2018	309481,6	174950	3558706	566315,7	1273772	1326683
2019	323409,4	106605	3974564	654060,84	1435221	1226019
2020	64110,88	+141998,3	4194102	785422,71	1847364	1244174
2021	72891,59	105940	5459574	844378,53	2069606	1280258
2022	829909,1	+254192,4	5191028	921510,84	2500502	1235466

Джерело: складено автором

Додаток Ж

Таблиця Ж

Аналіз динаміки номінального валютного курсу гривні за 1997-2022 рр.

Роки	Курс гривні, середній за період (грн.)	Абсолютний приріст		Темп зростання, %		Темп приросту, %		Абсолютне значення 1% приросту
		Ланцюговий	Базисний	Ланцюговий	Базисний	Ланцюговий	Базисний	
1997	1,86	-	-	-	-	-	-	-
1998	2,45	0,59	0,59	131,72	131,72	31,72	31,72	0,02
1999	4,13	1,68	2,27	168,57	222,04	68,57	122,04	0,04
2000	5,44	1,31	3,58	131,72	292,47	31,72	192,47	0,05
2001	5,37	-0,07	3,51	98,71	288,71	-1,29	188,71	0,05
2002	5,33	-0,04	3,47	99,26	286,56	-0,74	186,56	0,05
2003	5,33	0,00	3,47	100,00	286,56	0,00	186,56	0,05
2004	5,32	-0,01	3,46	99,81	286,02	-0,19	186,02	0,05
2005	5,12	-0,20	3,26	96,24	275,27	-3,76	175,27	0,05
2006	5,05	-0,07	3,19	98,63	271,51	-1,37	171,51	0,05
2007	5,05	0,00	3,19	100,00	271,51	0,00	171,51	0,05
2008	5,27	0,22	3,41	104,36	283,33	4,36	183,33	0,05
2009	7,79	2,52	5,93	147,82	418,82	47,82	318,82	0,08
2010	7,94	0,15	6,08	101,93	426,88	1,93	326,88	0,08
2011	7,97	0,03	6,11	100,38	428,49	0,38	328,49	0,08
2012	7,99	0,02	6,13	100,25	429,57	0,25	329,57	0,08
2013	7,99	0,00	6,13	100,00	429,57	0,00	329,57	0,08
2014	11,89	3,90	10,03	148,81	639,25	48,81	539,25	0,12
2015	21,85	9,96	19,99	183,77	1174,73	83,77	1074,73	0,22
2016	25,55	3,70	23,69	116,93	1373,66	16,93	1273,66	0,26
2017	26,6	1,05	24,74	104,11	1430,11	4,11	1330,11	0,27
2018	27,2	0,60	25,34	102,26	1462,37	2,26	1362,37	0,27
2019	25,85	-1,35	23,99	95,04	1389,78	-4,96	1289,78	0,26
2020	26,96	1,11	25,10	104,29	1449,46	4,29	1349,46	0,27
2021	27,29	0,33	25,43	101,22	1467,20	1,22	1367,20	0,27
2022	32,34	5,05	30,48	118,50	1738,71	18,50	1638,71	0,32
Середнє значення		1,22	10,90	114,17	686,17	14,17	586,17	0,13

Джерело: розраховано автором.

Додаток 3

Таблиця 3

Роки	Курс валют на кінець року, грн	Державний та гарантований державою борг, млн. грн	Середньорічний темп інфляції, %	Дефіцит державного бюджету, млн. грн	Міжнародні резерви, млн. грн	ВВП, млн. грн.
2008	5,27	189410	122,3	12500,7	166231,61	948056
2009	7,79	316885	112,3	35517,2	206473,95	913345
2010	7,94	432235	109,1	64265,5	274533,44	1082569
2011	7,97	473122	104,6	23557,6	253406,15	1316600
2012	7,99	515510	99,8	53445,2	196122,54	1408889
2013	7,99	584370	100,5	64707,6	163123,84	1454931
2014	11,89	1100833	124,9	78052,8	89571,29	1566728
2015	21,85	1571766	143,3	45167,5	290604,78	1979458
2016	25,55	1929759	112,4	70130,2	397029,88	2383182
2017	26,6	2141674	113,7	47849,6	500304,77	2982920
2018	27,2	2168627	109,8	59247,9	566315,7	3558706
2019	25,85	1998275	104,1	78049,5	654060,84	3974564
2020	26,96	2551936	105	217096,1	785422,71	4194102
2021	27,29	2671828	110	197937,4	844378,53	5459574
2022	32,34	4071683	126,6	914701,7	921510,84	5191028

Додаток И

Таблиця И.1

Результат регресійної моделі в Statgraphisc

Ridge Regression		
Dependent variable: Col_1		
Number of complete cases: 26		
Model Results for Ridge Parameter = 0,0		
Parameter	Estimate	Variance Inflation Factor
CONSTANT	4,074	
Col_2	0,0000126357	18,6275
Col_3	-0,0000214405	2,88838
Col_4	-0,00000282757	45,4284
Col_5	0,0000115916	29,8081
R-Squared = 99,0045 percent		
R-Squared (adjusted for d.f.) = 98,8149 percent		
Standard Error of Est. = 1,09584		
Mean absolute error = 0,812226		
Durbin-Watson statistic = 1,46338		
Lag 1 residual autocorrelation = 0,165515		
Residual Analysis		
	Estimation	Validation
n	26	
MSE	1,20086	
MAE	0,812226	
MAPE	14,4575	
ME	3,58687E-15	
MPE	-4,91573	

The StatAdvisor

This procedure is designed to provide estimates of regression coefficients when the independent variables are strongly correlated. By allowing for a small amount of bias, the precision of the estimates can often be greatly increased. In this case, the fitted regression model is

$$\text{Col}_1 = 4,074 + 0,0000126357 * \text{Col}_2 - 0,0000214405 * \text{Col}_3 - 0,00000282757 * \text{Col}_4 + 0,0000115916 * \text{Col}_5$$

The current value of the ridge parameter is 0,0, which is equivalent to ordinary least squares. To change the ridge parameter, press the alternate mouse button and select Analysis Options. The ridge parameter is usually set between 0.0 and 1.0. In order to determine a good value for the ridge parameter, you should examine the standardized regression coefficients or the variance inflation factors. These values are available on the lists of Tabular and Graphical Options.

The R-Squared statistic indicates that the model as fitted explains 99,0045% of the variability in Col_1. The adjusted R-Squared statistic, which is more suitable for comparing models with different numbers of independent variables, is 98,8149%. The standard error of the estimate shows the standard deviation of the residuals to be 1,09584. The mean absolute error (MAE) of 0,812226 is the average value of the residuals. The Durbin-Watson (DW) statistic tests the residuals to determine if there is any significant correlation based on the order in which they occur in your data file.

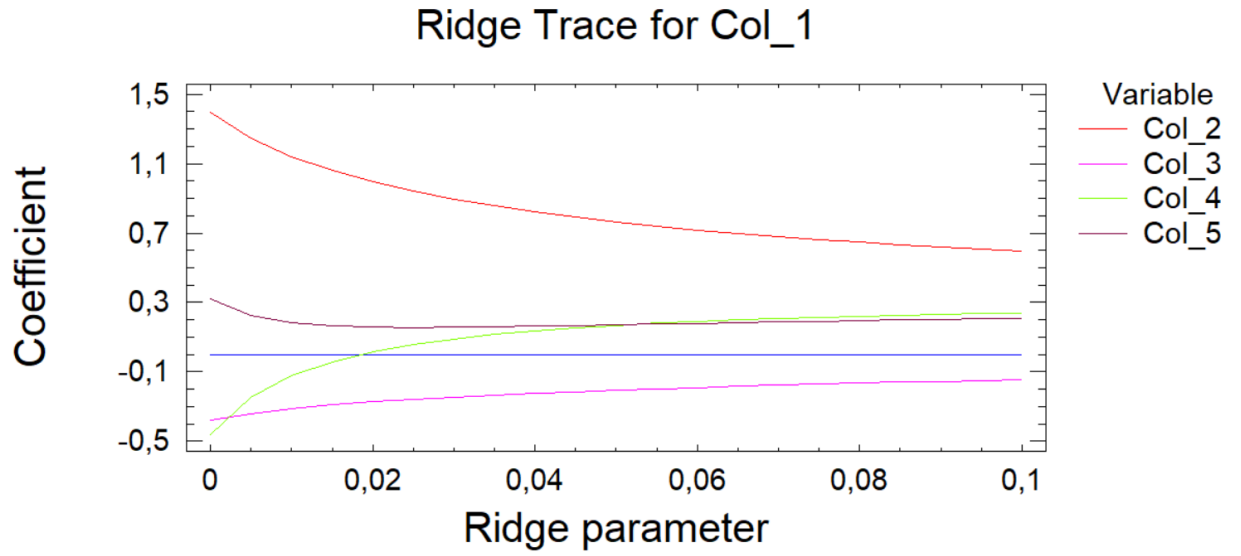


Рис И.1. Графік розподілу коефіцієнтів регресії

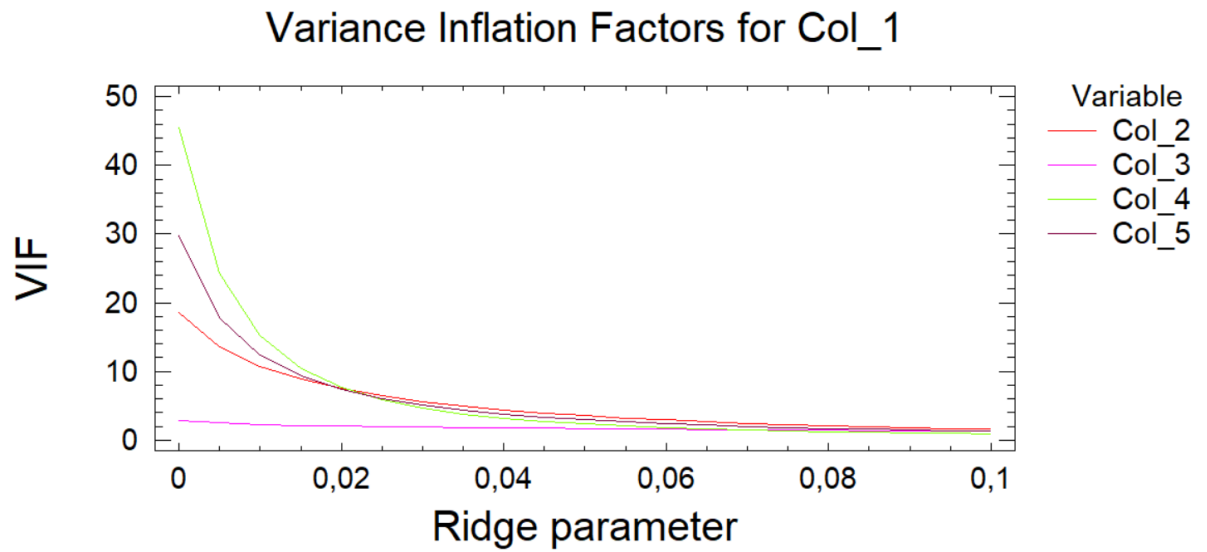


Рис И.2. Графік розподілу факторів дисперсії

Таблиця II.2

Фактори дисперсії регресійної моделі

Variance Inflation Factors					
Ridge Parameter	Col_2	Col_3	Col_4	Col_5	R-Squared
0,0	18,6275	2,88838	45,4284	29,8081	99,00
0,005	13,5941	2,50038	24,2899	17,8899	97,98
0,01	10,7363	2,2882	15,1763	12,3869	97,18
0,015	8,83494	2,14603	10,4298	9,30174	96,51
0,02	7,45887	2,03906	7,64516	7,35329	95,93
0,025	6,41127	1,95266	5,87132	6,02117	95,41
0,03	5,58637	1,87959	4,67108	5,05803	94,94
0,035	4,92085	1,81582	3,82051	4,33234	94,51
0,04	4,37384	1,75891	3,19528	3,76803	94,12
0,045	3,91752	1,7073	2,72182	3,31818	93,74
0,05	3,53214	1,65991	2,35436	2,95231	93,39
0,055	3,20327	1,61597	2,06319	2,64976	93,06
0,06	2,92011	1,57493	1,82833	2,39609	92,74
0,065	2,67436	1,53637	1,63597	2,18084	92,44
0,07	2,4596	1,49995	1,47629	1,99633	92,14
0,075	2,27073	1,46542	1,34215	1,83673	91,86
0,08	2,1037	1,43258	1,22829	1,69759	91,59
0,085	1,95521	1,40124	1,13072	1,57542	91,33
0,09	1,8226	1,37127	1,0464	1,46748	91,08
0,095	1,70364	1,34255	0,972972	1,37155	90,83
0,1	1,59651	1,31497	0,908577	1,28586	90,59

The StatAdvisor

This table shows the variance inflation factors for each of the coefficients in the regression model. The variance inflation factors measure how much the variance of the estimated coefficients is inflated relative to the case when all of the independent variables are uncorrelated. As the ridge parameter is increased from 0.0, the VIFs often decrease dramatically at first but then become relatively stable. A good value for the ridge parameter is the smallest value after which the VIF's change slowly. This is admittedly subjective, but the plot of the VIFs available on the list of Graphical Options

Коефіцієнти регресії

Regression Coefficients				
Ridge Parameter	Col_2	Col_3	Col_4	Col_5
0,0	0,0000126357	-0,0000214405	-0,00000282757	0,0000115916
0,005	0,0000112806	-0,0000191734	-0,00000152059	0,00000811868
0,01	0,00001033	-0,000017596	-7,63078E-7	0,00000660545
0,015	0,00000960191	-0,0000163817	-2,67165E-7	0,00000592394
0,02	0,00000901589	-0,0000153911	8,31467E-8	0,00000564408
0,025	0,00000852901	-0,0000145524	3,4377E-7	0,00000557278
0,03	0,00000811541	-0,000013824	5,45066E-7	0,00000561388
0,035	0,00000775818	-0,0000131794	7,04991E-7	0,000005716
0,04	0,00000744561	-0,0000126007	8,34868E-7	0,00000585031
0,045	0,00000716923	-0,0000120754	9,42207E-7	0,00000600013
0,05	0,00000692269	-0,000011594	0,00000103219	0,00000615557
0,055	0,00000670113	-0,0000111496	0,00000110852	0,00000631075
0,06	0,00000650072	-0,0000107368	0,00000117391	0,00000646221
0,065	0,00000631842	-0,0000103511	0,00000123039	0,00000660792
0,07	0,00000615175	-0,00000998925	0,00000127953	0,0000067468
0,075	0,00000599869	-0,00000964827	0,00000132254	0,00000687835
0,08	0,00000585756	-0,00000932586	0,00000136039	0,00000700241
0,085	0,00000572694	-0,00000902006	0,00000139385	0,00000711905
0,09	0,00000560565	-0,0000087292	0,00000142355	0,00000722849
0,095	0,00000549268	-0,00000845188	0,00000144999	0,00000733103
0,1	0,00000538715	-0,00000818687	0,00000147361	0,000007427
The StatAdvisor				
This table shows the estimated regression coefficients for values of the ridge parameter between 0,0 and 0,1. As the ridge parameter is increased from 0,0, the coefficients often change dramatically at first but then become relatively stable. A good value for the ridge parameter is the smallest value after which the estimates change slowly. This is admittedly subjective, but the ridge trace available on the list of Graphical Options may help you make a good choice. To change the range of ridge parameters examined, press the alternate mouse button and select Analysis Options.				

Таблиця И.4

Стандартизовані коефіцієнти регресії

Standardized Regression Coefficients				
Ridge Parameter	Col_2	Col_3	Col_4	Col_5
0,0	1,39483	-0,381906	-0,460196	0,322744
0,005	1,24525	-0,341523	-0,24748	0,226047
0,01	1,14031	-0,313427	-0,124194	0,183914
0,015	1,05994	-0,291797	-0,043482	0,164939
0,02	0,995247	-0,274152	0,0135324	0,157147
0,025	0,941501	-0,259213	0,0559497	0,155162
0,03	0,895844	-0,246238	0,0887113	0,156306
0,035	0,85641	-0,234756	0,11474	0,15915
0,04	0,821907	-0,224449	0,135878	0,162889
0,045	0,791398	-0,215091	0,153347	0,167061
0,05	0,764183	-0,206516	0,167992	0,171388
0,055	0,739725	-0,198601	0,180415	0,175709
0,06	0,717602	-0,191247	0,191057	0,179926
0,065	0,697478	-0,184378	0,20025	0,183983
0,07	0,67908	-0,177932	0,208248	0,18785
0,075	0,662184	-0,171858	0,215248	0,191513
0,08	0,646605	-0,166116	0,221409	0,194967
0,085	0,632186	-0,160669	0,226854	0,198215
0,09	0,618797	-0,155488	0,231687	0,201262
0,095	0,606326	-0,150548	0,235991	0,204117
0,1	0,594677	-0,145828	0,239835	0,206789

The StatAdvisor. This table shows the standardized regression coefficients for values of the ridge parameter between 0,0 and 0,1. These are the coefficients of the regression model when the variables are expressed in standardized form. As the ridge parameter is increased from 0,0, the coefficients often change dramatically at first but then become relatively stable. A good value for the ridge parameter is the smallest value after which the estimates change slowly. This is admittedly subjective, but the ridge trace available on the list of Graphical Options may help you make a good choice. To change the range of ridge parameters examined, press the alternate mouse button and select Analysis Options.

Додаток К

СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ

У наукових фахових виданнях України, які входять до міжнародних наукометричних баз:

1. Береславська О. І., Леснік Т. М. Інституційне середовище валютного ринку України та його еволюційний розвиток. *Збірник наукових праць Державного податкового університету: електронне наукове видання*. № 1. 2022. с. 57-75. DOI: <https://doi.org/10.33244/2617-5940.1.2022.57-75>. URL: <https://ojs.dpu.edu.ua/index.php/dpujournal/article/view/4> (0,75 д. а., особисто автору належить 0,5 д. а.: визначено інституційні основи формування валютного ринку та проаналізовано становлення валютного ринку України, на основі цього виділено сім етапів становлення валютного ринку України).
2. Леснік Т. М. Вплив макроекономічних показників на курс національної валюти: регресійний аналіз. *Науковий вісник Мукачівського державного університету. Серія «Економіка»*. 2017. Випуск 2. с. 177-182. URL: [https://economics-msu.com.ua/web/uploads/pdf/Scientific%20Bulletin%20of%20MSU.%20Series%20Economics_2017_Issue_2\(8\)_177-182.pdf](https://economics-msu.com.ua/web/uploads/pdf/Scientific%20Bulletin%20of%20MSU.%20Series%20Economics_2017_Issue_2(8)_177-182.pdf) (0,5 д. а.).
3. Леснік Т. М. Оцінка стану валютної безпеки України. *Збірник наукових праць Університету державної фіскальної служби України: електронне наукове видання*. 2017. № 2. с. 228 – 241. URL: <https://www.nusta.edu.ua/wp-content/uploads/2016/11/%D0%97%D0%B1%D1%96%D1%80%D0%BD%D0%B8%D0%BA-%E2%84%96-2-2017.pdf> (0,5 д. а.).
4. Леснік Т. М. Особливості регулювання валютного ринку України в період фінансових криз. *Міжнародний науковий журнал «Інтернаука». Серія «Економічні науки»*. 2023. №10. DOI: <https://doi.org/10.25313/2520-2294-2023-10-9228>. URL: <https://www.inter-nauka.com/issues/economic2023/10/9228> (0,5 д. а.).

**Публікації у збірниках матеріалів наукових та
науково-практичних конференцій:**

5. Lesnik T. M. Current issues of exchange rate regime choice of Ukraine. *Economic and Legal Development of Ukraine under Conditions of Postindustrial Society: 16th All-Ukrainian Scientific and Practical Conference for Students and Cadets. University of State Fiscal Service of Ukraine, 2017, p. 49-51. (0,1 д. а.).*
6. Леснік Т. М. Актуальні питання вибору валютного режиму України. *Теоретична та практична концептуалізація розвитку фінансово-кредитних механізмів в умовах нової соціально-економічної реальності: збірник матеріалів Міжнародної науково-практичної конференції. Ірпінь: Видавництво УДФСУ. 2017. с. 317-321. (0,2 д. а.).*
7. Леснік Т. М. Обмінний курс гривні в системі макроекономічних показників. *Європейський вектор модернізації економіки: креативність, прозорість та сталий розвиток: збірник матеріалів X Ювілейної Міжнародної науково-практичної конференції. Харків: ХНУБА. 2018. с. 68-71. (0,2 д. а.).*
8. Леснік Т. М. Фінансова доларизація: причини та наслідки. *Фінансова система країни: тенденції та перспективи розвитку: збірник матеріалів IX Міжнародної науково-практичної інтернет-конференції. Видавництво Національного університету «Острозька академія». 2022. с. 76-80. (0,2 д. а.).*

Акти впровадження результатів дослідження



ПУБЛІЧНЕ АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО
КОМЕРЦІЙНИЙ БАНК «ПРИВАТБАНК»

Юридична адреса:

вул. Грушевського, 1Д, м. Київ, 01001, Україна

Адреса для зв'язків та листування:

вул. Набережна Перемоги, 50,

м. Дніпро, 49094, Україна

Телефони: **3700** (безкоштовно з мобільного)

(056) 735 32 82

www.pb.ua

e-mail: help@pb.ua

від №

на № від

Від 23.01.2023 №Е.08.0.0.0/4-230109/8966

На № 1

Зовнішня кореспонденція (АТ КБ "ПриватБанк", UA)

ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційного дослідження

на здобуття наукового ступеня доктора філософії за спеціальністю

072 – фінанси, банківська справа та страхування

Леснік Тетяни Миколаївни

Довідка видана Леснік Тетяні Миколаївні, аспірантці кафедри фінансових ринків та технологій Державного податкового університету, про те, що результати дисертаційного дослідження знайшли своє відображення у практичній діяльності банку. Пропозиції Леснік Т. М. були враховані банком при розробці методики визначення валютної безпеки банку. Для визначення рівня валютної безпеки запропоновано використовувати метод розрахунку інтегрального показника валютної безпеки, який здійснюється відповідно до «Методичних рекомендацій щодо розрахунку рівня економічної безпеки України».

Керівник Луцького відділення №18
АТ КБ "ПриватБанк"



Гочачко І. Ф.

«ЗАТВЕРДЖУЮ»

В.о. проректора з наукової роботи
Державного податкового університету,
к.е.н., доцент, с.н.с.

Олександра СМІРНОВА

«26» вересня 2023 року

АКТ

впровадження результатів дисертаційного дослідження

Комісія у складі: завідувача кафедри д.е.н., професора Береславської О. І., декана факультету фінансів та цифрових технологій д.е.н., професора Корнєєва В. В., начальника відділу організації та супроводження наукової діяльності Новицького С. В. склали цей акт про те, що у ході виконання науково-дослідної роботи на тему «Державні запозичення в системі публічних фінансів» (термін виконання 2021-2025 рр., державний реєстраційний номер № 0121U109588), яка виконується кафедрами фінансових ринків та технологій та публічних фінансів Державного податкового університету, були використані матеріали дисертаційного дослідження Леснік Тетяни Миколаївни на тему «Вплив фінансової нестабільності на валютний ринок України».

Наукові розробки Леснік Т. М. були використані для підготовки п. «Державні запозичення на фінансових ринках», який виконується у 2023 році відповідно до програми НДР.

Комісія вважає, що наукову цінність становить розроблення науково-методичного підходу до оцінки рівня валютної безпеки на основі доповнення новим показником «співвідношення державного та гарантованого державою боргу до ВВП», який показав тісний зв'язок з основними показниками валютного ринку.

Практичну цінність складають рекомендації щодо посилення валютної безпеки на основі проведення кореляційно-регресивного аналізу з такими показниками, як: обсяг короткострокового зовнішнього боргу/обсягу міжнародних резервів, дефіцит торговельного балансу/ВВП, дефіцит рахунку поточних операцій/ВВП, обсяг міжнародних резервів/М2.

Завідувач кафедри фінансових ринків
та технологій, д.е.н., професор

Олена БЕРЕСЛАВСЬКА

Декан факультету фінансів та цифрових
технологій, д.е.н., професор

Володимир КОРНЄЄВ

Начальник відділу організації
та супроводження наукової діяльності

Сергій НОВИЦЬКИЙ