

О. В. Дзюблюк

**ВАЛЮТНА ПОЛІТИКА ЯК ФАКТОР  
МАКРОЕКОНОМІЧНОЇ СТАБІЛІЗАЦІЇ**

Валютна політика є ключовим важелем впливу на динаміку економічних процесів, тому обрання її правильної стратегії виступає обов'язковою умовою забезпечення ефективності не лише зовнішньоекономічних відносин, а й банківського сектору, грошової системи та всього національного господарства. У статті проаналізовано особливості реалізації валютної політики в Україні в період розгортання кризових явищ на фінансовому ринку, що супроводжувалось офіційною відмовою центрального банку від підтримки обмінного курсу та призвело до посилення девальваційного тиску на національну валюту. Розглянуто негативні наслідки знецінення гривні з точки зору дезорганізації зовнішньоекономічної діяльності, підризу довіри до національної валюти, розвитку інфляційних процесів, макроекономічної дестабілізації та значних збитків банківської системи. Оцінено дієвість адміністративних заходів валютної політики НБУ і встановлено їх спрямованість переважно на штучне обмеження попиту на іноземну валюту та сприяння розвитку "чорного" валютного ринку. Підкреслено недостатню ефективність періодичних втручань центрального банку в роботу валютного ринку шляхом здійснення валютних інтервенцій. Обґрунтовано, що пріоритетним напрямом валютної політики має бути вибір оптимального режиму обмінного курсу гривні, котрий пропонується у вигляді валютного коридору, межі якого слугують сигналом для учасників ринку в ролі номінального якоря валютної політики при чітких зобов'язаннях із боку центрального банку щодо його дотримання. Такий режим якнайповніше відповідає національним інтересам і особливостям відкритої економіки України та сприяє нормалізації роботи банківського сектору й досягненню макроекономічної стабілізації.

**Ключові слова:** валютна політика, обмінний курс, центральний банк, девальвація, процентна ставка, інфляція, банківський сектор, національна валюта.

Рис. 3. Табл. 4. Літ. 16.

А. В. Дзюблюк

**ВАЛЮТНАЯ ПОЛИТИКА КАК ФАКТОР  
МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ СТАБИЛИЗАЦИИ**

Валютная политика является ключевым рычагом влияния на динамику экономических процессов, поэтому избрание ее правильной стратегии выступает обязательным условием обеспечения эффективности не только внешнеэкономических отношений, но и банковского сектора, денежной системы и всего национального хозяйства. В статье проанализированы особенности реализации валютной политики в Украине в период разворачивания кризисных явлений на финансовом рынке, что сопровождалось официальным отказом центрального банка от поддержки обменного курса и привело к усилению девальвационного давления на национальную валюту. Рассмотрены негативные последствия обесценивания гривны с точки зрения дезорганизации внешнеэкономической деятельности, подрыва доверия к национальной валюте, развития инфляционных процессов, макроекономической дестабилизации и значительных убытков банковской системы. Оценена действенность административных мер валютной политики НБУ и установлена их направленность преимущественно на искусственное ограничение спроса на иностранную валюту и содействие развитию "черного" валютного рынка. Подчеркнута недостаточная эффективность периодических вмешательств центрального банка в работу валютного рынка путем осуществления валютных интервенций. Обосновано, что приоритетным направлением валютной политики должен быть выбор оптимального режима обменного курса гривны, который предлагается в виде валютного коридора, границы которого служат сигналом для участников рынка в роли номинального якоря

© Дзюблюк О. В., 2016

валютної політики при чітких зобов'язаннях со стороны центрального банку по его соблюдению. Такой режим наиболее полно соответствует национальным интересам и особенностям открытой экономики Украины и способствует нормализации работы банковского сектора и достижению макроэкономической стабилизации.

**Ключевые слова:** валютная политика, обменный курс, центральный банк, девальвация, процентная ставка, инфляция, банковский сектор, национальная валюта.

Oleksandr Dzyublyuk

### FOREIGN EXCHANGE POLICY AS A MACROECONOMIC STABILIZATION FACTOR

*Foreign exchange policy should be seen as a key lever of influence on the dynamics of economic processes, and thus the choice of the right policy strategy is a prerequisite for the effectiveness not only of foreign economic relations but also the banking sector, the monetary system and the entire national economy. The article analyzes the features of the implementation of foreign exchange policy in Ukraine during the development of the crisis in the financial market, which was accompanied by the official refusal of the central bank to support the exchange rate and led to increased devaluation pressure on the national currency. The research includes consideration of the negative effects of the hryvnia devaluation in terms of disruption of foreign trade, undermining confidence in the national currency, growth of inflation, macroeconomic instability and significant losses of the banking system. The article evaluates the effectiveness of administrative measures of the National Bank's foreign exchange policy and identifies their focus mainly on artificial limit demand for foreign exchange and promotion of "black" currency market. The analysis emphasizes insufficient efficacy of periodic central bank currency intervention on the foreign exchange market. It is proved that the priority of exchange policy should be the choice of optimal exchange rate regime, which is proposed in the form of the exchange rate corridor whose limits serve as a signal for market participants as the nominal anchor of currency policy with a clear commitment by the central bank on its implementation. This regime mostly fits the national interest and features of an open economy of our country and contributes to the normalization of the banking sector and macroeconomic stabilization.*

**Keywords:** foreign exchange policy, exchange rate, the central bank, devaluation, interest rate, inflation, the banking sector, national currency.

**JEL classification:** E42, E50, E59, F31.

Негативні тенденції розвитку вітчизняної економіки в останні роки великою мірою зумовлені впливом зовнішніх шоків, збройним конфліктом на Сході України, а також відсутністю реальних, ефективних зрушень у реформуванні інституційних засад функціонування господарських відносин. З огляду на це держава не може достатньою мірою протистояти викликам сьогодення через економічну політику, адже вразливість національної господарської системи до зовнішніх і внутрішніх шоків визначається також тим, як на них реагує монетарна влада країни, проводячи грошово-кредитну й валютну політики. У зв'язку з активним впливом глобалізації на національні економіки валютні відносини відіграють головну роль у формуванні соціально-економічних умов розвитку кожної країни та позиціонуванні її місця у світі, тому саме валютна політика виступає ключовим важелем впливу на динаміку економічних процесів.

Стратегічним завданням українського уряду є нівелювання наслідків негативних явищ і процесів, таких як посилення ринкової й валютної волатильності, поширення дестабілізації з одного сектору фінансового ринку на інші, інтенсифікація руху міжнародного спекулятивного капіталу, порушення

нормальної діяльності фінансових і товарних ринків за високої спекулятивної активності. Зважаючи на відкритість національної економіки та поширюваність кризових процесів насамперед через фінансові ринки й банківську систему, головним способом протидії глобальним ризикам стає ефективна валютна політика, через котру держава може впливати не лише на зовнішньо-економічну активність, а й на всі господарські процеси й таким чином сприяти досягненню макроекономічної стабілізації.

Отже, обрання правильної стратегії валютної політики є чи не найважливішим чинником забезпечення стійкого економічного розвитку України в контексті ефективної роботи фінансового сектору. Вона має розроблятися таким чином, щоб якомога краще відповідати на зовнішні й внутрішні виклики.

Питанням монетарного регулювання й діяльності центрального банку присвячено праці багатьох вітчизняних і зарубіжних економістів, зокрема С. М. Аржевітіна, А. А. Гриценка, А. І. Даниленка, В. В. Зимовця, В. І. Міщенко, С. В. Міщенко, В. С. Стельмаха, Дж. Тобіна, Е. Хансена, Дж. Хаммонд, О. Є. Шпенюк [1–8] та ін. Однак наразі важливо з'ясувати, чи відповідає валютна політика, що проводилася Національним банком України в останні роки, викликам сьогодення та чим вона була насправді: засобом розв'язання нагальних проблем чи однією з їх причин. Відповідь на це питання видається вкрай важливою з огляду на потужний вплив зазначеної політики на всі макроекономічні процеси та є метою статті.

З 2014 р. в Україні було запроваджене державне регулювання валютних відносин, що ознаменувалося переходом НБУ до плаваючого валютного курсу, який передбачав відмову від масованих валютних інтервенцій. Це викликало ажіотажний попит на іноземну валюту, посилення девальваційного тиску на гривню та зміни у структурі іноземних активів і зобов'язань самого центрального банку. Такий поворот валютної політики не міг не позначитися на всій господарській системі нашої країни, запустивши причинно-наслідковий механізм незворотних і негативних зрушень як у банківській системі, так і в реальному секторі економіки.

Безперечно, девальвація гривні значною мірою спричинена уповільненням темпів світового економічного зростання та “охолодженням” кон'юнктури на сировинних ринках, на котрі зорієнтовано продукцію українських експортерів, — металургії, хімічної промисловості, АПК, тобто насамперед виробників товарів із низькою доданою вартістю, ціни на які найбільше зазнають коливань на світових ринках. Зменшення обсягів експортних надходжень разом із ускладненням доступу на міжнародні ринки запозичень, впливом капіталу та переважанням у структурі внутрішнього споживання імпоротної складової є факторами нарощування від'ємного сальдо платіжного балансу з усіма негативними наслідками щодо девальваційного тиску на національну валюту (табл. 1).

У результаті в 2013 р., що безпосередньо передував розгортанню кризи в Україні, нагромадився істотний дисбаланс у зовнішньоторговельних

Таблиця 1. Динаміка показників зовнішньоекономічної діяльності та платіжного балансу України, млн дол. США

Показники	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Сальдо платіжного балансу	-3 016	-10 233	-14 335	-16 518	-4 596	-176
Експорт товарів	47 299	62 383	64 427	59 106	50 552	35 428
Імпорт товарів	56 896	80 414	86 273	81 234	57 680	38 737
Зведений платіжний баланс	5 031	-2 455	-4 175	2 023	-13 307	849
Офіційний курс гривні до долара США, встановлений НБУ, на кінець періоду, за 100 дол.	796,17	798,98	799,30	799,30	1 576,86	2 400,07

*Джерело:* Статистика зовнішнього сектору / Нац. банк України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?showHidden=1&art\\_id=65613&cat\\_id=44446](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?showHidden=1&art_id=65613&cat_id=44446).

відносинах, за якого дефіцит поточного рахунку сягнув понад 16 млрд дол. США. Зрештою НБУ відмовився від активного впливу на динаміку валютного курсу та обрав за головний орієнтир монетарної політики інфляційне таргетування. При цьому постає питання: чи були в центрального банку вагомні підстави для такої різкої зміни цільових орієнтирів грошово-кредитного регулювання, коли валютний курс було визнано неважливим для побудови макроекономічної кон'юнктури й навіть заявлено, що НБУ взагалі не відповідає за його формування [9]. Очевидно, що подальший розвиток подій у банківській системі та реальному секторі засвідчив, м'яко кажучи, передчасність окремих рішень центрального банку щодо зміни спрямованості валютної політики.

Переорієнтація останньої з підтримки стабільного валютного курсу на його формування нібито під дією ринкових сил призвела, по суті, не до рівномірних коливань обмінного курсу відповідно до попиту й пропозиції, як декларувалося регулятором, а до його різкого падіння, причому тривалий період порівняної рівноваги на валютному ринку змінився дестабілізацією, котра проявилася в триразовій девальвації гривні (рис. 1). І хоча її фундаментальні чинники накопичувались упродовж кількох останніх років, які передували кризі (а не лише зумовлені змінами курсоутворення НБУ в поточний період), не можна не помітити, що така валютна політика, котра мала би бути ключовим інструментом макроекономічної стабілізації, на практиці призвела до розгортання протилежного явища — дестабілізації як банківського сектору, так і всієї економіки.

Саме дестабілізацію валютного ринку на початку 2014 р. слід вважати головною причиною масового вилучення вкладів населення з банківських установ. Тільки за той рік обсяг депозитів домашніх господарств у національній валюті в банківській системі зменшився на 57 млрд грн, а в іноземній — майже на 10 млрд дол. У 2015 р. вилучення вкладів тривало, хоч і повільнішими темпами — усього їх поменшало більш ніж на 7 млрд грн. При цьому обсяг депозитів у іноземній валюті скоротився на 5 млрд дол. (табл. 2). Очевидно, що стрімка й не контрольована центральним банком девальвація



Таблиця 2. Динаміка окремих показників фінансового ринку в Україні протягом 2012—2016 рр.

Показники	2012	2013	2014	2015	2016*
Офіційний курс гривні до долара США, встановлений НБУ, на кінець періоду, за 100 дол.	799,30	799,30	1 576,86	2 400,07	2 485,44
Девальвація, %	-0,04	0	-97,3	-52,2	-3,5
Депозити домашніх господарств, разом, млрд грн	369,26	441,95	418,14	410,90	422,45
Депозити домашніх господарств у національній валюті, млрд грн	186,77	257,83	200,86	198,88	203,73
Депозити домашніх господарств у іноземній валюті, млрд грн	182,49	184,12	217,28	212,02	218,72
млрд дол.	22,83	23,04	13,78	8,83	8,80

\* Дані за перше півріччя 2016 р.

Джерело: Грошово-кредитна і фінансова статистика. Червень 2016 / Нац. банк України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=34438241>.

гривні спонукає суб'єктів ринку вберегти свої заощадження від знецінення шляхом вилучення їх із банків. Відтак підприємства й населення намагаються перетворити ці кошти на певний актив, передусім у вигляді іноземної валюти, вартість якої істотно не знижуватиметься з плином часу, що чинить додатковий девальваційний тиск на національну валюту.

Разом із тим стабілізація на певному рівні обмінного курсу спричиняє приплив коштів на банківські рахунки. Як показують дані табл. 2, в першому півріччі 2016 р. коштів на банківських рахунках дещо побільшало, що свідчить про стабілізацію ситуації на валютному ринку та домінування впливу динаміки обмінного курсу на стабільність функціонування всього банківського сектору країни. Таким чином, валютний курс виступає ключовим фактором формування довіри з боку населення до національної грошової одиниці. Тому всі намагання відвернути суспільну увагу в бік показників інфляції не дають жодного ефекту: механізм курсоутворення залишається головним чинником довіри до гривні, а отже, й до банківських установ із точки зору оцінки можливостей розміщення в них заощаджень та збереження їхньої вартості на порівняно стабільному рівні.

Утім, проблема негативних наслідків девальвації є значно глибшою. Так, відплив банківських депозитів зумовив зниження ліквідності багатьох комерційних банків, змусивши їх звернутися по кредити рефінансування до центрального банку. Загальний обсяг таких кредитів тільки у 2014 р. сягнув 222,26 млрд грн, у т. ч. 115,6 млрд на термін понад 30 календарних днів [10]. Станом на 1 січня 2015 р. загальний обсяг заборгованості за кредитами рефінансування НБУ становив 109 млрд грн, що не могло не позначитися на динаміці обмінного курсу гривні, виступаючи додатковим фактором дестабілізації валютного ринку й посилення девальвації. Між тим уникнення такого істотного знецінення гривні виключило би потребу в масованому рефінансуванні банків, а отже, активізації емісійного механізму ліквідації збитків.

Варто наголосити, що девальвація національної валюти призводить не лише до дестабілізації валютного ринку, а й вагоміших соціально-економічних наслідків, зокрема зuboжіння широких верств населення через зростання цін та зменшення реальних доходів у гривні. Це, у свою чергу, спричиняє зниження купівельної спроможності на ринку та, відповідно, обороту й обсягів реалізації продукції в основних галузях внутрішньої торгівлі. У площині функціонування фінансового сектору ці тенденції означають труднощі в позичальників банків — фізичних осіб і підприємств — із обслуговуванням їхніх кредитних зобов'язань перед банківськими установами, в котрих у результаті виникають проблеми з ліквідністю й капіталізацією, що призводить до збитковості банківської системи загалом (табл. 3).

Дані табл. 3 свідчать, що, попри номінальне збільшення кредитного портфеля, зумовлене передусім зростанням кредитів у іноземній валюті внаслідок їх перерахунку за новим курсом гривні, частка простроченої заборгованості неухильно підвищувалася й наразі становить практично чверть усіх кредитів, хоча за неофіційними оцінками їхня частка переважає половину кредитних вкладень банків. Як наслідок, банки впродовж останніх двох років були змушені різко збільшити відрахування до резервів за активними операціями, отже, зростала й величина їхніх власних витрат, що не могло не позначитися на результативності банківського бізнесу загалом у вигляді чистих збитків — від 1,5 млрд грн прибутку у 2013 р., котрий передував кризі, до понад 50 і майже 70 млрд грн збитків у 2014 та 2015 рр. відповідно. Це також призвело до падіння всіх інших показників роботи банків, зокрема рентабельності капіталу й активів.

Таблиця 3. Динаміка окремих показників функціонування комерційних банків в Україні протягом 2013—2016 рр. (станом на 1 січня)

Показники	2013	2014	2015	2016	2016*
Кількість діючих банків, од.	176	180	163	117	102
Усього кредитів, наданих комерційними банками, млн грн	815 327	911 402	1 006 358	965 093	985 811
Частка простроченої заборгованості за кредитами в їх загальній сумі, %	8,9	7,7	13,5	22,1	24,1
Резерви за активними операціями банків, млн грн	141 319	131 252	204 931	321 303	315 373
Результат діяльності банків — чистий прибуток (збиток), млн грн	4 899	1 436	-52 966	-66 600	-9 183
Рентабельність, %:					
активів	0,45	0,12	-4,07	-5,46	-1,45
капіталу	3,03	0,81	-30,46	-51,91	-14,40
Офіційний курс гривні до долара США, встановлений НБУ, на кінець періоду, за 100 дол.	799,30	799,30	1 576,86	2 400,07	2 485,44

\* Станом на 1 липня.

*Примітка.* У показниках за 2016 р. не враховано дані по неплатоспроможних банках.

*Джерело:* Грошово-кредитна і фінансова статистика. Червень 2016 / Нац. банк України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=34438241>.

Через підвищення рівня збитків по банківській системі в цілому та, як наслідок, вплив депозитів і неплатоспроможність позичальників чимала частина банків опинилася на межі банкрутства. Число діючих банків за два з половиною роки від початку кризи скоротилося майже вдвічі, таким чином структура вітчизняної банківської системи зазнала кардинальних змін, що призвело до масштабної втрати коштів юридичними й фізичними особами — клієнтами цих банків. Саме тому, що значна частина активів і пасивів банківської системи України номінована в іноземній валюті, девальваційний шок для банків був настільки сильним, що спричинив збитковість діяльності, втрату капіталу, припинення платежів, порушення економічних нормативів, а в кінцевому підсумку — банкрутство та закриття багатьох банків і виведення їх із ринку.

Більше того, девальваційна валютна політика центрального банку, по суті, підірвала макроекономічну стабільність загалом. Падіння курсу гривні зумовило подорожчання й різке зменшення імпорту. За 2014 р. імпорт скоротився на 29 %, за 2015 р. — на 33 %, а експорт — відповідно на 15 і 30 % (табл. 4). У результаті помітно зросли ціни на імпортовану продукцію, передусім паливно-мастильні матеріали, а також транспортні витрати, що не могло не позначитися на цінній динаміці практично всіх товарних груп. При цьому слід чітко розуміти недостатню обґрунтованість оцінки центрального банку, згідно з якою “перехід до політики гнучкого курсоутворення зумовив близьке до нуля сальдо зведеного платіжного балансу” [11]. Насправді девальвація гривні не спричинила лінійної залежності імпорту від експорту. Експорт теж скорочувався, хоч і нижчими темпами, що сприяло досягненню рівноваги. Особливо відчутно зменшився імпорт товарів інвестиційного попиту.

Отже, якщо скорочення імпорту безпосередньо викликане зниженням курсу гривні, а його темпи значно випереджають темпи виробничого спаду, то є всі підстави вважати його скорочення не наслідком, а причиною економічного спаду. Крім того, чим вища інтегрованість національного господарства у світову економіку, тим більше зростає частка імпорту товарів, увезення яких є об’єктивною потребою. Таким чином, зміни динаміки обмінного курсу далеко не завжди зумовлюють відповідну трансформацію структури й обсягів експортно-імпортних операцій. Це означає, що імпортозаміщення не обов’язково матиме місце, оскільки девальвація сама по собі не створює об’єктивних передумов для конкуренції з імпортними товарами, адже реалізація цього потенціалу обмежена через неможливість задіяти всі виробничі потужності. До того ж послаблюються стимули для іноземних інвестицій та прискорюється підвищення цін на імпортоване обладнання, що не сприяє модернізації виробництва й тільки ускладнює ситуацію.

Падіння виробництва, низькі економічна активність підприємств та купівельна спроможність домогосподарств саме внаслідок значного зростання цін і девальвації національної валюти в кінцевому підсумку сприяли досягненню певної зовнішньоекономічної рівноваги, однак не завдяки відмові від



Таблиця 4. Динаміка окремих макроекономічних параметрів в Україні протягом 2010—2015 рр., % до відповідного періоду попереднього року

Показники	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Темпи зростання (+) / зниження (-):						
ВВП	4,1	5,2	0,3	0	-6,6	-9,9
експорту товарів	29,2	31,9	3,3	-8,3	-14,5	-29,9
імпорту товарів	35,5	41,3	7,2	-5,8	-29,0	-32,8
Індекс споживчих цін	109,1	104,6	99,8	100,5	124,9	143,3
Індекс цін виробників промислової продукції	118,7	114,2	100,3	101,7	131,8	125,4

Джерело: Національні рахунки / Держ. служба статистики України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: [www.ukrstat.gov.ua/](http://www.ukrstat.gov.ua/).

регулювання обмінного курсу, як стверджує керівництво центрального банку, а в результаті цінового шоку для суб'єктів ринку через перевищення темпів падіння імпорту над відповідним показником експорту. Тому можна стверджувати, що внаслідок девальваційного шоку українська економіка зазнала також відчутного інфляційного потрясіння з усіма негативними наслідками, котрі загострили проблему економічного спаду. До того ж істотні курсові коливання можуть спричинити не лише спад зовнішньоекономічної діяльності, який поширюватиметься на інші галузі економіки, а й розгортання інфляційних процесів через прагнення виробників товарів і послуг перекласти валютні ризики на кінцевого споживача шляхом підвищення цін, боротися з чим НБУ в межах політики таргетування інфляції вирішив за допомогою збільшення процентних ставок.

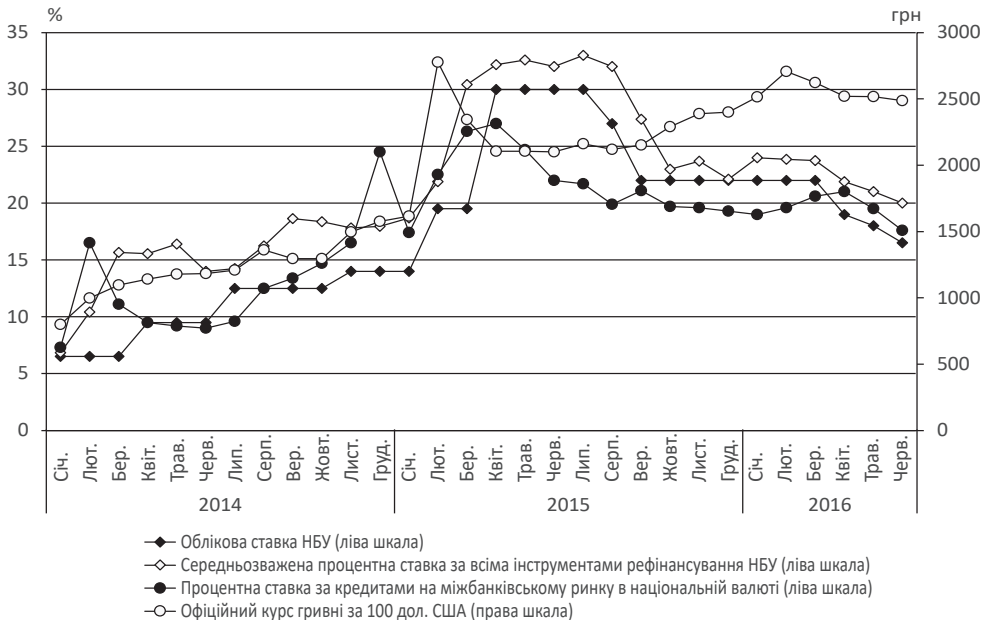
Між тим високі процентні ставки є ще одним фактором економічного спаду в Україні внаслідок практичної відсутності банківського кредитування реального сектору. Останнім часом керівництво центрального банку вважало, що інфляцію можна зменшити шляхом підвищення процентних ставок і обмеження грошової пропозиції, тобто, по суті, ринкового попиту. До того ж НБУ використовував як антикризові заходи на валютному ринку збільшення облікової ставки (з 6 лютого та з 4 березня 2015 р. відповідно до 19,5 і 30 % річних) із коригуванням процентних ставок за власними операціями з комерційними банками. При цьому керівництво центрального банку мало на меті зв'язати вільну ліквідність банків, щоб мінімізувати потенційний тиск на курс гривні та ціни [12]. Таким чином, процентні ставки, за задумом НБУ, повинні були стати інструментом не тільки антиінфляційної, а й валютної політики.

Однак подолати інфляцію шляхом обмеження попиту можна в тому разі, якщо вона викликана саме надлишковим попитом. Коли її причини інші, а в Україні це передусім девальвація національної валюти, то додаткові дії монетарної влади щодо скорочення попиту не так обмежать інфляцію, як негативно вплинуть на динаміку розвитку реального сектору. Крім того, насправді процентні ставки НБУ практично не впливають на ціну грошей і кон'юнктуру ні кредитного, ні валютного ринків (рис. 2).

За таких умов валютна політика НБУ зводилася до намагань припинити паніку та стабілізувати валютний ринок, що де-факто проявилось у сукупності рестрикційних адміністративних заходів, спрямованих на обмеження попиту на іноземну валюту й мінімізацію можливостей вивезення її за кордон. Проте ці заходи мали досить хаотичний і несистемний характер, а після запровадження певних обмежень невдовзі відбувалось їх скасування або пом'якшення, тому вони відображали більшою мірою запізнілу реакцію регулятора на поведінку ринку, ніж дії з метою запобігання й недопущення розгортання кризи.

Упродовж 2014 р. центральним банком було запроваджено:

- встановлення вимоги щодо обов'язкового продажу надходжень у іноземній валюті в розмірі спочатку 100 %, а згодом 75 % та 90-денного граничного строку розрахунків за операціями з експорту й імпорту товарів;
- обмеження на купівлю готівкової іноземної валюти спершу на рівні 15 тис., а потім 3 тис. грн у еквіваленті на день у розрахунку на одного клієнта;
- заборону на дострокове погашення валютних кредитів, отриманих від нерезидентів, як один із способів вивезення капіталу за кордон;
- обмеження видачі готівкової гривні з поточних і депозитних рахунків сумою 150 тис. грн на добу для одного клієнта, а також готівкової іноземної



Джерело: Облікова ставка Національного банку України / Нац. банк України [Електронний ресурс].— Режим доступу: [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=53647&cat\\_id=44580](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=53647&cat_id=44580); Грошово-кредитна та фінансова статистика / Нац. банк України [Електронний ресурс].— Режим доступу: [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=27843415&cat\\_id=44578#1](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=27843415&cat_id=44578#1).

**Рис. 2. Динаміка процентних ставок міжбанківського ринку та обмінного курсу гривні протягом 2014—2016 рр.**

валюти з рахунків клієнтів сумою 15 тис. грн на добу на одного клієнта в еквіваленті за офіційним курсом НБУ;

— зниження ліміту довгої відкритої валютної позиції банків до 1 %, що означає звуження їхніх можливостей купувати валюту для власних потреб;

— обмеження суми переказів фізичних осіб у іноземній валюті на рівні 15 тис. грн на місяць без підтверджувальних документів і 150 тис. грн на місяць за їх наявності;

— конвертацію в гривню будь-яких надходжень у іноземній валюті, що надійшли з-за кордону на користь фізичної особи — резидента.

Аналогічні заходи вживались і впродовж 2015 р., на початку котрого, знову ж таки незважаючи на попередні адміністративні обмеження, спостерігався стрибок обмінного курсу гривні (в лютому — 3001,01 грн за 100 дол. США). Зокрема, йдеться про такі основні заходи:

— зобов'язання банків для здійснення купівлі іноземної валюти на доручення клієнтів попередньо зараховувати кошти в гривнях на окремий аналітичний рахунок, з якого вони можуть бути перераховані не раніше третього дня з дати його поповнення;

— обмеження на купівлю безготівкових іноземних валют і банківських металів за гривні за власними операціями банку на день;

— заборона банкам надавати кредити в національній валюті, якщо їх забезпеченням слугують майнові права на кошти в іноземній валюті, що розміщені на рахунках у банках, а також купувати іноземну валюту для клієнтів, котрі мають кошти в іноземній валюті, розміщені на поточних і депозитних рахунках у банках;

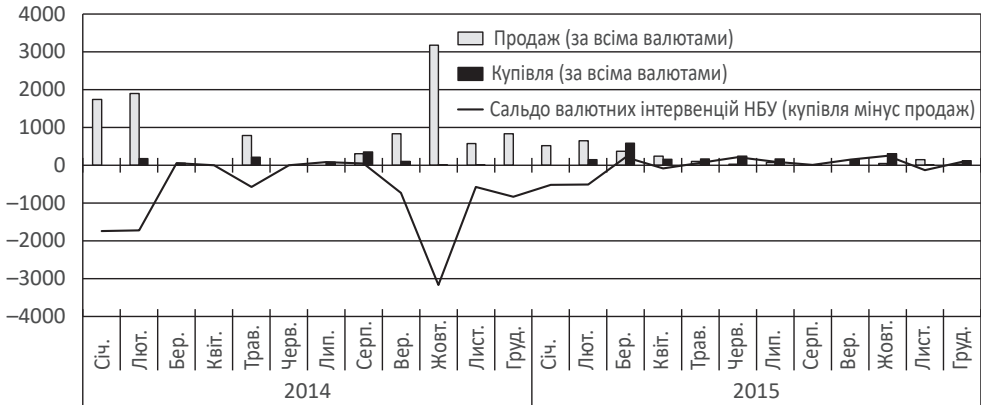
— обмеження видачі готівкових коштів у національній валюті через каси й банкомати сумою 300 тис. грн на добу для одного клієнта;

— запровадження акредитивної форми розрахунку для проведення платежів за імпортними контрактами клієнтів загальною вартістю понад 500 тис. дол. США;

— заборона авансових платежів за імпортними контрактами клієнтів загальною вартістю понад 50 тис. дол. США без відповідного підтвердження НБУ, а також переказу коштів у національній валюті на доручення нерезидентів, якщо кошти залучені у формі кредиту.

Утім, ці заходи валютної політики не сприяли досягненню макроекономічної стабілізації, що підтверджують дані табл. 4. На думку керівництва центрального банку, вони повинні були забезпечити гарантовану пропозицію іноземної валюти на міжбанківському валютному ринку, а також запобігти непродуктивному відпливу капіталу за межі України в умовах напруженої ситуації на грошово-кредитному й валютному ринках, а також нецільовому використанню іноземної валюти [13]. Особливо показовим у цьому плані є вживання в офіційному документі НБУ терміна “непродуктивний” стосовно відпливу капіталу, хоча не зовсім зрозуміло, якою економічною доцільністю

мають керуватись інвестори, зберігаючи свої вкладення в економіку країни, чия грошова одиниця протягом двох років тричі зазнає девальвації. Очевидно, що більш “продуктивним”, з точки зору регулятора, є вплив іноземної валюти з офіційних золотовалютних резервів у процесі валютних інтервенцій, які в період розгортання кризових явищ доволі часто не відповідали кінцевій меті стабілізації валютного курсу, тобто центральний банк виходив на ринок із купівлею тоді, коли потрібно з продажем, і навпаки (рис. 3).



Джерело: Статистика зовнішнього сектору / Нац. банк України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?showHidden=1&art\\_id=65613&cat\\_id=44446](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?showHidden=1&art_id=65613&cat_id=44446).

**Рис. 3. Інтервенції Національного банку України на міжбанківському валютному ринку у 2014—2015 рр., млн дол. США (в еквіваленті)**

Варто зауважити: в ті періоди, коли на міжбанківському валютному ринку формувалася невеликий надлишок пропозиції валюти, центральний банк навіть незначною сумою інтервенції з продажу валюти міг створити об'єктивні передумови для ревальвації гривні й стабілізації ринку, що стимулювало б власників валюти (передусім експортерів) продавати її. Натомість регулятор виходив на ринок із купівлею, тим самим завдаючи серйозної шкоди стабільності останнього. Адже придбання валюти НБУ, по суті, спонукало інші банки теж її скуповувати, що провокувало девальвацію гривні. Така ситуація склалася ще на початку розгортання кризи, наприклад у березні 2014 р., коли придбання центральним банком валюти на суму близько 50 млн дол. США спричинило підвищення курсу з 9 до 11 грн за 1 дол., та в липні того ж року, коли купівля ним 80 млн дол. призвела до перевищення курсом рівня 13 грн за 1 дол. Після цього довелося виправляти помилки шляхом виходу на ринок із продажем. Але зі зменшенням присутності НБУ на валютному ринку девальвація гривні одразу поновлювалася, що тривало й упродовж 2015 і 2016 рр.

Натомість, якби центральний банк за перших ознак нестабільності на валютному ринку вийшов із інтервенціями, чітко заявив про готовність

підтримувати стабільність обмінного курсу та одночасно вжив заходів щодо посилення валютного контролю й обмеження спекулятивної активності на валютному ринку, то дестабілізації, котра мала місце у 2014—2015 рр., можна було б уникнути. Крім того, якби НБУ виразно декларував свої наміри утримувати коливання валютного курсу в межах визначеного коридору, вслякко запобігав спекулятивним атакам на валютний ринок та не допускав безконтрольної емісії через кредити рефінансування й монетизацію державного боргу, то вочевидь можна було б уникнути стрімкого обвалу курсу гривні, навіть якби при цьому йому на початку розгортання кризи довелося б витратити частину резервів для стабілізації ринку. Між тим міжнародні резерви все одно витрачались, і в набагато більших обсягах, однак уже як запізнілі дії щодо стримування обвалу ринку попри істотну девальвацію.

Згідно з рис. 3, сальдо валютних інтервенцій НБУ було переважно від'ємним або близьким до нуля. Це вказує на помітне переважання в окремі періоди продажу іноземної валюти над її купівлею, що є закономірним наслідком різкого підвищення попиту на іноземну валюту в умовах наростання темпів девальвації гривні. Однак не варто думати, що інтервенції центрального банку в такий спосіб спрямовувалися на підтримку стабільності валютного курсу гривні. Як зазначено у звіті НБУ, в першому півріччі 2014 р. центральний банк продав на міжбанківському валютному ринку 4,4 млрд дол. США в еквіваленті (з них понад 51 % для підтримки платежів НАК “Нафтогаз України”), а в другому — двічі більше, 8,8 млрд дол. (у т. ч. 75 % для НАК “Нафтогаз України”) [13]. Отже, стабілізація обмінного курсу далеко не завжди була метою валютних інтервенцій регулятора, що підтверджується подальшим скуповуванням ним іноземної валюти до резервів, причому не обов'язково в разі надлишку пропозиції на валютному ринку, що слугувало додатковим фактором дестабілізації останнього.

Проте цілком очевидно, що нарощування валютних резервів не завжди є виправданим в умовах дестабілізації ситуації на валютному ринку. Набагато важливішим завданням слід вважати зміцнення курсу гривні як ключового чинника макроекономічної стабілізації, що мало б також стати поштовхом до зниження процентних ставок, активізації кредитування реального сектору, стимулювання інвестицій. Саме ці заходи здатні докорінно змінити економічну ситуацію, сприяючи відновленню довготривалого виробничого зростання незалежно від цін на експортну продукцію вітчизняного виробництва й валютних надходжень.

Окрім того, здійснювані валютні інтервенції нарівні із зазначеними валютними обмеженнями повинні були б стримувати спекулятивну активність на ринку та стабілізувати обмінний курс. Натомість ці заходи лише сприяли розвиткові “чорного” валютного ринку, оскільки штучно обмежували попит на іноземну валюту, а в підсумку, внаслідок принципової відмови центрального банку від політики валютно-курсової стійкості, призвели не до

стабілізації валютного курсу й урівноваження кон'юнктури валютного ринку, а тільки до гальмування девальваційних процесів після встановлення нового курсу гривні на вже значно нижчому рівні — і так далі, по низхідній.

Як бачимо, валютна політика НБУ в останні роки зводилася до намагання втримати обмінний курс за допомогою валютних інтервенцій у відповідь на волатильність ринку. При цьому в офіційному звіті регулятора наголошено, що він, незважаючи на адміністративні заходи, залишається прихильником гнучкого обмінного курсу, рівень котрого має визначатися фундаментальними економічними тенденціями, а запроваджені адміністративні обмеження мали на меті згладжування надмірних коливань обмінного курсу гривні, викликаних тимчасовими факторами, насамперед погіршенням очікувань населення та бізнесу [12]. Таким чином, волатильність обмінного курсу пов'язується центральним банком із негативними настроями суб'єктів ринку. При цьому не береться до уваги той факт, що ці настрої, власне, є результатом нечіткої політики НБУ щодо підтримання обмінного курсу, а формальне декларування переходу до інфляційного таргетування з відмовою від забезпечення стабільності на валютному ринку як зобов'язання центрального банку лише посилюють такі настрої. Адміністративні заходи тому й не дають належного ефекту, що очікування економічних агентів щодо майбутньої ситуації на валютному ринку ґрунтуються на попередніх непродуманих діях регулятора.

Головна причина нинішньої ситуації на валютному ринку полягає якраз у невпевненості суб'єктів господарювання й фізичних осіб у здатності та бажанні центрального банку вживати жорстких заходів із підтримки гривні. Крім того, безсистемне застосування адміністративних важелів для придушення попиту на валютному ринку є швидше гасінням пожежі, що вже розгорілася, та лише додає нестабільності й невизначеності функціонуванню ринкових механізмів загалом і валютного ринку зокрема. При цьому регулятор пояснює економічний спад, величезні збитки банківського сектору, високі темпи інфляції, триразову девальвацію, "втечу" капіталу, розбалансування зовнішньоекономічної діяльності, зниження інвестиційної активності та інші негативні тенденції розвитку вітчизняної економіки загостренням збройного конфлікту на Сході України чи глобальними економічними проблемами, а не прорахунками в реалізації валютної політики. А в офіційних документах НБУ незмінно підкреслюється, що запровадженню режиму інфляційного таргетування, за якого монетарна політика буде спрямована на забезпечення цінової стабільності замість фіксації обмінного курсу, немає альтернатив [12].

У кінцевому підсумку такий підхід до проведення валютної політики вкрай негативно позначається на розвитку бізнесу та можливостях будь-якої зовнішньоекономічної діяльності, пов'язаної з купівлею-продажем валюти. Навпаки, створюються умови для розгортання "чорного" валютного ринку, чому великою мірою сприяв перманентний дефіцит готівкової іноземної валюти та одночасно високий рівень попиту на неї з боку підприємств і

населення. Саме дефіцит є фундаментальною економічною причиною функціонування “чорного” ринку для кожного товару, в т. ч. іноземної валюти, й він існуватиме доти, доки буде можливість отримання додаткових доходів унаслідок перепродажу валюти — це об’єктивний закон ринку, котрий не змінити жодними адміністративними заходами.

Очевидно, що за нестабільності на валютному ринку не можна та не слід було декларувати перехід до вільно плаваючого валютного курсу, оскільки це, природно, викликало закономірний ажіотажний попит на іноземну валюту, спричинений намаганнями підприємств і населення здійснити широкомасштабну конвертацію гривневих коштів на валютні активи, відмова в подальшому зовнішньому фінансуванні й виведенням капіталу за кордон, що призвело до різкого падіння курсу гривні.

Хоча НБУ з лютого 2014 р. оголосив про перехід до гнучкого офіційного курсу гривні та припинення його підтримки шляхом проведення валютних інтервенцій, на практиці й надалі вдавався до них, а курс намагався стабілізувати нехай і на нижчому рівні. Можна погодитись із думкою С. Аржевітіна про існування в Україні двох монетарних режимів: де-юре, за якого формально проголошується дотримання політики інфляційного таргетування, та де-факто, при котрому для задоволення бюджетних потреб Міністерства фінансів України центральний банк намагається утримати курс в “домовленій” зоні доцільності, а це фактично неформальна ціль зі стабілізації валютного курсу гривні [1].

Така валютна політика регулятора вносить цілковиту невизначеність у процес формування ділових очікувань як підприємств, так і домашніх господарств, а також дестабілізує внутрішній валютний ринок. Адже, попри проголошене завдання щодо переходу до інфляційного таргетування й відмову від підтримки валютного курсу, НБУ зберігає низку жорстких валютних обмежень, а також періодично втручається у валютний ринок, здійснюючи інтервенції. Тобто валютний курс де-факто регулюється. Проте проблема полягає не в тому, що він регулюється, а в тому, що це офіційно не визнається центральним банком. Як наслідок, економічні агенти не мають жодного уявлення про те, що має намір робити центральний банк: вжити заходів з валютної стабілізації чи допустити черговий сплеск девальвації. Це означає, що в процесі реалізації валютної політики НБУ мав би сформулювати чіткі й зрозумілі для суб’єктів ринку цільові орієнтири, адже невизначеність зміни обмінного курсу гривні й далі виступатиме фактором високих валютних ризиків господарської діяльності з досить сумнівними перспективами щодо залучення іноземних інвестицій, активізації банківського кредитування реального сектору та подолання економічного спаду в найближчому майбутньому.

За таких обставин очевидним рішенням є запровадження оптимального режиму обмінного курсу національної валюти, що є ключовим фактором забезпечення макроекономічної стабільності та довготривалого й стійкого

виробничого зростання. Переваги та недоліки різних режимів валютного курсу досить широко представлені як у вітчизняній, так і в зарубіжній науковій літературі, присвяченій проблематиці валютної політики [4]. Однак офіційно режим інфляційного таргетування зазвичай обирається як альтернатива лише фіксованому валютному курсу. Головною причиною переходу до такого таргетування НБУ називає “неможливість використання обмінного курсу як номінального якоря — або через перегрів економіки, або через вичерпання міжнародних резервів” [14]. Незрозуміло чому режим інфляційного таргетування подається, по суті, як безальтернативний варіант, хоча треба було б розглядати найприйнятніші для України режими монетарної політики з огляду на недовіру і неефективність таргетування інфляції в сучасних умовах, на що вказують окремі дослідження [15]. До того ж інфляція в Україні, котра є результатом впливу, з одного боку, немонетарних чинників (бюджетно-податкової політики, тарифів на житлово-комунальні послуги, світових цін на сировину й енергетичні ресурси), а з другого — девальваційних шоків, об’єктивно не може бути підконтрольною монетарним інструментам центрального банку. Тому віддання переваги інфляційному таргетуванню та відпущення валютного курсу “у вільне плавання” можна розцінювати як безвідповідальне рішення саме стосовно умов функціонування національної економіки з її істотною відкритістю та нерозвиненістю інституційних засад ринкових відносин.

Розглядаючи можливість застосування різних підходів монетарного регулювання, очевидно, слід погодитися з думкою О. Шпенюк, що вибір політики валютного курсу фактично є не просто вибором між фіксованим і вільно плаваючим курсом, а й певним діапазоном імовірних варіантів із різним ступенем фіксації та курсової гнучкості [8]. При цьому внаслідок змішаності й розмаїття режимів досить важко визначити, яким є валютний курс — фіксованим чи плаваючим, а дії центральних банків різних країн, котрі нерідко суперечать засадам офіційно заявленого режиму, дають підстави взагалі говорити про існування “м’якої фіксації” або “жорсткого плавання” в усіх їх різновидах. І навіть офіційна класифікація МВФ не дає вичерпної відповіді на кожне питання щодо конкретних режимів обмінного курсу й механізмів їх застосування, оскільки національні особливості економічного розвитку вносять свої корективи як у монетарне регулювання загалом, так і у валютну політику зокрема [16].

Очевидно, що в контексті викладеного слід вести мову не про безперечну орієнтацію на певні усталені зарубіжні зразки поведінки монетарної влади (як у випадку з інфляційним таргетуванням), а про вибір такого режиму обмінного курсу та способу реалізації валютної політики, котрі якнайповніше відповідали б національним інтересам і особливостям нашої країни, а також сприяли б досягненню макроекономічної стабілізації в короткостроковій перспективі та стійкому зростанню економіки й суспільного добробуту — в довгостроковій. Це означає відхід від моделі інфляційного таргетування, котра припускає планомірне зниження інфляції тільки за гнучкого обмінного курсу. Досягнення



цінової стабільності має бути забезпечене через поєднання всього комплексу інструментів грошово-кредитної й валютної політик центрального банку.

Оптимальним напрямом реалізації валютної політики за теперішніх умов слід вважати раціональне поєднання двох її ключових аспектів: адміністративних заходів впливу на валютний ринок та формування чітких курсових орієнтирів для підприємств і населення з боку регулятора. Причому адміністративні заходи повинні бути спрямовані головним чином не на штучне придушення попиту на внутрішньому валютному ринку шляхом фактичного обмеження можливостей придбання іноземної валюти суб'єктами зовнішньоекономічної діяльності й населенням, а на недопущення сплесків спекулятивної активності на ринку, в т. ч. із боку комерційних банків, аж до позбавлення їх ліцензій за такі дії. Стосовно другого аспекту йдеться передусім про створення курсових орієнтирів, обмежених певними рамками коливання валютного курсу у вигляді коридору, що слугує своєрідним сигналом для учасників ринку у формі номінального якоря валютної політики за чітких зобов'язань центрального банку щодо його готовності утримувати ринкові коливання обмінного курсу в цих межах. Якщо в суб'єктів ринку не буде вагомих підстав сумніватися у спроможності регулятора виконувати взяті ним зобов'язання щодо підтримки курсу в установленому діапазоні коливань, то встановлені межі останнього виступатимуть основою позитивних ділових очікувань і макроекономічної стабільності загалом.

Саме таке послідовне поєднання адміністративних і економічних аспектів реалізації валютної політики здатне створити реальні передумови на шляху стабілізації ситуації на валютному ринку (обмеження волатильності обмінного курсу, зниження девальваційних, інфляційних очікувань і валютних ризиків підприємницької діяльності), тим самим сприяючи макроекономічній стабілізації, гальмуванню зростання цін, активізації банківського кредитування, поліпшенню інвестиційного клімату з подальшим виходом країни на траєкторію впевненого економічного зростання. Без стабільного обмінного курсу гривні розв'язати ці завдання неможливо, й жодні показники цінової динаміки в контексті інфляційного таргетування цьому не допоможуть, оскільки в будь-якому разі зберігатимуть високі ризики девальваційних шоків із усіма їх негативними наслідками, розглянутими вище.

Підсумовуючи, варто підкреслити, що валютна політика центрального банку має ґрунтуватися на використанні сукупності антикризових заходів, адже виключно монетарних інструментів впливу на валютні відносини, вочевидь, не достатньо для досягнення цілей макроекономічної стабілізації. Цьому мають сприяти також заходи НБУ щодо підвищення капіталізації банківських установ, забезпечення ефективного управління ризиками та стабільності грошово-кредитного ринку, а також посилення дієвості банківського регулювання й нагляду, стимулювання активізації кредитування банками реального сектору. Однак із урахуванням того, що девальвація національної валюти має

руйнівні наслідки не лише для грошової системи та банківського сектору, а й для всієї економіки, регулятор не повинен відмежовуватися від активної реалізації валютної політики щодо впливу на динаміку обмінного курсу як ключового макроекономічного параметру. Отже, використання режиму керованого плаваючого валютного курсу в чітко визначених і проголошених центральним банком межах валютного коридору має стати запорукою ефективності впливу валютної політики на перебіг економічних процесів задля досягнення довготривалого зростання.

### Список використаних джерел

1. *Аржевітін С. М.* Безумовні умови отримання нового мандата НБУ від суспільства / С. М. Аржевітін // Дзеркало тижня. — 2016. — № 27 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://gazeta.dt.ua/macrolevel/bezumovni-umovi-otrimannya-novogo-mandata-nbu-vid-suspilstva-.html>.
2. Фіскально-бюджетна та грошово-кредитна політика в Україні: проблеми та шляхи посилення взаємозв'язку: монографія / А. І. Даниленко, А. А. Грищенко, В. В. Зимовець та ін.; за ред. А. І. Даниленка; НАН України, Ін-т економіки та прогнозування. — К., 2010. — 456 с.
3. *Міщенко С. В.* Поєднання функцій стратегічного розвитку та антикризового управління в діяльності центральних банків / С. В. Міщенко, В. І. Міщенко // Актуальні проблеми економіки. — 2016. — № 2. — С. 266—272.
4. Монетарна політика Національного банку України: сучасний стан і перспективи змін: монографія / за ред. В. С. Стельмаха; Центр наук. дослідж. Нац. банку України. — К.: УБС НБУ, 2009. — 404 с.
5. *Тобін Дж.* Денежная политика и экономический рост / Дж. Тобин; пер. с англ. — М.: КД "ЛИБРОКОМ", 2010. — 272 с.
6. *Хансен Э.* Денежная теория и финансовая политика / Э. Хансен; пер. с англ. — М.: Дело, 2006. — 312 с.
7. *Hammond G.* State of the art of inflation targeting / G. Hammond // CCBS Handbook. — 2012. — No. 29, Febr. — 50 p.
8. *Шпенюк О.* Досвід використання валютно-курсової політики як інструменту впливу на конкурентоспроможність у країнах, що розвиваються / О. Шпенюк // Вісник Національного банку України. — 2015. — № 4. — С. 48—55.
9. Гонтарева нагадала депутатам, що Нацбанк не відповідає за курс гривні / Інф. агентство УНІАН [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://economics.unian.ua/finance/1256621-gontareva-natsbank-ne-vidpovidaє-za-kurs-grivni.html>.
10. Національний банк оприлюднюватиме інформацію про надані банкам кредити рефінансування на строк більше 30 днів / Нац. банк України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: [http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=14075359](http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=14075359).
11. Національні рахунки / Держ. служба статистики [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua/>.
12. Річний звіт Національного банку України за 2014 рік / Нац. банк України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=17568764>.
13. Платіжний баланс і зовнішній борг України. II квартал 2014 року / Нац. банк України. — 2014. — 150 с. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <https://bank.gov.ua/>.
14. Річний звіт Національного банку України за 2015 рік / Нац. банк України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=31669311>.
15. Дорожня карта Національного банку України з переходу до інфляційного таргетування / Нац. банк України. — 2016. — 16 берез. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=28704716>.
16. *Дзюблюк О. В.* Проблеми інфляційного таргетування в сучасній економіці / О. В. Дзюблюк // Світ фінансів. — 2015. — № 2. — С. 7—18.

## References

1. Arzhevitin, S. M. (2016). Bezumovni umovy` otry` mannya novoho mandata NBU vid suspil`stva [Unconditional subject to the new mandate of the National Bank of society]. *Dzerkalo ty`zhnya* [Mirror of the week], 27. Retrieved from <http://gazeta.dt.ua/macrolevel/bezumovni-umovi-otrimannya-novogo-mandata-nbu-vid-suspilstva-.html> [in Ukrainian].
2. Dany`lenko, A. I., Hry`cenko, A. A., Zy`moven` , V. V. (2010). *Fiskal`no-byudzhetna ta hroshovo-kredy`tna polity`ka v Ukrayini: problemy` ta shlyaxy` posy`lennya vzayemozv'yazku* [Fiscal and budgetary and monetary policy in Ukraine: problems and ways to strengthen relationship]. Ky`yiv: Nacional`na akademiya nauk Ukrayiny`, Insty`tut ekonomiky` ta prohnzovannya [in Ukrainian].
3. Mishhenko, S. V., Mishhenko, V. I. (2016). Poyednannya funkciy stratehichnoho rozvy`tku ta anty`kry`zovoho upravlinnya v diyal`nosti central`ny`kh bankiv [Combining the functions of strategic development and crisis management in central banking]. *Aktual`ni problemy` ekonomiky`* [Recent economic problems], 2, 266–272 [in Ukrainian].
4. Stel`max, V. S. (Ed.). (2009). *Monetarna polity`ka Nacional`noho banku Ukrayiny`: suchasny`j stan i perspektyvy` zmin* [The monetary policy of the National Bank of Ukraine: Current State and Prospects for Change]. Kyiv: Universty`tet bankivs`koyi spravy` Nacional`noho banku Ukrayiny` [in Ukrainian].
5. Tobin, Dzh. (2010). *Denezhnaya politika i e`konomicheskij rost* [Monetary policy and economic growth]. Moskva: LIBROKOM [in Russian].
6. Xansen, E`. (2006). *Denezhnaya teoriya i finansovaya politika* [Monetary Theory and Financial Policy]. Moskva: Delo [in Russian].
7. Hammond, G. (2012). State of the art of inflation targeting. *CCBS Handbook*.
8. Shpenyuk, O. (2015). Dosvid vy`kory`stannya valyutno-kurovovoyi polity`ky` yak instrumentu vply`vu na konkurentospromozhnist` u krayinakh, shho rozvy`vayut`sya [Experience of using exchange rate policy as a tool of influence on competitiveness in developing countries]. *Visny`k Nacional`noho banku Ukrayiny`* [Bulletin of the National Bank of Ukraine], 4, 48–55 [in Ukrainian].
9. *Hontareva nahadala deputatam, shho Nacbank ne vidpovidaye za kurs hry`vni* [Gontareva reminded MPs that the National Bank is not responsible for the hryvnia]. (n. d.). Informacijne ahentstvo UNIAN. Retrieved from <http://economics.unian.ua/finance/1256621-gontareva-natsbank-ne-vidpovidae-za-kurs-grivni.html> [in Ukrainian].
10. *Nacional`ny`j bank opry`lyudnyuvaty`me informaciyu pro nadani bankam kredy`ty` refinansuvannya na strok bil`she 30 dnyv* [National Bank publicize information to banks refinancing loans for more than 30 days]. (n. d.). Nacional`ny`j banku Ukrayiny`. Retrieved from [http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=14075359](http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=14075359) [in Ukrainian].
11. *Nacional`ni rakhunky`* [National accounts]. (n. d.). Derzhavna sluzhba staty`sty`ky` Ukrayiny`. Retrieved from <http://www.ukrstat.gov.ua/> [in Ukrainian].
12. *Richny`j zvit Nacional`noho banku Ukrayiny` za 2014 rik* [Annual Report of the National Bank of Ukraine 2014]. (n. d.). Nacional`ny`j banku Ukrayiny`. Retrieved from <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=17568764> [in Ukrainian].
13. *Platizhny`j balans i zovnishnij borh Ukrayiny`. II kvartal 2014 roku* [Balance of payments and external debt of Ukraine. Second quarter 2014]. (2014). Nacional`ny`j banku Ukrayiny`. Retrieved from <https://bank.gov.ua/> [in Ukrainian].
14. *Richny`j zvit Nacional`noho banku Ukrayiny` za 2015 rik* [Annual Report of the National Bank of Ukraine for 2015]. (n. d.). Nacional`ny`j banku Ukrayiny`. Retrieved from <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=31669311> [in Ukrainian].
15. *Dorozhnya karta Nacional`noho banku Ukrayiny` z perekhodu do inflyacijnoho tarhetuvannya* [Roadmap of the National Bank of Ukraine transition to inflation targeting]. (2016). Nacional`ny`j banku Ukrayiny`. Retrieved from <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=28704716> [in Ukrainian].
16. Dzyublyuk, O. V. (2015). Problemy` inflyacijnoho tarhetuvannya v suchasnij ekonomici [Problems of inflation targeting in the modern economy]. *Svit finansiv* [World Finance], 2, 7–18 [in Ukrainian].