

УДК 336.748.7



Дослідження/

■ **Олена Береславська**
Olena Bereslavska

Завідувач кафедри банківської справи та фінансового моніторингу Національного університету Державної податкової служби України, доктор економічних наук, професор
 Sc.D. (Economics), Professor, Head of the Chair of Banking and Financial Monitoring of the National State Tax Service University of Ukraine

Девальвація гривні та спричинені нею виклики для України

Hryvnia devaluation and its challenges to Ukraine

У статті досліджено питання девальвації гривні та основних викликів для економіки України, що виникають унаслідок цього. Ситуація розглядається та аналізується з точки зору формування пропозиції іноземної валюти на внутрішньому ринку, механізмів та інструментів валютного регулювання, інфляційних наслідків, а також суперечливої ідеології підтримки вітчизняної банківської системи. У цьому контексті проаналізовано показники платіжного балансу України, обсяги та структуру золотовалютних резервів Національного банку України, динаміку операцій з купівлі-продажу іноземної валюти на готівковому ринку, темпи приросту грошових агрегатів, динаміку депозитних вкладів у банках та показники підтримання Національним банком України ліквідності банківської системи.

The article considers the hryvnia devaluation and basic challenges to Ukraine's economy, which were caused by it. The situation is discussed in terms of formation of the foreign currency supply on the domestic market, mechanisms and instruments for currency regulation, inflationary effects, and the contradictory ideology of backing for the banking system. In this context, the author has analyzed balance of payments of Ukraine indices, the size and structure of the NBU gold and foreign currency reserves, dynamics of operations on foreign currency sale/purchase on the cash market, growth rates of the monetary aggregates, dynamics of banks deposits, and indices of maintenance of banking system liquidity by the NBU.

Ключові слова: девальвація, іноземна валюта, попит і пропозиція валюти, золотовалютні резерви, Національний банк України, іноземні інвестиції, валютні обмеження, інфляція, депозитні ресурси, рефінансування банків.

Key words: devaluation, foreign currency, foreign currency demand and supply, gold and foreign currency reserves, National Bank of Ukraine, foreign investment, foreign exchange restrictions, inflation, deposit resources, refinancing for banks.

Як зупинити девальвацію гривні? Це питання нині в Україні хвилює всіх. Поки точаться дискусії про необхідність зміни основної функції Національного банку України, вдосконалення системи валютного регулювання, проведення швидких економічних реформ, регулятору доводиться боротися зі стрімким падінням обмінного курсу гривні, вдаючись до вельми жорстких обмежень попиту на іноземну валюту на внутрішньому ринку. Мета нашої статті – акцентувати увагу на тому, які виклики зумовила девальвація гривні та які заходи необхідно вживати, щоб дати відповіді на деякі з них.

Отже, зниження офіційного курсу гривні у 2014 році становило 97.3%, а

неофіційного (курс тіньового валютного ринку) – близько 134.9%¹. Порівняно зі знеціненням гривні в минулі кризові періоди (у 1998 році гривня знецінилася на 81.9%, у 2008-му – на 52.4%) минулорічна девальвація була найбільшою. Щодо причин такого суттєвого знецінення гривні, то вони відомі й не будемо детально аналізувати їх. Ми ж маємо намір розглянути ситуацію на валютному ринку з таких точок зору:

1) формування пропозиції іноземної валюти на внутрішньому ринку;

2) механізми та інструменти валютного регулювання;

¹ На початку 2014 року обмінний курс становив 8.3 грн. / долар США, а наприкінці року – 19.5 грн. / долар США.

- 3) інфляційні наслідки;
- 4) суперечлива ідеологія підтримки вітчизняної банківської системи.

ПЕРШИЙ ВИКЛИК

Першим викликом для економіки внаслідок девальвації гривні стало те, що в умовах економічної кризи, проведення військових дій, розриву зовнішньоекономічних зв'язків з Росією, відсутності припливу інвестицій та недостатніх можливостей запозичувати дешеві ресурси на міжнародних ринках виникли значні проблеми у процесі формування пропозиції іноземної валюти в Україні. У своїх дослідженнях ми неодноразово наголошували на тому, що гривня є

внутрішньою валютою, тому її курсоутворення прямо залежить від пропозиції іноземної валюти, яка формується за рахунок обсягів її надходження на внутрішній ринок. І якщо ці надходження зменшуються, а попит на валюту залишається незмінним або зростає, то гривня починає знецінюватися на тлі зростання дефіциту пропозиції іноземної валюти.

За таких умов практично неможливим стає забезпечення стабільності курсу національної валюти шляхом проведення валютних інтервенцій центральним банком, оскільки валютні резерви не поповнюються, а обсяги інтервенційних операцій зростають. Тому політика регулятора, спрямована на реалізацію режиму вільного курсоутворення в умовах дефіциту припливу іноземної валюти, є єдиним шляхом для врегулювання цієї ситуації. Та чи є нині умови для реалізації цього режиму, і чи готова вітчизняна економіка та її фінансовий сектор сприйняти такий режим? Позитивної відповіді на ці запитання немає, оскільки в умовах відсутності повноцінного фондового ринку, високої доларизації економіки (іноземна валюта в країні перетворилася на інвестиційний актив та перебрала на себе частину функцій національних грошей), недостатньо ефективної грошово-кредитної та фіскальної політики, нині неможливо перейти до класичного режиму вільного курсоутворення. Та й ситуація в економіці (висока інфляція, падіння ВВП, зростання безробіття, стрімке зниження життєвого рівня населення) та у фінансовому секторі (криза банківської системи) свідчить про те, що економіка не готова до реалізації цього ре-

жиму. Тоді поки що залишається один шлях — зосередити всі зусилля на зменшенні попиту на іноземну валюту, особливо спекулятивного, і навчитися ним управляти.

У 2014 році відбулося зменшення обсягів надходження іноземної валюти в країну. Наведені у таблиці 1 дані свідчать про те, що за 9 місяців минулого року темпи зростання обсягів експорту вітчизняних товарів та послуг скоротилися до 84.7% порівняно з аналогічним періодом 2013 року.

На початку 2014 року ми зазначали, що зменшення обсягів вітчизняного експорту відбуватиметься протягом 2014 року незалежно від обраного напрямку інтеграції України [1, с. 11]. Скорочення експорту в Росію є результатом тривалої стратегії імпортозаміщення, яку проводить російський уряд. В умовах жорстких міжнародних санкцій, девальвації курсу рубля, зменшення золотовалютних резервів та падіння обсягів ВВП Росія “закриває” для імпортерів внутрішній ринок, щоб стимулювати власних товаровиробників. А на освоєння нових ринків збуту продукції та послуг українським виробникам потрібен час. Крім цього, в результаті воєнних дій Україна втратила також частину експортного потенціалу. Зокрема, обсяг експорту до Росії у III кварталі 2014 року зменшився до 19.3%, а його частка в загальних обсягах експорту України — до 17.8%. Експорт продукції до країн ЄС за той самий період зменшився на 28.4%, але його частка в загальних обсягах експорту зросла до 31% [15].

У цьому контексті постає питання: як збільшити обсяги надходження іноземної валюти на внутрішній

ринок? На нашу думку, є три ключові напрями — нарощувати обсяги експорту, створювати економічні умови для припливу інвестицій (бажано прямих) та шукати нові нетрадиційні джерела надходження валюти в країну. Зрозуміло, що швидко задіяти ці напрями не так просто. Але потрібно вже нині вживати певних заходів.

Перш за все уряду необхідно розробити програму щодо стимулювання експорту вітчизняних товарів та послуг на міжнародні ринки. Такої програми Україна не мала, оскільки уряду було простіше та швидше забезпечувати надходження валюти до країни шляхом здійснення зовнішніх запозичень, ніж шукати кошти на заходи з просування українських товарів на світові ринки.

Водночас це не означає, що необхідно нарощувати обсяги експорту в межах тієї структури, яка нині існує в Україні. Не секрет, що лівова частка вітчизняного експорту припадає на продукцію з низьким рівнем доданої вартості — на товари проміжного споживання. Так, у 2013 році частка цих товарів у загальних обсягах товарної структури вітчизняного експорту за широкими економічними категоріями становила 77.4%, а в I кварталі 2014 року навіть зросла до 81% [3, с. 43]. Зрозуміло, що збільшення обсягів експорту має відбуватися за рахунок товарів та послуг із високим рівнем доданої вартості.

Також необхідно створювати економічні умови для припливу іноземних інвестицій. Зазначимо, що у світовій практиці залучення іноземних інвестицій є багато ефективних прикладів. Необхідно їх вивчити і реалізувати в Україні. Проте для залучення інвестицій необхідно забезпечити деякі умови. Відомо, що прями інвестиції надходять до тих країн, які мають стабільне податкове законодавство, де відсутня корупція та політичні ризики є мінімальними. Поки що Україна таких умов не створила. Отже, актуальним є пошук інших нетрадиційних джерел припливу іноземної валюти на внутрішній ринок. Такі джерела існують, їх дослідив А.Гайдуцький і запропонував до реалізації в Україні [4]. Ми погоджуємося з пропозицією науковця щодо того, що в умовах жорсткої конкурентної боротьби між країнами за інвестора України необхідна нова стратегія залучення іноземного капіталу, розроблена на 2015–2025 рр. У цій стратегії основну увагу необхідно приді-

Таблиця 1. Динаміка показників платіжного балансу України у 2010–2014 рр.

Статті платіжного балансу	Млн. доларів США				
	9 місяців 2010 р.	9 місяців 2011 р.	9 місяців 2012 р.	9 місяців 2013 р.	9 місяців 2014 р.
Рахунок поточних операцій	-506	-5 659	-9 550	-11 145	-3 557
Експорт товарів та послуг	42 442	65 353	67 244	63 058	53 430
Темп зростання, %	-	153.9	102.2	93.8	84.7
Імпорт товарів та послуг	-50 664	-71 598	-76 929	-73 531	-56 756
Темп зростання, %	-	140.6	107.3	95.6	77.2
Рахунок операцій з капіталом та фінансових операцій	404	5 191	8 732	11 002	2 687
Фінансовий рахунок	234	5 184	8 267	11 008	2 321
Прямі інвестиції в Україну	4 282	5 414	5 868	3 088	-241
Темп зростання, %	-	126.4	111.4	45.8	-192.2
Портфельні інвестиції	3 046	2 063	2 796	5 134	-527
Темп зростання, %	-	67.7	133.0	183.3	-189.7

Джерело: складено автором за інформацією Офіційного інтернет-представництва Національного банку України. (Платіжний баланс і зовнішній борг України. – Офіційне інтернет-представництво Національного банку України). – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=127414>.

лити такому джерелу ресурсів, як доходи мігрантів, діаспори та їх домогосподарств [5]. Але для цього необхідно розуміти економічну сутність даного джерела для фінансової сфери та зосередити увагу органів державної влади і банків до мігрантів з України та їхніх доходів. При цьому необхідно розробити механізми стимулювання припливу міграційного капіталу в країну.

ДРУГИЙ ВИКЛИК

Другий виклик девальвації пов'язаний із неефективністю певних механізмів та інструментів валютного регулювання. Традиційний підхід до стримування різких коливань курсу національної валюти полягає в тому, що центральний банк використовує валютні інтервенції. Але ефективність цього механізму залежить від того, чи достатній у країні обсяг золотовалютних резервів (ЗВР) та яка ситуація на ринку.

Усі країни світу намагаються збільшувати свої валютні резерви навіть в умовах, коли стан економіки не сприяє цьому. Нині триває загальна тенденція збільшення обсягів ЗВР у більшості держав світу (див. таблицю 2). При цьому зростання валютних резервів у країнах із трансформаційною та перехідною економікою відбувається переважно за рахунок Китаю. В країнах із розвинутою економікою темпи збільшення валютних резервів, як свідчить статистика, набагато нижчі, ніж в інших країнах.

Скільки ж резервів необхідно мати для ефективного проведення валютних інтервенцій та інших цілей? Однозначної відповіді на це запитання не існує, оскільки в кожній країні свій рівень економічного розвитку і своє бачення щодо регулювання ринку. Разом з тим фінансові кризи, які відбувалися наприкінці ХХ та на початку ХХІ століть, змусили більшість країн світу скоригувати свою резервну політику, і це стимулювало розвиток якісно нових підходів до визначення мінімально достатнього рівня ЗВР центральних банків. Якщо в докризовий період обсяги резервів вважалися достатніми на такому рівні, щоб здійснювати контроль за обмінним курсом національної валюти, підтримувати його стабільність та забезпечувати імпорт держави протягом трьох місяців, то після масштабних фінансових криз стало зрозуміло, що при визначенні оптимальної ве-

Таблиця 2. Абсолютне зростання обсягів золотовалютних резервів за групами держав у 2009–2014 рр.

Групи держав / держава	Млрд. доларів США					
	2009 р.	2010 р.	2011 р.	2012 р.	2013 р.	I кв. 2014 р.
Загальний обсяг світових валютних резервів	8 164.6	9 264.7	10 205.5	10 952.2	11 685.8	11 859.2
у тому числі:						
держави з розвинутими економіками	2 785.1	3 099.3	3 444.2	3 697.8	3 816.7	3 875.5
держави з трансформаційними та перехідними економіками	5 379.5	6 165.5	6 999.1	7 254.4	7 869.1	7 983.7
у тому числі:						
Китай	2 463.4	2 895.2	3 180.0	3 379.3	3 870.5	3 950.0

Джерело: складено автором за інформацією МВФ. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/cofer.pdf>.

личини резервів необхідно врахувати і те, що резерви формуються для інших цілей.

Вітчизняні науковці, зокрема Т.Унковська, взагалі вважають, що оптимальний рівень резервів є компромісним варіантом між вирішенням двох протилежних завдань. З одного боку, на думку Т.Унковської, необхідно збільшувати рівень резервів з метою забезпечення:

- захисту від раптової зупинки припливу капіталу і його відпливу;
- валютної підтримки фінансування критичного імпорту у випадку зовнішніх шоків;
- виплати зовнішнього боргу і запобігання дефолту;
- можливості майбутньої протидії спекулятивним атакам на національну валюту з метою запобігання її різкої девальвації та валютної кризи;
- підтримки високого кредитного рейтингу країни і зниження вартості залучення капіталу на міжнародних ринках;
- запобігання надмірного зміцнення валютного курсу в ситуації швидкого зростання обсягів експорту [6].

Усе це правильно, але що робити регулятору і уряду в ситуації, коли Україна опинилася не в тренді загальносвітової тенденції збільшення ЗВР? Адже з 2011 року валютні резерви

НБУ почали стрімко танути. Впродовж 2011–2014 рр. золотовалютні резерви України скоротилися у 3.5 раза, їхній найнижчий рівень був у 2014 році (див. таблицю 3). Щодо валютних інтервенцій, то їх від'ємне сальдо у 2014 році зросло до мінус 8 334.1 млн. доларів США, або на 268% порівняно з 2013 роком. Проте це не зупинило девальвацію гривні.

Різке зменшення обсягів ЗВР протягом зазначеного періоду зумовлено багатьма причинами, серед яких до головних можемо віднести:

- жорстку монетарну політику з підтримки стабільності курсу гривні, що проводилася у 2011–2012 рр.;
- відплив капіталу у 2013–2014 рр., пов'язаний з економічною та політичною нестабільністю;
- погашення зовнішніх боргових зобов'язань України перед іноземними кредиторами, зокрема перед МВФ;
- стрімку девальвацію гривні – на 97.3% протягом 2014 року.

Суттєве зменшення ЗВР у 2010–2014 рр. сприяло кардинальній зміні у структурі фінансових активів Національного банку України. Аналіз даних, наведених у таблиці 4, свідчить про те, що вже у 2013 році валютні резерви не були основним фінансовим активом НБУ. Цю роль почали відігравати цінні папери уряду України.

Таблиця 3. Динаміка обсягів золотовалютних резервів та сальдо валютних інтервенцій Національного банку України за 2010–2014 рр.

Період	Золотовалютні резерви НБУ		Сальдо валютних інтервенцій НБУ	
	Абсолютний показник (млн. доларів США)	Темп зростання (до попереднього року, %)	Абсолютний показник (млн. доларів США)	Темп зростання (до попереднього року, %)
2010 р.	34 576.0	130.5	1 300.0	–
2011 р.	31 795.0	91.6	–3 747.3	288.3
2012 р.	24 546.0	77.2	–7 509.0	200.0
2013 р.	20 417.0	83.2	–3 107.0	41.3
2014 р.	7 533.2	36.9	–8 334.1	268.2

Джерело: складено автором за інформацією "Бюлетеня Національного банку України". – 2013. – № 10. – С. 77, а також за даними Офіційного інтернет-представництва Національного банку України. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=6784399&cat_id=58039.

Таблиця 4. Структура фінансових активів Національного банку України в 2010–2013 рр.

Стаття	Частка у відсотках			
	2010 р.	2011 р.	2012 р.	2013 р.
1. Золотовалютні резерви	66.3	61.2	49.2	38.95
2. Цінні папери уряду України	13.6	18.9	28.0	39.08
3. Кредити банкам та іншим позичальникам	15.1	15.0	17.4	16.99
4. Внутрішній державний борг	0.7	0.6	0.8	0.58
5. Внески в рахунок квоти МВФ	4.2	4.2	4.5	4.3
6. Інші фінансові активи	0.1	0.1	0.1	0.1

Джерело: розраховано автором за даними "Річних звітів НБУ" за 2010–2013 рр.

Щодо 2014 року, то, за нашими підрахунками на основі даних НБУ, частка обсягів цінних паперів (крім акцій) в активах Національного банку у жовтні 2014 року становила 59.3% (380 195 млн. грн.) [7, с. 53].

Переважає стаття ЗВР у попередні роки у фінансових активах НБУ свідчило про високий рівень і надійність забезпечення зобов'язань регулятора, насамперед емітованої готівки. Тобто створення ЗВР було в Україні ключовим напрямом формування грошової бази і мало значний вплив на пропозицію грошей, що зумовлювалося існуючим у країні курсовим режимом, спрямованим на підтримку стабільності курсу гривні. У 2014 році зобов'язання НБУ забезпечувалися цінними паперами уряду. Це означає, що валютний канал перестав бути основним каналом монетарного трансмісійного механізму поповнення грошей в обігу. Проте важко сказати, який канал у цьому механізмі зайняв його місце, оскільки ні процентний канал, ні канал цін активів у традиційному вигляді "не працюють".

Зазначимо, що ще на початку появи тенденції зменшення обсягів золотовалютних резервів необхідно було терміново відмовлятися від жорсткої грошово-кредитної політики і повільно переходити спочатку до режиму керованого, а потім і вільного курсоутворення, формуючи при цьому відповідні умови, проте вчасно цього не зробили. Економічні реалії в Україні були такими, що режим вільного курсоутворення гривні не сприймався ні урядом, ні політиками, ні населен-

ням, оскільки мав би негативний вплив на цінову динаміку споживчого ринку, на рівень життя більшості домогосподарств, на обсяг зовнішнього боргу і на діяльність банків.

Проте вже у 2014 році, розуміючи, що стримувати девальвацію гривні за високих економічних і політичних ризиків неможливо лише шляхом проведення валютних інтервенцій, які виснажують ЗВР НБУ, Україна намагалася перейти до режиму гнучкого курсоутворення. Але перехід був шоковим. Це призвело до стрімкого зростання цін на споживчому ринку; суттєвого зменшення купівельної спроможності національної валюти і рівня життя; збільшення обсягів зовнішнього боргу України та сум, спрямованих на його обслуговування в перерахунок за офіційним курсом гривні; розгортання кризи у вітчизняній банківській системі.

Низький рівень ЗВР потребує їх збільшення. І тут знову постає питання: за рахунок яких джерел? Відомо, що формування офіційних валютних резервів будь-якого центрального банку відбувається за рахунок таких основних джерел:

1) золота й інших дорогоцінних банківських металів, видобування яких здійснюється на території держави;

2) профіциту торговельного балансу країни. За перевищення обсягів експорту над імпортом надлишок валюти зараховується на рахунок експортера. За необхідності поповнення своїх обігових коштів та вирішення інших фінансових потреб експортери продають валюту центральному банку або іншим банкам, отримуючи за

це національні гроші. Вітчизняну валюту емітує центральний банк, тому в результаті зростає безготівкова складова агрегату М2. За рахунок цієї національної валюти експортери сплачують податки, а залишки використовують на інші потреби. Після проведення таких операцій у центрального банку виникає надлишок валюти, яку він купив у експортерів. За рахунок цього надлишку формуються золотовалютні резерви;

3) залучення довгострокових кредитів міжнародних фінансових інституцій;

4) припливу іноземних інвестицій;

5) встановлення валютних обмежень.

А чи існують нині можливості для НБУ збільшити свої валютні резерви з наведених вище джерел?

Щодо золота й інших дорогоцінних банківських металів, то це джерело наповнення ЗВР є проблематичним, оскільки в Україні практично немає власного видобутку дорогоцінних металів та коштовного каміння. Єдиним джерелом поповнення є купівля цих металів за межами країни. Зазначимо, що до початку 2013 року Україна закуповувала золото на зовнішніх ринках, дотримуючись світових тенденцій, що полягали у збільшенні обсягу золота в структурі ЗВР центрального банку більшості країн у зв'язку з девальвацією багатьох національних валют протягом 2008 року. На кінець 2012-го обсяги золота у структурі ЗВР НБУ зросли до 1 890 млн. доларів США порівняно з 1 385 млн. доларів США у 2011 році. Водночас за січень – жовтень 2014 року обсяги золота в резервах НБУ порівняно з 2012 роком зменшилися більш як удвічі (див. таблицю 5). Отже, збільшення ЗВР за рахунок золота вже не відбувається.

Не зможе Національний банк України збільшити свої ЗВР і за рахунок другого джерела. За даними НБУ, дефіцит поточного рахунку платіжного балансу за 9 місяців 2014 року хоча і зменшився до 3.5 млрд. доларів США (порівняно з 11.4 млрд. доларів США у відповідному періоді 2013 року), проте він усе ж існує. Зменшення обсягу дефіциту зумовлене падінням обсягів імпорту (на 22.8%) у зв'язку з тривалим уповільненням економічної активності та девальвацією національної грошової одиниці. Обсяг експорту за цей період зменшився на 15.3%. Щодо рахунку операцій з капіталом та фінансових операцій, то його профіцит у III кварталі скоротився до 0.4 млрд. дола-

Таблиця 5. Структура офіційних золотовалютних резервів України у 2010–2014 рр.

Структура активів	Млн. доларів США				
	2010 р.	2011 р.	2012 р.	2013 р.	2014 р.*
Резерви в іноземній валюті	33 319	30 391	22 647	18 760	11 578
Резервна позиція в МВФ	0.030	0.030	0.030	0.030	0.030
Спеціальні права запозичення	8	18	9	16	20
Золото	1 249	1 385	1 890	1 640	989
Усього	34 576	31 795	24 546	20 417	12 587

Джерело: складено автором за даними "Бюлетеня Національного банку України". – 2014. – № 12. – С. 79.

*Інформація за січень – жовтень 2014 р.

рів США (з 1.1 млрд. доларів США у II кварталі) внаслідок погіршення інвестиційного клімату, що обмежувало залучення сектором як кредитних, так і інвестиційних ресурсів [8].

Поповнити ЗВР у близькій перспективі Україна не зможе і за рахунок третього та четвертого джерел. По-перше, воєнні дії в східних регіонах країни та економічний спад не дають змоги уряду запозичувати кошти на зовнішніх ринках через випуск облігацій зовнішньої державної позики. По-друге, не враховуючи гуманітарну допомогу, майже єдиними кредиторами України нині є МВФ та МБРР. Кошти, які отримав уряд протягом 2014 року (а це 8.941 млрд. доларів США [9]) були спрямовані у ЗВР НБУ лише частково. Не очікує сьогодні Україна й на зростання припливу іноземних інвестицій. Згідно з інформацією, наведеною в таблиці 1, із 2013 року приплив прямих інвестицій до України значно зменшився, а впродовж 2014-го цей показник був від'ємним. Обсяг портфельних інвестицій, які є короткостроковими та спрямовуються на купівлю цінних паперів, у 2013 році зріс майже вдвічі, а 2014 року суттєво зменшився і також був від'ємним.

Щодо останнього, п'ятого джерела поповнення ЗВР, то воно також є проблематичним. Із практики відомо: якщо країна має дефіцит торговельного балансу, а розмір золотовалютних резервів недостатній для курсової стабілізації, центральний банк вдається до валютних обмежень. Арсенал заходів валютних обмежень є вельми широким. Це може бути:

- встановлення 100-відсоткової норми обов'язкового продажу валютних надходжень;
- обмеження вільного доступу до операцій із купівлі-продажу іноземної валюти на міжбанківському ринку;
- зменшення строків повернення експортерами валютної виручки в країну тощо.

Але ж регуляторна практика 2014 року засвідчила, що запровадження цих обмежень не сприяло зростанню ЗВР, а призвело до протилежних наслідків. Зміст спричиненого девальвацією виклику щодо функціонування механізмів та інструментів валютного регулювання полягає також у неефективності застосування валютних обмежень.

Зменшення обсягів надходження іноземної валюти до країни, стрімке зниження золотовалютних резервів в

Таблиця 6. Динаміка обсягів операцій з купівлі-продажу готівкової іноземної валюти на міжбанківському ринку у 2008–2014 рр.

Період	Обсяги купівлі валюти банками		Обсяги продажу валюти банками	
	Абсолютне значення (млн. доларів США)	Темп зростання (у відсотках порівняно з попереднім роком)	Абсолютне значення (млн. доларів США)	Темп зростання (у відсотках порівняно з попереднім роком)
2008 р.	30 048.8	–	36 154.4	–
2009 р.	13 530.5	45.0	21 911.6	60.6
2010 р.	16 583.8	122.6	26 314.9	120.1
2011 р.	18 248.9	110.0	31 693.4	120.4
2012 р.	15 057.5	82.5	25 245.1	79.7
2013 р.	16 329.7	108.4	19 209.5	76.1
2014 р.	5 612.9	34.4	8 023.1	41.8

Джерело: розраховано автором за даними Офіційного інтернет-представництва Національного банку України. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=6784393.

умовах зростання девальваційних очікувань, а також приховування валютних надходжень експортерами стимулювало НБУ вдатися до встановлення жорстких валютних обмежень з метою збалансування попиту і пропозиції на іноземну валюту, які полягали в запровадженні тимчасових обмежень на продаж валюти, банківських металів та заборони здійснювати платежі за деякими імпортними операціями². Також у серпні 2014 року НБУ встановив 100-відсоткову норму обов'язкового продажу валютної виручки, як під час фінансової кризи 1998 року. Через місяць цей норматив було зменшено до 75%. Практика регулювання валютного ринку минулих кризових років свідчить про ефективність валютних обмежень. Проте, як ми вже зазначали, у минулому році встановлені обмеження не забезпечили збалансування попиту і пропозиції валюти на міжбанківському ринку і не зупинили стрімкого зниження курсу гривні. На нашу думку, є три основні причини неефективності валютних обмежень.

Перша причина полягає в тому, що приєднання до статті VIII Статуту МВФ передбачає повну конвертованість національної валюти при здійсненні торговельних операцій. Встановлення ж обмежень означає порушення прав суб'єктів зовнішньоекономічних операцій³. Зважаючи на це,

² Постанови Правління Національного банку України № 515, № 591, № 626.

³ Введення обмежень було зумовлене стрімким відпливом капіталу з України. За даними експертів, мільярди доларів США були виведені з країни за контрактами з авансовими платежами або з оплатою без ввезення товару на територію країни. Постановою Правління Національного банку України від 29 серпня 2014 р. № 540 "Про введення додаткових механізмів для стабілізації грошово-кредитного та валютного ринків України" було встановлено заборону на проведення таких операцій [10].

представники вітчизняного бізнесу доклали максимум зусиль для скасування багатьох із цих обмежень.

Друга причина – це фактичне існування щонайменше чотирьох валютних курсів гривні: офіційного, міжбанківського, готівкового та ринкового (реального), за яким працює вітчизняний бізнес. Існування суттєвих відхилень між цими курсами не сприяло збільшенню надходжень на внутрішній валютний ринок. Крім цього, дефіцит валюти і тимчасові обмеження суми її купівлі в касах банків (200 доларів США однією особою протягом одного дня) спричинили створення умов для проведення валютних спекуляцій на курсовій різниці та розширення обсягів тіншового ринку, учасником якого не потрібно ідентифікувати свою особу та сплачувати пенсійний збір у розмірі 0.5%. Обсяги операцій з купівлі-продажу іноземної валюти на ринку готівкових продажів зменшилися майже втричі (див. таблицю 6). Це, на нашу думку, означає, що дві третини готівкових валютних коштів перемістилося на тіншовий ринок. Проте якщо порівняти обсяги операцій з готівковою іноземною валютою у кризовий 2008 рік, то зазначені обсяги скоротилися майже у п'ять разів.

Вивести операції з купівлі-продажу валюти з тіншового ринку, як свідчить досвід 1990-х років, буде дуже важко. Принаймні запровадження 2-відсоткового податку на купівлю іноземної валюти фізичними особами з початку 2015 року точно не сприятиме детінізації готівкового валютного ринку.

Третя причина, яка полягає в неефективності валютних обмежень на ринку, на наш погляд, є наслідком неможливості їх застосування за постійного зростання попиту на іноземну валюту в умовах дефіциту її

Таблиця 7. Темпи приросту грошових показників у 2010–2014 рр.

Період	M0	M1	M2	M3	Відсотки
					Грошова база
2010 р.	16.5	24.0	23.1	22.7	15.7
2011 р.	5.3	7.3	14.2	14.7	6.3
2012 р.	5.5	3.9	13.1	12.8	6.4
2013 р.	17.0	18.7	17.5	17.6	20.3
Жовтень 2014 р.	18.5	12.9	5.6	5.5	8.3

Джерело: розраховано автором за даними "Бюлетеня Національного банку України". – 2014. – № 12. – С. 52, 75.

Таблиця 8. Динаміка обсягів депозитних вкладів у банківській системі України у 2010–2014 рр.

Період	Усього (млн. грн.)	У тому числі				Офіційний курс гривні щодо долара США на кінець року
		у національній валюті		в іноземній валюті		
		абсолютний показник	%	абсолютний показник	%	
2010 р.	416 650	239 302	57.43	177 348	42.56	7.9617
2011 р.	491 756	280 440	57.02	211 316	42.98	7.9898
2012 р.	572 342	320 268	55.95	252 074	44.05	7.9930
2013 р.	669 974	421 754	62.95	248 220	37.05	7.9930
Жовтень 2014 р.	636 846	367 350	57.68	269 496	42.32	12.9506

Джерело: Розраховано автором за даними "Бюлетеня Національного банку України". – 2014. – № 12 (261). – С. 89; та за даними Офіційного інтернет-представництва Національного банку України. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/control/uk/currency/currency/search>.

пропозиції. Адже за всі роки існування України як незалежної держави не було створено альтернативних ринків фінансових інструментів (акцій, облігацій, деривативів тощо), які також виконували функцію засобу нагромадження та збереження грошових коштів суб'єктів економічних відносин.

ТРЕТІЙ ВИКЛИК

Третім викликом, спричиненим девальвацією, є наявність зв'язку з інфляцією. Зазначимо, що падіння курсу гривні в Україні завжди провокувало сплеск інфляції. Так, у 1998 році темп інфляції на споживчому ринку зріс до 20% порівняно з 10.5% у 1997 р.; у 2008 р. – до 22.3% з 16.6% у 2007 р.; у 2014 р. – до 24.9% з 0.5% у 2013 р. Враховуючи надзвичайно складний алгоритм виходу України з інфляційної спіралі та економічного спаду, монетарна політика НБУ у попередні роки була спрямована на уповільнення динаміки цін, адже між знеціненням гривні та зростанням цін є пряма залежність.

Щодо минулого 2014 року, то в умовах економічної та політичної кризи Національний банк не міг обмежувати зростання грошової пропозиції, оскільки це недоцільно в час, коли необхідно рятувати економіку країни. Проте цілком зрозуміло, що за щоквартального зменшення ВВП (I квартал – на 1.2%, II квартал – на

4.6%, III квартал – на 5.5%⁴) грошовий обіг бажано було б скорочувати. Суттєві темпи приросту грошових агрегатів почалися ще у 2013 році (див. таблицю 7). При цьому показники агрегату M0 мали тенденцію до значного зростання і в 2013-му, і в 2014 роках. Щодо показника грошової бази, який також свідчить про кількість грошей поза банками, то темпи його приросту були суттєвими – до 20.3% ще у 2013 році. Зростання грошових показників (M0 та грошової бази) наочно відображають тенденцію до збільшення обсягів готівки поза банківською системою. Цьому перш за все сприяв вплив коштів із депозитних рахунків банків.

Дослідження науковців свідчать про те, що під час кризи "... у грошово-кредитної і фінансово-бюджетної політики з'являється неформальна спільна ціль – поліпшення платоспроможності й ліквідності економічних суб'єктів. Координація між цими двома інструментами макроекономічного регулювання набуває форми спільної діяльності, що дістає своє вираження в розробці спільних механізмів порятунку фінансових посередників та економічного стимулювання. Власні цілі тієї і другої стають обмеженими, за яких оптимізується спільна цільова функція. Фінансово-бюджетна політика розділяє турботу про підтримку фінансового стану суб'єктів економіки з грошово-кредитною політикою, вра-

⁴ Оперативна оцінка.

ховуючи власне обмеження – загрозове зростання дефіциту бюджету. Грошово-кредитна політика допускає потужніше емісійне фінансування економіки, враховуючи власне обмеження – дотримання цільового рівня інфляції. Крім цього, з'являється вже й формальна спільна ціль – забезпечення фінансової стабільності" [11, с. 66]. Саме для реалізації цієї формальної цілі у січні 2015 року створено Раду фінансової стабільності, до складу якої увійшли представники НБУ, Міністерства фінансів України, Фонду гарантування вкладів фізичних осіб, регуляторів ринків цінних паперів та фінансових послуг [12].

Щоб не порушувати вітчизняне законодавство, Національний банк України прямої емісії не здійснював. Проте зростання частки цінних паперів уряд у фінансових активах банку до 59.3% свідчить про його участь у фінансуванні державного бюджету.

ЧЕТВЕРТИЙ ВИКЛИК

Четвертий виклик пов'язаний із суперечністю ідеології підтримки банківського сектору в умовах девальвації гривні. Поведінка власників депозитних рахунків у момент стрімкого знецінення курсу національної валюти має завжди надзвичайно важливе значення для діяльності будь-якого банку. У 2014 році проблеми банків почалися з масового відпливу депозитних ресурсів. Дані, наведені в таблиці 8, свідчать про те, що загальний обсяг депозитів на кінець жовтня 2014 року зменшився порівняно з 2013 роком на 33.128 млрд. гривень, або на 4.9%. При цьому обсяги зменшення депозитів у національній та іноземній валютах були різними. Якщо депозити у національній валюті за січень – жовтень 2014 року зменшилися на 12.9%, то депозити в іноземній валюті за той самий період – на 31.8%⁵. До суттєвого скорочення обсягів депозитів в іноземній валюті, на нашу думку, призвели такі чинники:

- побоювання щодо можливого неповернення коштів банками;
- обмеження НБУ щодо видачі коштів в іноземній валюті в еквіваленті 15 тис. гривень щодня (на кінець грудня 2014 року в перерахунку за офіційним курсом гривні ця сума

⁵ За нашими розрахунками, на початок січня 2014 року сума депозитів в іноземній валюті у доларовому еквіваленті становила 30.5 млрд. доларів США, на кінець жовтня ця сума зменшилася до 20.8 млрд. доларів США.

Таблиця 9. Показники підтримання Національним банком України ліквідності банків, зміни курсу гривні та рівня інфляції у 2014 році

Місяць	Обсяги рефінансування (млн. грн.)		Зміни курсу гривні ⁶ девальвація/ревальвація (-)	Рівень інфляції (%)	
	Загальний обсяг	У тому числі кредити під програми фінансового оздоровлення			
		абсолютне значення			частка (%)
Січень	8 456.01	27.50	0.3	0.0	0.2
Лютий	22 288.33	5 598.64	25.1	24.9	0.6
Березень	32 313.65	1 145.00	3.5	12.9	2.2
Квітень	23 371.23	1 000.00	4.3	3.7	3.3
Травень	18 355.82	8 732.70	47.6	3.3	3.8
Червень	15 116.06	6 660.00	44.01	-0.5	1.0
Липень	10 195.79	395.00	3.9	2.6	0.4
Серпень	8 189.65	0.0	0.0	13.7	0.8
Вересень	3 933.83	960.00	24.4	-1.3	2.9
Жовтень	10 052.92	2 500.00	24.9	0.0	2.4
Листопад	27 169.97	0.0	0.0	15.6	1.9
Грудень	42 932.95	1 150.00	2.7	4.7	3.0
Усього:	222 376.21	12 692.50	5.4	97.3	24.9

Джерело: складено автором за даними Офіційного інтернет-представництва Національного банку України. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=13718707>.

⁶ Розраховано за показником офіційного номінального курсу гривні.

дорівнювала 951.2 долара США);
– дефіцит іноземної валюти в деяких банках.

Щодо впливу депозитів із банківської системи, то існують різні думки з цього приводу. Деякі експерти вважають, що зупинити цей процес необхідно було шляхом запровадження мораторію на зняття коштів із рахунків фізичних осіб [13]. Проте заборони мають лише тимчасовий позитивний ефект. Загалом необхідно розуміти, що власник грошей цінує в них такі якості, як купівельна спроможність, властивість приносити інвестиційний дохід і властивість бути прийнятими як платіжний засіб іншим учасником ринку. Зменшення купівельної спроможності грошей означає, що з часом їх можна обміняти на меншу кількість товарів і послуг, а значне зменшення купівельної спроможності призводить до того, що гроші перестають виконувати функцію нагромадження. Гроші можуть бути корисними для їхнього власника як самозростаюча вартість: вільні ресурси, вкладені на банківський рахунок або у цінні папери, приносять власнику певний дохід. Але власник коштів повинен бути впевненим, що він у будь-який момент безперешкодно скористається ними. Якщо такої впевненості у власника грошей немає, то він намагається захистити їх будь-яким іншим способом.

Із початком масового впливу депозитів у банків почалися такі проблеми: погіршення якості кредитного портфеля, падіння ліквідності, недотримання нормативів. Наслідком цього було введення до деяких фінансових

установ тимчасових адміністрацій. Політика загального збільшення ліквідності банківської системи здійснювалася за допомогою операцій з рефінансування. Впродовж минулого року банкам надано величезні фінансові ресурси, частина з яких була отримана для виконання економічних нормативів (кредити “овернайт”), а частина – на програми з фінансового оздоровлення банків (див. таблицю 9). Частка останніх у загальних обсягах рефінансування за 11 місяців 2014 року становила всього 6.4%. Достовірних даних щодо того, яка частка з цих коштів перемістилася на валютний ринок немає, оскільки офіційні джерела їх не надають. Але те, що частина ресурсів з кредитів на фінансове оздоровлення банків була використана для купівлі іноземної валюти, цілком очевидно. За даними регулятора, лише 7 банків було виведено з ринку за порушення законодавства у сфері відмивання грошей.

Незважаючи на заходи НБУ, ліквідність банківської системи все ще залишається на незадовільному рівні, що не дає змоги банкам виконувати свої зобов'язання і зумовлює низьку довіру до банківської системи. Це підтверджується впливом депозитів із банків та конвертацією їх або в іноземну валюту, або у товари довгострокового використання.

Аналізуючи щомісячні обсяги рефінансування та порівнюючи їх із темпами девальвації гривні й індексом інфляції, можемо з певністю стверджувати, що між цими показниками є прямий зв'язок.

Отже, суперечність політики під-

тримки банківської системи полягає в тому, що, з одного боку, все робиться для її порятунку, а з другого, – девальвація гривні, що мимоволі підживлюється ресурсами з рефінансування, посилює кризу вітчизняної банківської системи. Так, восени минулого року з 15 великих банків тільки чотири пройшли стрес-тест, який засвідчив, що в докапіталізації на загальну суму 56 млрд. грн. мають потребу 11 банків: три державні, а також Приватбанк, “Надра”, “Дельта”, банк “Фінанси та кредит”, ВТБ-банк, Укрсиббанк, Промінвестбанк, Укрсоцбанк [14].

ВИСНОВКИ

Узагальнюючи результати розглянутих викликів та проаналізованих тенденцій, можемо наголосити на тому, що девальвація гривні ще більше загострила проблеми, які роками накопичувалися у вітчизняній економіці й не вирішувалися. Тому нині необхідно зосередитися на розв'язанні таких найгостріших проблем фінансово-банківської системи, як:

- низький рівень ліквідності національних грошей;
- нестача розвинутих фінансових ринків та якісних інструментів для заощаджень;
- несприятливе інституційно-правове середовище, яке стримує приплив іноземного капіталу;
- проблеми координації у взаємодії між НБУ та урядом;
- значний дефіцит державного бюджету і платіжного балансу;
- відсутність належних умов для функціонування альтернативних каналів грошової трансмісії;
- суперечність заходів підтримки банківського сектору в умовах кризи;
- неконтрольоване використання кредитів рефінансування на валютному ринку;
- відсутність механізмів залучення довгострокових гривневих ресурсів;
- значний дефіцит довіри до вітчизняного банківського сектору;
- недостатність обсягів золотовалютних резервів та пошук нестандартних джерел їх наповнення;
- високий рівень корупції.

Зазначений перелік нагальних проблем має стати основою для розробки системного антикризового плану дій, впровадження і реалізація якого дасть змогу зменшити втрати банківського сектору та оздоровити фінансовий ринок держави.



Список використаних джерел

1. Береславська О. Курсоутворення гривні в контексті змін у світовій валютній системі / О.Береславська // Вісник Національного банку України. – № 3. – 2014. – С. 10–16. – (Ukrainian source).

2. Бюлетень Національного банку України (електронне видання). – Листопад 2014 р. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=13617293>.

3. Платіжний баланс і зовнішній борг України. – Офіційне інтернет-представництво Національного банку України. – I квартал 2014 року. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=120403>.

4. Гайдучий А. Как Украине привлечь дополнительные \$10 млрд. /А.Гайдучий// – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://forbes.ua/opinions/1370748-kak-ukraine-privlech-dopolnitelnye-10-mlrd>.

5. Гайдучий А. Не за крихти. Україні потрібна якісно нова стратегія за-

лучення іноземного капіталу / А.Гайдучий // Дзеркало тижня Україна. – 2014. – 20 грудня. – С. 7. – (Ukrainian source).

6. Унковська Т. Як зупинити девальваційний торнадо/ Т.Унковська // Дзеркало тижня Україна. – 2014. – 13 грудня. – С. 1, 6. – (Ukrainian source).

7. Бюлетень Національного банку України. – 2014. – № 12 (261). – С. 53. – (Ukrainian source).

8. Про стан платіжного балансу в III кварталі 2014 року. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=91916>.

9. Украина с начала года привлекла почти \$ 9 млрд. валютных займов. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.fixygen.ua/news/2014/ukraina-s-nachala.html>.

10. Лямец С. Влада знищила авторитет Нацбанку / С.Лямец, Г.Калачова. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.epravda.com.ua/publications/2014/10/30/501982/>.

11. Кричевська Т. Фінансово-еконо-

мічна криза і виклики для грошово-кредитної політики / Т.Кричевська // Економіка України. – 2010. – № 4. – С. 65–75. – (Ukrainian source).

12. Голова Національного банку України оголосила про створення Ради фінансової стабільності. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.kreschatik.kiev.ua/ua/4600/news/1421311640.html>.

13. Физические лица забрали из украинских банков 46 млрд. грн. депозитов – эксперт. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://news.finance.ua/ru/news/~/336816>.

14. Дубинський О. Фінансова недовіра /О.Дубинський/. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.epravda.com.ua/publications/2014/11/3/502509/>.

15. Платіжний баланс і зовнішній борг України. – Офіційне інтернет-представництво Національного банку України. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=58128.

Процентна політика/

Динаміка облікової ставки Національного банку України в 1992–2014 рр.
Dynamics of the National Bank of Ukraine discount rate in 1992–2014

Період дії		Відсотки річні	Період дії		Відсотки річні
від	до		від	до	
25.06.1992 р.	15.11.1992 р.	30,0	07.07.1998 р.	20.12.1998 р.	82,0
16.11.1992 р.	28.02.1993 р.	80,0	21.12.1998 р.	04.04.1999 р.	60,0
01.03.1993 р.	30.04.1993 р.	100,0	05.04.1999 р.	27.04.1999 р.	57,0
01.05.1993 р.	30.06.1994 р.	240,0	28.04.1999 р.	23.05.1999 р.	50,0
01.07.1994 р.	31.07.1994 р.	190,0	24.05.1999 р.	31.01.2000 р.	45,0
01.08.1994 р.	14.08.1994 р.	175,0	01.02.2000 р.	23.03.2000 р.	35,0
15.08.1994 р.	24.10.1994 р.	140,0	24.03.2000 р.	09.04.2000 р.	32,0
25.10.1994 р.	11.12.1994 р.	300,0	10.04.2000 р.	14.08.2000 р.	29,0
12.12.1994 р.	09.03.1995 р.	252,0	15.08.2000 р.	09.03.2001 р.	27,0
10.03.1995 р.	28.03.1995 р.	204,0	10.03.2001 р.	06.04.2001 р.	25,0
29.03.1995 р.	06.04.1995 р.	170,0	07.04.2001 р.	10.06.2001 р.	21,0
07.04.1995 р.	30.04.1995 р.	150,0	11.06.2001 р.	08.08.2001 р.	19,0
01.05.1995 р.	06.06.1995 р.	96,0	09.08.2001 р.	09.09.2001 р.	17,0
07.06.1995 р.	14.07.1995 р.	75,0	10.09.2001 р.	09.12.2001 р.	15,0
15.07.1995 р.	20.08.1995 р.	60,0	10.12.2001 р.	10.03.2002 р.	12,5
21.08.1995 р.	09.10.1995 р.	70,0	11.03.2002 р.	03.04.2002 р.	11,5
10.10.1995 р.	30.11.1995 р.	95,0	04.04.2002 р.	04.07.2002 р.	10,0
01.12.1995 р.	31.12.1995 р.	110,0	05.07.2002 р.	04.12.2002 р.	8,0
01.01.1996 р.	03.03.1996 р.	105,0	05.12.2002 р.	08.06.2004 р.	7,0
04.03.1996 р.	25.03.1996 р.	98,0	09.06.2004 р.	06.10.2004 р.	7,5
26.03.1996 р.	31.03.1996 р.	90,0	07.10.2004 р.	08.11.2004 р.	8,0
01.04.1996 р.	07.04.1996 р.	85,0	09.11.2004 р.	09.08.2005 р.	9,0
08.04.1996 р.	24.04.1996 р.	75,0	10.08.2005 р.	09.06.2006 р.	9,5
25.04.1996 р.	21.05.1996 р.	70,0	10.06.2006 р.	31.05.2007 р.	8,5
22.05.1996 р.	06.06.1996 р.	63,0	01.06.2007 р.	31.12.2007 р.	8,0
07.06.1996 р.	01.07.1996 р.	50,0	01.01.2008 р.	29.04.2008 р.	10,0
02.07.1996 р.	09.01.1997 р.	40,0	30.04.2008 р.	14.06.2009 р.	12,0
10.01.1997 р.	07.03.1997 р.	35,0	15.06.2009 р.	11.08.2009 р.	11,0
08.03.1997 р.	25.05.1997 р.	25,0	12.08.2009 р.	07.06.2010 р.	10,25
26.05.1997 р.	07.07.1997 р.	21,0	08.06.2010 р.	07.07.2010 р.	9,5
08.07.1997 р.	04.08.1997 р.	18,0	08.07.2010 р.	09.08.2010 р.	8,5
05.08.1997 р.	31.10.1997 р.	16,0	10.08.2010 р.	22.03.2012 р.	7,75
01.11.1997 р.	14.11.1997 р.	17,0	23.03.2012 р.	09.06.2013 р.	7,5
15.11.1997 р.	23.11.1997 р.	25,0	10.06.2013 р.	12.08.2013 р.	7,0
24.11.1997 р.	05.02.1998 р.	35,0	13.08.2013 р.	14.04.2014 р.	6,5
06.02.1998 р.	17.03.1998 р.	44,0	15.04.2014 р.	16.07.2014 р.	9,5
18.03.1998 р.	20.05.1998 р.	41,0	17.07.2014 р.	12.11.2014 р.	12,5
21.05.1998 р.	28.05.1998 р.	45,0	13.11.2014 р.		14,0
29.05.1998 р.	06.07.1998 р.	51,0			

Інформацію надано працівниками Генерального департаменту грошово-кредитної політики Національного банку України.