

**Олена Леонідівна МАЛАХОВА**

кандидат економічних наук, доцент кафедри банківської справи  
Тернопільський національний економічний університет

**Марія Василівна МАРУСИН**

студентка 4 курсу факультету банківського бізнесу  
Тернопільський національний економічний університет

## **РЕЖИМ ВАЛЮТНОГО ТАРГЕТУВАННЯ ЯК НАПРЯМ МАКРОЕКОНОМІЧНОЇ СТАБІЛІЗАЦІЇ В УКРАЇНІ**

### *Анотація*

*В статті розглядаються основні тенденції впливу валютного курсу на перебіг макроекономічних процесів в Україні. Досліджується досвід провідних країн світу в частині заходів грошово-кредитного регулювання. Обґрунтовується комплекс передумов, методів і заходів для ефективного запровадження валютного таргетування в Україні.*

***Ключові слова:** валютний курс, режими монетарної політики, інфляційне таргетування, валютне регулювання, цільовий орієнтир, грошово-кредитна політика.*

**Елена Леонидовна МАЛАХОВА**

кандидат экономических наук, доцент кафедры банковского дела  
Тернопольский национальный экономический университет

**Мария Васильевна МАРУСЫН**

студентка 4 курса факультета банковского бизнеса  
Тернопольский национальный экономический университет

## **РЕЖИМ ВАЛЮТНОГО ТАРГЕТИРОВАНИЯ КАК НАПРАВЛЕНИЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ СТАБИЛИЗАЦИИ В УКРАИНЕ**

### *Аннотация*

*В статье рассматриваются основные тенденции влияния валютного курса на макроэкономические процессы в Украине. Исследуется опыт ведущих стран в разрезе мероприятий денежно - кредитного регулирования. Обоснован комплекс необходимых условий, методов и мер для эффективного осуществления валютного таргетирования в Украине.*

***Ключевые слова:** обменный курс, режимы денежно-кредитной политики, таргетирование инфляции, валютное регулирование, целевой ориентир, денежно-кредитная политика.*

**Olena MALAKHOVA**

PhD in Economics, Associate Professor, Department of Banking  
Ternopol National Economic University

**Maria MARUSYN**

student Faculty of banking,  
Ternopol National Economic University

## **MODE CURRENCY TARGETING AS THE DIRECTION OF MACROECONOMIC STABILIZATION IN UKRAINE**

### *Abstract*

*In the article the basic tendencies of influence of exchange rate on macroeconomic processes in the Ukraine are examined. Is investigated the experience of the leading countries in the section of the measures of money credit - regulation. Is substantiated the complex of the necessary conditions, methods and measures for the effective realization of monetary targeting in the Ukraine.*

---

*The purpose of the research is the analysis of international experience in the use of different modes of inflation targeting, which used by the Central Bank to achieve the main goals of monetary-credit policy, and identifying the necessary conditions for the effective implementation of monetary targeting in Ukraine.*

*The method: research based on statistics of monetary policy of Ukraine and foreign countries, and expression of their own proposals for the introduction of a regime of monetary targeting in Ukraine.*

*The analysis of published scientific research leads to the conclusion that a number of important aspects of the impact of exchange rates on the stability of the macroeconomic environment, the effectiveness of the application of different types of inflation targeting in Ukrainian realities, taking into account the dependence of the economy from the currency factor remains insufficiently studied that allows authors to make their own contribution to the development of this problem.*

*To maintain the stability of exchange rates is necessary to ensure that the binding is not the dollar, and the currency basket. This method is the most soft and painless for the Ukrainian economy, because it will help smooth out the adverse effect of fluctuations of the external markets and relieve dependence on one currency. However, to this method of stabilization of exchange rates was effective, you need to first create a transparent, adequate to the requirements of Ukrainian market scheme of calculation of exchange rates, to ensure the availability of reserves in their respective currencies and develop a viable scheme targeting currency exchange rate.*

**Keywords:** exchange course, the regimes of money and credit policy, targeting of inflation, currency exchange regulation, purposeful orientate, money and credit policy.

**JEL Classification:** H8.

**Постановка проблеми.** Як засвідчує історичний досвід розгортання попередніх криз, в Україні кожен валютний шок (2008 р., 2014-2015 рр.) провокував стрімке розкручування інфляційних тенденцій у середньостроковій перспективі, причому рівень інфляції виявився помітно вищим порівняно з рівнем знецінення гривні. Тобто Україна має високу інфляційну вразливість до курсових шоків. Саме такі диспропорції ставали додатковим чинником посилення доларизації української економіки, оскільки саме в купівлі іноземної валюти населення вбачало відносно надійний засіб збереження власних заощаджень. За таких обставин, навіть в умовах реалізації політики інфляційного таргетування, центральний банк має бути готовим вживати першочергових заходів, спрямованих на приборкання девальвації, і вже на цій основі запроваджувати антиінфляційні монетарні заходи.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Світовий досвід таргетування номінального курсу національної валюти в країнах, що розвиваються став предметом комплексного наукового аналізу наступних економістів: М. Кігуела, Н. Лівітана, Р. Дорнбуша, С. Родригеза, Г. А. Кальво, Е. Хелплена, А. Разіна, А. Дразена, М. Уріб, С. Робело, С. А. Вейта. Особливості режиму валютного таргетування досліджували О. В. Мулярчук, Л. М. Рябініна та Н. Шморгай. Різні аспекти ефективності грошово-кредитної політики і регулювання валютного курсу представлені в роботах В. Є. Леонтьєва, Н. П. Радковскої, В. В. Бочарова, Є. Ф. Сисоєва, О. І. Лаврушина, М. Ю. Головена. Аналіз опублікованих наукових досліджень дозволяє зробити висновок, що ряд важливих аспектів впливу валютного курсу на стабільність макроекономічного середовища, питання ефективності застосування різних видів таргетування в українських реаліях з врахуванням залежності економіки від валютного фактора залишаються недостатньо вивченими, що дозволяє авторам внести свій власний вклад в розробку даної проблеми.

**Постановка завдання.** Метою наукової статті є аналіз впливу валютного курсу на перебіг макроекономічних процесів, а також виявлення необхідних передумов для ефективного запровадження валютного таргетування в Україні.

Завданнями наукової роботи виступають: 1) аналіз механізмів впливу валютного курсу на перебіг макроекономічних процесів; 2) вивчення міжнародного досвіду режимів монетарного регулювання; 3) обґрунтування комплексу передумов, методів і заходів для ефективного запровадження валютного таргетування в Україні.

Об'єктом даного наукового дослідження є валютне таргетування як один із методів макроекономічної стабілізації в Україні, що знаходять своє відображення у різного роду важелях та методиках організації функціонування вітчизняного грошово - кредитного ринку.

Предметом дослідження є комплекс взаємопов'язаних теоретичних і практичних засад стосовно забезпечення цінової стабільності в Україні шляхом запровадження режиму валютного таргетування.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** Сучасна економічна думка незалежно від її конкретного теоретичного спрямування визнає відповідальність держави за стан розвитку економіки країни, а отже, і її право впливати на економічне життя суспільства. Сьогодні всі визнають, що для реалізації свого впливу на економіку держава має розробляти відповідну грошово-кредитну політику на конкретний період. Так, в Постанові НБУ від 18.08.2015 р. № 541 «Про основні засади грошово-кредитної політики на 2016-2020 роки» чітко обґрунтовується бажання українського центрального банку перейти до режиму інфляційного таргетування з метою стабілізації інфляції на рівні 5%, що викликало неоднозначні думки. При цьому такий перехід повинен ґрунтуватися на безумовній пріоритетності цілі цінової стабільності та підпорядкування їй усіх інших цілей грошово-кредитної політики, а також використанні режиму гнучкого обмінного курсу. Тому, розуміємо, що режим монетарного таргетування як стратегію монетарної політики було відкинуто зразу, але чомусь, аналізуючи міжнародний досвід, було заявлено про перехід до режиму інфляційного, а не валютного таргетування, що було б доцільніше на сьогоднішній час.

Варто відзначити, що режим таргетування інфляції вже фактично здійснюється в Україні, проте ефективних результатів він не приніс, адже, починаючи з 2014 року інфляційні процеси почали виходити з під контроль і уже в березні 2015 року рівень інфляції становив 45,8%. У квітні 2016 року, як і прогнозував НБУ, споживча інфляція в річному вимірі сповільнилася до однознакового рівня (9,8% з 20,9% у березні). У місячному вимірі вона становила 3,5%. Про це свідчать дані, опубліковані Державною службою статистики України. Окрім того, щоб проілюструвати недовіру заходів в межах попереднього режиму таргетування, необхідно розглянути загальні показники грошово-кредитної політики, які безпосередньо характеризують загальний стан економіки (табл. 1).

**Таблиця 1**

**Показники грошово - кредитної політики України**

(побудовано авторами за даними [1; 2])

№	Показник	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1	Річний індекс інфляції, %	109,1	104,6	99,8	100,5	124,9	143,3
2	Грошова маса (М3), млн. грн.	597 871,6	685 514,6	773 198,6	908 994,3	956 727,7	994062,3
3	ВВП, млн. грн.	1082569	1316600	1408889	1454931	1566728	1430290
5	ВВП на душу населення, грн.	23648,0	28851,5	30928,6	32028,5	36495,9	46210,2
6	Фінансування державного бюджету, млн. грн.*	64265,5	23557,6	53445,2	64706,7	78052,8	-8 200,5
7	Валовий зовнішній борг України, млн. дол.	103 413	117 346	126 236	134 625	142 079	118729
8	Індекс реальної заробітної плати**, %	110,5	111,0	111,1	106,7	86,4	90,1
9	Номінальна середня з/пл., грн.	2 250	2 648	3 041	3 282	3 480	4362
9	Чиста міжнародна інвестиційна позиція***, млн. дол.	-39 545	-43588	-54330	-70624	-66796	-52169

\* за методологією МВФ на 01.01

\*\* до відповідного місяця попереднього року

\*\*\*за методологією КРБ 5 на 01.10

---

Варто зазначити, що протягом досліджуваного періоду спостерігається поступове збільшення грошової маси, проте загальний грошовий агрегат зменшився. Це свідчить про те, що НБУ намагався створити «гривневий голод» і цим підвищити курс національної валюти, що частково і вдалось. В окремі періоди це сприяло тимчасовому зміцненню гривні, адже по-перше, населення «злило» гривню, перевівши її в товарну форму і для прожиття вимушене було продавати валюту; по-друге, компанії-імпортери притримували гривню, тому що не вірили в курс долара за 20-22 грн., і в своїх розрахунках кінцевих цін використовували курс 29-30 грн./дол. США і 34-36 грн./євро.

Позитивним вважаємо значне збільшення ВВП на душу населення, проте Кабмін прогнозує на 2016 рік два сценарії: його падіння в 0,3% до зростання в 2%. Про це йдеться у постанові уряду від 5 серпня, в якій не виключають падіння ВВП у 2016 році на 0,3% при інфляції 14,7% [3]. Виникнення цінових та девальваційних шоків, формування перманентних дисбалансів у фіскальній та банківській сферах, у відносинах із зовнішнім світом призведе до подальшого уповільнення зростання ВВП з 1,6% в середньому у 2004-2014 роках до 0,9% у 2015-2025 роках. При цьому відбудеться чергове скорочення потенціалу зростання ВВП з 5% до 3% [4].

Одним із найвпливовіших факторів, що виражає дійсний стан економіки, і який при цьому є, на думку багатьох аналітиків, ключовою причиною знецінення гривні є платіжний баланс країн та обсяги зовнішнього державного боргу. Адже протягом 2003 – початку 2014 років курс гривні, незважаючи на значну динаміку міжнародних резервів, був відносно стабільним (що свідчить про наявність лагів між темпами зміни курсу гривні та динамікою резервів). Важливо відзначити, що на початку 2000-х років НБУ підтримував стабільність валютного курсу на основі торгів на міжбанківському ринку. Проте, через «виходи» курсу за межі встановленого коридору, НБУ здійснював валютні інтервенції, тим самим фіксує його. Тобто, можна вважати, що відбулися перші спроби валютного таргетування, що офіційно не затверджувалося.

Ще у 2004 р. Національний банк України зробив першу спробу впровадження режиму плаваючого валютного курсу. Однак така політика тривала менше року, і вже з 2005 р. НБУ повернувся до політики фактичного таргетування валютного курсу з метою забезпечення стабільності грошової одиниці та запобігання негативним ефектам девальвації на рівень цін. Незважаючи на політику фіксованого курсу, українська економіка страждала від хронічного дефіциту бюджету та стрімких темпів інфляції, які, своєю чергою, мали негативний ефект на експортне виробництво та сприяли збільшенню обсягу імпорту. Хронічний дефіцит поточного рахунку платіжного балансу, нестабільні капітальні та фінансові валютні потоки разом з екзогенними шоками призвели до утворення надлишкового попиту на валютному ринку та, як наслідок, двох етапів девальвації національної грошової одиниці в 2008 р. та 2014 р. [5, с.85].

На протязі 2008-2009 років спостерігається ріст волатильності валютного курсу, що було пов'язано із значними втратами української економіки внаслідок світової фінансової кризи. Тоді уряд робив значні валютні інтервенції (через падіння в кілька разів світових цін на основні експортно-орієнтовані товари – сільськогосподарську продукцію і металопродукцію – валютні надходження в країну значно знизились), щоб підтримати національну валюту. Але потім резерви знов почали зростати за рахунок значних зовнішніх запозичень (особливо активно в період 2010-2011 рр.). Найвище значення золотовалютних запасів країни було у травні 2011 року, після чого воно перманентно зменшувалося (через витрачання коштів на підтримання платіжного балансу та виведення коштів через офшорні зони), досягнувши еквіваленту 5,6 млрд. дол. США на кінець лютого 2015 року [6].

Уже на початку 2014 р., після довгих років застосування режиму фіксованого валютного курсу та використання міжнародних резервів для задоволення попиту на валютному ринку – разом з політичними та геополітичними шоками в економіці країни – НБУ зіткнувся з проблемою нової валютної кризи, коли наприкінці першого кварталу 2014 р. міжнародні резерви досягли рівня, нижчого за 3 місяці імпорту, що було негативним сигналом для

інвесторів та населення, створюючи панічні настрої та, як наслідок, ще більший вплив іноземної валюти з банківської системи.

Низький рівень міжнародних резервів зробив неможливим використання політики валютних інтервенцій, що зазвичай застосовується центральним банком для стабілізації валютного попиту. За таких умов, без підтримки валютними інтервенціями, національна грошова одиниця девальвувала більш як на 300% з початку 2014 р. Згодом ситуація на валютному ринку стабілізувалася, що пов'язано з діями НБУ, який адміністративними заходами намагався зупинити валютну паніку та обмежити вплив іноземної валюти.

Уже станом на 01 січня 2016 року міжнародні резерви України становили 13 млрд. 300 млн. дол. США в еквіваленті. Слід також наголосити, що лише за 2015 рік обсяг резервів збільшився на 77% або на 5 млрд. 767 млн. дол. США. Втім, значну роль у збільшенні резервів за минулий рік відіграло надходження фінансової підтримки від Міжнародного валютного фонду та пов'язаного офіційного фінансування. Крім того, для поповнення резервів Національний банк України купував іноземну валюту безпосередньо на міжбанківському валютному ринку та під час валютних аукціонів, запроваджених у вересні 2015 року (рис. 1).

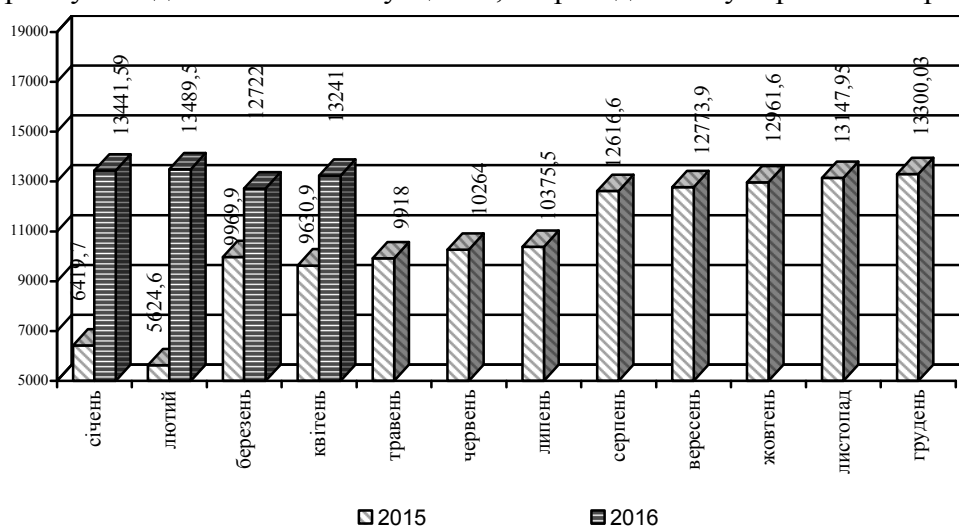


Рис. 1. Обсяги міжнародних резервів, млн. дол. США [8]

Надзвичайно важливим показником, що засвідчує значні зміни в економіці протягом останнього періоду є платіжний баланс, хоча в аналітичних джерелах він використовується не часто. Він є визначальним для курсу гривні, а отже може засвідчити про необхідність чи навпаки, відсутність потреби у зміні режиму грошово-кредитної політики.

Структура і динаміка платіжного балансу базується на двох основних складових: на стані економіки і розмірі державного боргу, при чому величина останнього фактично прямо пропорційно залежить від першого (чим більш розвинута економіка, тим менша необхідність у зовнішніх запозиченнях по відношенню до ВВП) [6]. Протягом 2010-2015 років експорт та імпорт товарів і послуг мають тенденцію до зменшення, проте по відношенню до ВВП збільшувалася.

Негативним моментом можна вважати великий обсяг валового зовнішнього боргу, що свідчить про фінансову залежність країни. За даними Державної служби статистики, сукупна сума імпорту за січень-червень 2015 року відповідає 17283,76 млн. дол. США. Таким чином, сума середнього тримісячного імпорту складає 8641,88 млн. дол. США, що в повному обсязі покривається наявним валовим обсягом золотовалютних резервів.

Як це не прикро, але збільшення розміру державного боргу (перед МВФ та іншими міжнародними фінансовими інституціями) дещо сприяло стабільності курсу гривні, адже ці кошти частково використовувались на валютні інтервенції. Зокрема, за офіційною позицією регулятора, до кінця року Національний банк України розраховує на зростання золотовалютних резервів країни до 17 млрд. дол. США в еквіваленті за рахунок реалізації

---

програми реформ і отримання міжнародної фінансової допомоги. В квітні 2014 року Україна і МВФ розпочали реалізацію дворічної програми «Stand-by» обсягом 17 млрд. дол. США, метою якої є підтримка макроекономічної стабільності країни та посилення механізмів економічного розвитку, спрямованих на забезпечення стійкого економічного зростання. Сукупно, в 2014 році Україна отримала від МВФ два кредитних траншу обсягом 4,6 млрд. дол. США. Проте, ці фінансові ресурси не сприяли зміцненню економіки, адже у найбільшій частці витрачалися на покриття дефіциту бюджету, звідки «перекочувувалися» через тендери на державні закупівлі в руки олігархічних структур; інша частина спрямовувалася на підтримку курсу та кредитно-фінансового становища банків (рефінансування і т.д.).

Окрім того розкручування кризових явищ в економіці може бути спровоковане борговими проблемами. Рефінансування заборгованості через отримання нових кредитів не вирішує питання неплатоспроможності країни, а переносить тягар виплат на наступні періоди. Враховуючи, що за цим сценарієм решта трансформаційних процесів, так само, як і у минулі періоди, відбуватимуться непослідовно і фрагментарно, боргова криза у черговий раз спіткає Україну у період найбільших виплат. Наслідки будуть аналогічні до тих, які вже спостерігались в Україні. Це – розгортання девальваційно-інфляційної спіралі, посилення відпливу капіталу, падіння інвестицій та споживчого попиту, скорочення виробництва.

Варто зазначити, що через значну девальвацію гривні, виконання боргових зобов'язань стає фактично неможливим у довгостроковій перспективі - станом на кінець грудня 2014 року (коли офіційний курс ще був 15,77 грн./дол. США) державний борг фактично вдвічі перевищував суму запланованих на 2015 рік доходів держбюджету (502 млрд. грн.). Якщо перерахувати показники внутрішнього боргу станом на 01.01.2015 року за курсом 21,015 грн./дол. США, його обсяг станом на вказану дату буде відповідати вже не 31,0 млрд. дол. США, в еквіваленті, а 23,26 млрд. дол. США, що на 1,21 млрд. дол. США менше від показника, відображеного у звіті Мінфіну на 01.07.2015 року. Виходячи з цього, можна зробити висновки, що без зміцнення національної валюти, що є одним із основних цілей валютного таргетування, обслуговування державного боргу може виявитися неможливим вже у найближчому періоді, не виключаючи 2016 рік.

Важливим є і той момент, що в бюджеті України на 2015 рік було прописано «Визначити на 31 грудня 2015 року граничний обсяг державного боргу в сумі 1,394 трлн. гривень». І тут ще потрібно враховувати, що ця сума була розрахована на основі курсу 21,7, тоді як економіка вже працює, використовуючи значно вищий курс. Згідно з аналітичними матеріалами Мінфінансів, середній строк до погашення боргу — 4,8 років, що є занадто оптимістичним розрахунком, враховуючи поточний стан економіки. Якщо кредитори не будуть надавати нові запозичення для рефінансування попередніх (по суті відтермінуючи строк погашення, адже відсотки за користування символічні для українських реалій), то Україну, швидше за все, чекатиме дефолт [6].

Що стосується банківської системи, то можна вважати, що з одного боку вона лише стала заручником несприятливої ситуації, проте протягом останнього періоду мало хто не критикував її за несвоєчасні та неефективні дії на валютному ринку. Навіть сам НБУ сам себе розкритикував наприкінці 2014 року (нагадаймо рішення Ради НБУ від 17 грудня 2014 р. № 30, в якому керівництво визнало «ситуативне прийняття рішень у здійсненні монетарної політики, що стало одним із факторів створення надмірного попиту на іноземну валюту на міжбанківському ринку та значною мірою призвело до різкого знецінення гривні») [7].

Дестабілізація валютного ринку України, що відбулась з початку 2014 року внаслідок сукупності політичних та соціально-економічних чинників, зумовила необхідність розробки та реалізації НБУ низки заходів, спрямованих на його врівноваження. Результати таких дій важко оцінити однозначно. Адже, зокрема, за період 2014 р. - I півріччя 2015 р. офіційний курс національної валюти зменшився з 799,3 грн./100 дол. США станом на 01.01.2014 р. до 2100,5 грн./100 дол. США станом на 01.07.2015 р. Протягом вказаного проміжку часу пікове значення офіційного курсу було зареєстроване 26 лютого 2015 року 3001,01 грн. за 100 дол. США. В I пів. 2015 року сукупний обсяг інтервенцій НБУ на міжбанківському валютному ринку (3203,6

млн. дол. США) був значно меншим, ніж показник за аналогічний період 2014 року (6264,7 млн. дол. США). Протягом 2014 року обсяг інтервенцій з продажу НБУ іноземної валюти міжбанківському валютному ринку (10146,1 млн. грн. в гривневому еквіваленті) значно перевищив обсяг купівлі іноземної валюти (980,9 млн. грн. в гривневому еквіваленті). Не покращилася і ситуація на валютному ринку за підсумками 2015 року (рис. 2).

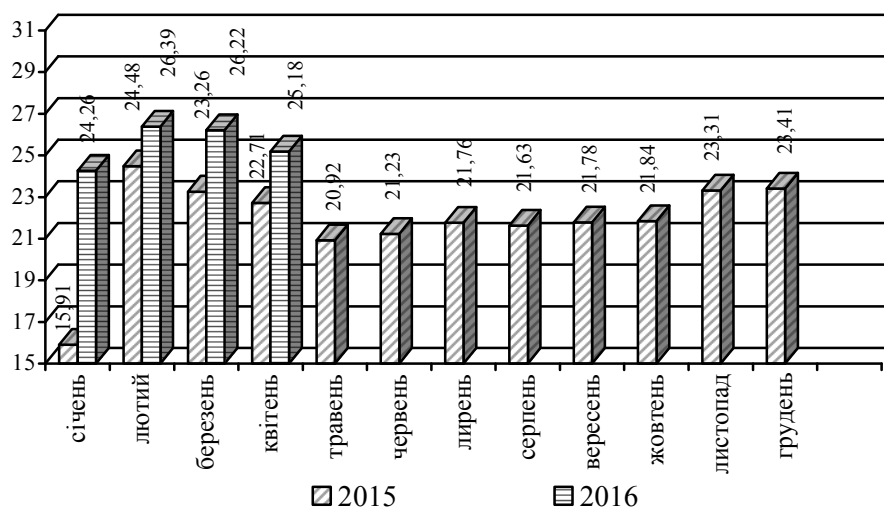


Рис. 2. Офіційний курс UAN / USD [8]

Окрім того, лише за I півріччя 2015 року обсяг депозитів, залучених в національній валюті, скоротився на 1,4% (5,1 млрд. грн.), склавши 359,4 млрд. грн. станом на 01.07.2015 р. Обсяг депозитів, залучених іноземній валюті, за цей же період зменшився на 19,6% (3,8 млрд. дол. США в еквіваленті) до 15,6 млрд. дол. США станом на 01.07.2015 р. Варто зазначити, що тенденцією останніх місяців є збільшення обсягу депозитів, залучених в національній валюті. В той же час така ситуація може бути пов'язана з невивплатою нарахованих відсотків за депозитними вкладками.

Тобто, можна вважати, що дефіцит готівкової іноземної валюти за одночасно високого рівня попиту, а також значна кількість адміністративних обмежень, обумовила виникнення незадоволеного валютного попиту та появу «чорного валютного ринку». Курси купівлі/продажу на «чорному ринку» відрізняються від значень обмінних курсів, встановлених комерційними банками, зазвичай, на 2-3 грн. в бік збільшення [9, с. 10-12].

Важливо відзначити, що за різними джерелами у банківському секторі за три квартали 2015 року отримано збитків від 52 млрд. грн. до 100 млрд. грн. Причинами цього можна назвати майже чотирикратну девальвацію валютного курсу гривні за 11 місяців 2015 року, яка є наслідком, головним чином, надлишкового емісійного грошового наповнення банківської системи, а також впливу валюти за межі країни. За девальвованої гривні зупинилося повернення банкам інвалютних позичок від внутрішніх боржників. Банки стали валютними, тобто реальними банкрутами. Іншою причиною можна назвати ріст збитковості реального сектора. Збиткові суб'єкти стали безнадійними боржниками банків, що розірвало і гривневі баланси останніх [10]. Важливим є той факт, що лише до жовтня 2015 року 22 банки знаходилися в режимі ліквідації, а в 33 відкликано ліцензії, що поєднувалося із значним спадом результатів їх діяльності (табл. 2).

Варто тут згадати і рішення НБУ щодо скасування індикативного курсу, яке з багатьох причин можна вважати правильним, але невчасним. Адже подальша девальвація національної валюти може завдати економіці лише шкоди.

Саме з цієї причини ми вважаємо за необхідність створити необхідний план стабілізації валютного курсу, який можна забезпечити за допомогою режиму валютного таргетування, а конкретно – встановлення у якості цільових орієнтирів меж плаваючого валютного курсу. Адже не слід забувати про те, що в минулому режим прив'язки обмінного курсу сприяв

накопиченню в Україні значних макроекономічних дисбалансів. Не зумовлював їх, а саме сприяв.

Таблиця 2

**Динаміка обмінного курсу і функціонування банківського сектора\***  
(побудовано авторами за даними [1; 2])

	2010	2011	Темпи приросту, %	2012	Темпи приросту, %	2013	Темпи приросту, %	2014	Темпи приросту, %	10.2015	Темпи приросту, %
Офіційний обмінний курс гривні до долара США, грн. за 100 доларів США*	796,17	798,98	<b>0,4</b>	799,3	<b>0,04</b>	799,30	<b>0,0</b>	1576,86	<b>97,3</b>	2290,40	<b>45,3</b>
Величина девальвації, %	0,29	-0,35	<b>-220,7</b>	-0,04	<b>-88,6</b>	0,00	<b>-100</b>	-97,28	-	-	-
Офіційні золотовалютні резерви, млн. дол. США	34576,0	31794,6	<b>-8,0</b>	24546,2	<b>-22,8</b>	20415,7	<b>-16,9</b>	7533,3	<b>-63,1</b>	12616,7**	<b>67,5</b>
Загальний обсяг кредитів рефінансування, млрд. грн.	5,2	28,8	<b>453,8</b>	97,6	<b>238,9</b>	71,5	<b>-26,7</b>	222,3	<b>210,9</b>	-	-
Кредити, надані комерційним і банками, млн. грн.	755030	825320	<b>9,3</b>	815327	<b>-1,2</b>	911402	<b>11,8</b>	1006358	<b>10,4</b>	934539	<b>-7,1</b>
Частка простроченої заборгованості за кредитами у загальній сумі кредитів, %	11,2	9,6	<b>-14,3</b>	8,9	<b>-7,3</b>	7,7	<b>-13,5</b>	13,5	<b>75,3</b>	20,4	<b>51,1</b>
Результат діяльності, млн. грн.	-13027	-7708	<b>-40,8</b>	4899	<b>163,6</b>	1436	<b>-70,7</b>	-52966	<b>-3788,4</b>	-56251	<b>6,2</b>
Облікова ставка НБУ	7,75	7,75	<b>0,0</b>	7,5	<b>-3,2</b>	6,5	<b>-13,3</b>	14,0	<b>115,4</b>	22,0	<b>57,1</b>
Кількість банків в режимі ліквідації	18	21	<b>16,7</b>	22	<b>4,8</b>	23	<b>4,5</b>	22	<b>-4,3</b>	22	-
Кількість банків, у яких відкликано ліцензії	9	4	<b>-55,6</b>	4	-	4	-	19	<b>375</b>	33****	<b>73,7</b>

\*на кінець періоду

\*\*на 31.08.2015

\*\*\*за 9 місяців



---

Отож, тут знову ж таки постає питання: чи було рішення щодо зміни режиму валютного курсу правильним? Звичайно, що так, тільки не в той час. Адже множинні обмінні курси шкодять, оскільки вони створюють сприятливі умови для нечесного арбітражу і збагачення тих, хто має доступ одночасно до формального і неформального ринку. Тому у НБУ не було іншого вибору, як ввести єдиний обмінний курс, в іншому випадку чорний ринок продовжував би збільшуватися, створюючи можливості для арбітражу для декількох гравців і, врешті-решт, вийшов би з-під контролю і моніторингу НБУ.

Крім того, уніфікація обмінних курсів, можливо, була заздалегідь зумовлена з МВФ, який неодноразово виступав за режим гнучкого обмінного курсу для України [11].

Основними причинами невчасного прийняття такого рішення є наступні.

По-перше, виходячи із існуючої ситуації, можна стверджувати, що обмінний курс гривні зараз визначається не фундаментальними факторами, такими як обсяги експорту та імпорту, а очікуваннями і настроями населення і бізнесу. А вони з багатьох причин (включаючи військові дії на Сході, недовіра НБУ) є категорично негативними.

По-друге, у розпорядженні НБУ недостатньо резервів, щоб заспокоїти можливу паніку на валютному ринку. Їх достатньо тільки для обслуговування зовнішнього боргу та сплати газових рахунків, і то протягом лише короткого періоду (4-6 місяців).

По-третє, щоб утримувати прив'язку, приміром, до долара США, Національний банк України повинен мати значний обсяг міжнародних резервів. А цієї передумови, на жаль, немає. Тому такий режим приречений на провал.

Особливе значення для розробки адекватної українським реаліям грошово-кредитної політики є узагальнення міжнародного досвіду. Так, нині важко визначити точну кількість країн, що використовують інфляційне таргетування, адже цей режим вплинув і на діяльність центральних банків країн, що використовують інші монетарні режими. Своє ефективне застосування він знаходить у країнах з розвинутою ринковою економікою і, менш успішно, країнах з перехідною економікою. В свою чергу, країни із високим рівнем відкритості національної економіки, де експорт-імпорт та рух капіталу визначають стан внутрішнього ринку, використовують саме валютне таргетування.

Окрім того складно судити про те, чи дійсно застосування інфляційного таргетування дозволяє країнам покращити свою економічну ситуацію. Різні вчені, проводячи свої дослідження, приходять до суперечливих результатів. Адже не зважаючи на те, що жодна з країн, яка впровадила даний режим не відмовилась від цієї монетарної стратегії, більшість з них відчуває суттєві проблеми у дотриманні цільового показника. Так, зокрема [12]:

- Чехія (1998 р.): цільовий показник інфляції знаходився в рамках заданого коридору лише протягом одного тривалого періоду (вересень 2001-травень 2002р.);
- Польща (1999 р.): цільовий показник інфляції знаходився в межах “коридору” лише 3 рази (серпень 1999 р., січень-червень 2001 р., січень-травень 2004 р.);
- Угорщина (2001 р.): цільовий показник знаходився в межах встановленого “коридору” протягом періоду з червня 2002 р. по листопад 2003р.

Як бачимо, зважаючи на світові тенденції, кількість країн, які використовують режим інфляційного таргетування, щорічно збільшується саме в Східній Європі, що мало неоднозначні наслідки.

Більшість країн із досліджених нами (табл. 3) запровадили режим інфляційного таргетування у певній формі, виходячи з негативного досвіду застосування попередніх режимів грошово-кредитної політики, які передбачали застосування і грошових агрегатів, і валютного курсу в ролі проміжних та операційних цільових орієнтирів.

Ці країни обрали інфляцію як номінальний якір, при цьому валютний курс, як і раніше, відігравав важливу роль. Адже, багато з них, перейшовши до режиму інфляційного таргетування тільки посилювали контроль над валютним курсом, тому в них важко визначити єдиний існуючий номінальний якір. До таких країн ми можемо віднести Болгарію, Латвію, Литву і Македонію. Наслідком таких дій стало виникнення безлічі проблем, пов'язаних з особливостями комунікаційної політики, встановленням довіри до нового

режиму, функціонуванням трансмісійних механізмів політики та наявністю фіскального домінування.

Таблиця 3

**Показники впровадження режиму інфляційного таргетування  
в країнах Східної Європи**

Країна	Рік впровадження інфляційного таргетування	Рівень інфляції при впровадженні інфляційного таргетування, %	Рівень інфляції у 2014 р., %
Чехія	1997	6,8	0,5
Польща	1998	10,6	0,7
Сербія	2006	10,8	2,3
Вірменія	2006	5,2	4,6
Албанія	2009	3,7	1,7
Грузія	2009	1,7	2,0
Молдова	2010	7,4	4,7

На жаль, досвід країн, де діє режим інфляційного таргетування, свідчить про тривалу боротьбу за фіксацію очікувань, навіть коли низький рівень інфляції утримується впродовж багатьох років. Через двадцять п'ять років після запровадження інфляційного таргетування домогосподарства та фірми в Новій Зеландії все ще передбачають інфляцію вищу від цільового показника. Цей процес може бути ще складнішим для України, яка має історію нещодавньої гіперінфляції.

Для країн, яких можлива небезпека гіперінфляції (не виключаємо Україну) єдиним способом стабілізувати економіку і зруйнувати стійкість інфляційних процесів є запровадження режиму валютного таргетування. Адже у такому випадку валютний курс стає єдиним «стабілізаційним ресурсом», який необхідно використати. Наслідком цього можуть стати значні покращення, зокрема прозорість грошової політики, забезпечена автоматичними діями центрального банку і підвищенням довіри з боку населення, що є надзвичайно позитивним фактором.

Адже сьогодні для української банківської системи характерними є неефективність комунікацій та недовіра до її напрямків діяльності. Адже, згідно із опитуваннями, які регулярно проводяться НБУ, перед самим початком глобальної фінансової кризи у 2008 році за його діяльністю стежили приблизно 10 відсотків фірм. У розпал кризи їхня частка зросла до 25 відсотків. На кінець 2012 року частка фірм, обізнаних із діяльністю НБУ, знову зменшилася до 10 відсотків і почала зростати в 2013 році, коли українська економіка впала в рецесію, а в 2015 році, коли інфляція досягла максимуму, – знову перевищила 25 відсотків. Єдиним можливим поясненням цього є недоліки комунікації з боку НБУ: його повідомлення не досить інформативні, щоб впливати на очікування агентів. Незмінність очікувань агентів, які отримують новини з НБУ, різко контрастує з даними, отриманими в країнах, де діє режим інфляційного таргетування (задекларований в Україні) і де центральні банки користуються високою довірою. Наприклад, отримання керівниками фірм інформації центрального банку про цільовий показник інфляції в Новій Зеландії приводить до суттєвого перегляду прогнозів інфляції, особливо коли спочатку не було визначеності щодо майбутньої інфляції. Це свідчить про велику роботу з вибудовування довіри, яка чекає на НБУ, і ця робота, ймовірно, триватиме не один рік.

Протягом процесу переходу до нового режиму майже всі країни, що розвиваються, пройшли період проголошення двох чітко заданих проміжних цільових орієнтирів: таргету інфляції і таргету валютного курсу (Польща, Ізраїль, Чилі, Угорщина). Така практика, зрештою, призвела до того, що ці таргети вступили у взаємне протиріччя. Країни, які одразу вирішили цю проблему на користь таргету інфляції (наприклад, Ізраїль та Польща),

---

поступово відійшли від встановлення чітко заданих таргетів валютного курсу, і цей процес був відносно плавним. Країни, в яких пріоритетність таргету інфляції не була чітко встановлена або змінювалася із часом (наприклад, Угорщина або Чилі на ранньому етапі переходу), постали перед проблемами, пов'язаними зі встановленням довіри до нового режиму. Наприклад, у Чилі від самого початку застосовувалася минула інфляція (а не таргет інфляції) при встановленні режиму прив'язки валютного курсу, а це практично унеможливило досягнення таргетів інфляції у довгостроковій перспективі. В Угорщині грошово-кредитна політика була політикою послаблення і мала на меті захист режиму валютного курсу в заданому інтервалі, тоді як інфляція значно перевищувала таргет інфляції, із часом призводячи до відмови від практики застосування інтервалів валютного курсу [1].

Саме тому, ми вважаємо, що задекларований в Україні режим таргетування інфляції повинне розглядатися лише як один із засобів її зниження, а не як самоціль грошово-кредитної політики. А доречним і найбільш ефективним все таки буде таргетування валютного курсу. По-перше, номінальний якір цільового показника валютного курсу фіксує темп інфляції для торгових товарів і таким чином сприяє безпосередньому контролю над інфляцією. По-друге, якщо існує довіра до цільового показника валютного курсу, це прив'яже інфляційні очікування до темпу інфляції в тій країні, до валюти якої прив'язана національна валюта. По-третє, таргетування валютного курсу забезпечує автоматичне правило для проведення грошової політики. В свою чергу, основними причинами для введення режиму валютного таргетування як напряму макроекономічної стабілізації в Україні є наступні:

- відкритість економіки та її інтегрованість у зовнішньоекономічне глобальне середовище, для якої характерна значна частка імпорту товарів внутрішнього ринку, що пояснює значний вплив валюти на учасників торгівлі, і на економіку в цілому;
- НБУ не може контролювати інфляцію наявними в нього інструментами через їх недостатню дієвість (наприклад, процентна ставка) і монополізм ринку;
- валютний курс є найбільш доступним та зрозумілим орієнтиром серед усіх цілей грошової політики НБУ для підприємств та домашніх господарств, тому вони орієнтуються на нього, а не на величину інфляції;
- значна частка активів і пасивів банківських установ, номінована в іноземній валюті, а тому забезпечення стабілізації валютного курсу є умовою фінансовою стійкості і стабільності банківської системи.

Важливою передумовою для запровадження даного режиму в Україні є і те, що незважаючи на проблеми валютного регулювання, які ми маємо сьогодні, саме валютне таргетування є одним із найкращих способів зламати сформовану в суспільстві «інфляційну» психологію таким чином, щоб ми не поверталися до нових кіл інфляції. Саме такі дії можуть стати «дисциплінуючими» для уряду і НБУ, що сьогодні вкрай необхідно. Відповідно грошова політика стає більш жорсткою, коли виникає тенденція до знецінення національної валюти, або, навпаки, послаблюється, коли виникає тенденція до підвищення курсу національної валюти. Таким чином, центральний банк позбавляється надмірної свободи у власних діях, які в подальшому характеризуватимуться ясністю і прозорістю, що робить даний режим цілком зрозумілим для людей.

Саме тому, на нашу думку, для підтримки стабільності валютного курсу необхідно забезпечити прив'язку не до долара, а до валютного кошика. Цей спосіб є найбільш м'який і безболісний для української економіки, адже він допоможе згладити несприятливий вплив коливань зовнішніх ринків, а також позбавить залежності від однієї валюти. Проте, щоб такий метод стабілізації валютного курсу був ефективним, необхідно насамперед створити прозору, адекватну вимогам українського ринку схему розрахунку валютного курсу, забезпечити наявність золотовалютних резервів у відповідних валютах і розробити дієву схему таргетування валютного курсу. Якщо українська економіка не відійде від поточної монетарної політики прив'язки до долара, «дорога» валюта для України спричинить за собою зниження попиту на вітчизняну продукцію, падіння конкурентоспроможності, а також збільшення торгового дефіциту.

---

**Висновки та подальші дослідження.** В свою чергу, за результатами аналітичного огляду валютного ринку та вивчення досвіду грошово-кредитної політики провідних країн світу, ми пропонуємо НБУ в контексті режиму валютного таргетування здійснити наступні заходи:

1) прив'язати гривню до мультивалютного кошика, що допоможе згладити несприятливий вплив коливань зовнішніх ринків, а також послабить залежність від однієї валюти;

2) з метою уникнення негативних шоків, які можуть призвести до загострення панічних настроїв у банківській системі необхідно встановити п'ятивідсотковий інтервал нижче та вище від бажаного рівня коливань валютного курсу;

3) при визначенні валютного курсу як номінального якоря, який є найбільш зрозумілим, розробити прозору та чітко сформовану комунікаційну та інформаційну політику, що забезпечить підвищення довіри з боку населення.

### **Список літератури**

1. Вісник Національного банку України [Текст] / щомісячний науково-практичний журнал Національного банку України. – 2015.- № 233.- 69 с.

2. Державна служба статистики України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>.

3. Кабмін опублікував прогноз по економіці на 2016 рік [Електронний ресурс].- Режим доступу: <http://korrespondent.net/business/economics>.

4. Політика економічного прагматизму // Інститут соціально-економічних досліджень ІСЕД. – [Електронний ресурс]. - Режим доступу: [http://ises.org.ua/uploads/files/NEP\\_big%2011%2007%202015.pdf](http://ises.org.ua/uploads/files/NEP_big%2011%2007%202015.pdf).

5. Фарина О. І. Оцінка факторів формування валютного курсу в Україні / О. І. Жмурко // Наукові записки. - 2014.- С. 85-89.

6. Девальвація гривні – результат некомпетентності влади чи об'єктивна реальність [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://commons.com.ua/devalvatsiya-grivni>.

7. Про стан виконання Основних засад грошово-кредитної політики на 2014 рік та її вплив на соціально-економічний розвиток України [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=13036999>.

8. Валютний ринок України за січень-квітень 2016 року [Електронний ресурс] / Українське рейтингове агентство «Рюрик». – Режим доступу: <http://www.rurik.com.ua/our-research/operanalytics/4419.html>.

9. Аналітичний огляд валютного ринку України за підсумками першого півріччя 2015 року [Електронний ресурс] / Українське рейтингове агентство «Рюрик». – Режим доступу: <http://www.rurik.com.ua>

10. Про загрозу банкрутства України [Електронний ресурс].- Режим доступу: [http://www.epravda.com.ua/publications/2015/11/3/565669/view\\_print](http://www.epravda.com.ua/publications/2015/11/3/565669/view_print).

11. Оценка изменения валютной политики НБУ [Електронний ресурс].- Режим доступу: [http://blogs.lb.ua/voxiukraineboard/296011\\_otsenka\\_izmeneniya\\_valyutnoy\\_politiki.html](http://blogs.lb.ua/voxiukraineboard/296011_otsenka_izmeneniya_valyutnoy_politiki.html).

12. Сучасні стратегії грошово-кредитної політики [Електронний ресурс].- Режим доступу: [http://www.u-fin.com.ua/analit\\_mat/gkr/034.htm](http://www.u-fin.com.ua/analit_mat/gkr/034.htm).

### **References**

1. Visnyk Natsionalnoho banku Ukrainy [Bulletin of the National Bank of Ukraine] / shchomisiachnyi naukovo-praktychnyi zhurnal Natsionalnoho banku Ukrainy - Monthly scientific-practical magazine of the National Bank of Ukraine – 2015.- no 233.- 69 s. [in Ukrainian]

2. Derzhavna sluzhba statystyky Ukrainy [State Office of statistics of Ukraine]. – <http://www.ukrstat.gov.ua>. Retrieved from. <http://www.ukrstat.gov.ua>. [in Ukrainian]

- 
3. Kabmin opublikuvav prohnaz po ekonomitsi na 2016 rik [The Cabinet of Ministers published a forecast for the economy for the year 2016] <http://korrespondent.net/business/economics>. Retrieved from <http://korrespondent.net/business/economics> [in Ukrainian]
  4. Polityka ekonomichnoho prahmatyzmu [The politics of economic pragmatism] Instytut sotsialno-ekonomichnykh doslidzhen ISED. – Institute of socio-economic research ISED. [http://ises.org.ua/uploads/files/NEP\\_big%2011%2007%202015.pdf](http://ises.org.ua/uploads/files/NEP_big%2011%2007%202015.pdf). Retrieved from [http://ises.org.ua/uploads/files/NEP\\_big%2011%2007%202015.pdf](http://ises.org.ua/uploads/files/NEP_big%2011%2007%202015.pdf) [in Ukrainian]
  5. Faryna O. I., Zhmurko O. I. Otsinka faktoriv formuvannia valiutnoho kursu v Ukraini [Evaluation of the factors of the formation of the currency exchange rate in Ukraine]. Naukovi zapysky - Scientific notes - 2014.- pp. 85-89 [in Ukrainian]
  6. Devalvatsiia hryvni – rezultat nekompetentnosti vlady chy obiektyvna realnist [Devaluation is the result of lack of power or objective reality]. <http://commons.com.ua/devalvatsiya-grivni>. Retrieved from <http://commons.com.ua/devalvatsiya-grivni>. [in Ukrainian]
  7. Pro stan vykonannia Osnovnykh zasad hroshovo-kredytnoi polityky na 2014 rik ta yii vplyv na sotsialno-ekonomichnyi rozvytok Ukrainy [On the status of implementation of the basic principles of monetary policy to 2014 and its impact on socio-economic development of Ukraine]. <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=13036999>. Retrieved from <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=13036999>. [in Ukrainian]
  8. Valiutnyi rynek Ukrainy za sichen-kviten 2016 roku [Foreign exchange market of Ukraine in January-April 2016] / Ukrainske reitynhove ahentstvo «Riuryk». – The Ukrainian rating agency "Rurik". <http://www.rurik.com.ua/our-research/operanalytics/4419.html>. Retrieved from <http://www.rurik.com.ua/our-research/operanalytics/4419.html> [in Ukrainian]
  9. Analitichnyi ohliad valiutnoho rynku Ukrainy za pidsumkamy pershoho pivrichchia 2015 roku [Analytical review of the currency market of Ukraine according to the results of the first half of the year 2015] / Ukrainske reitynhove ahentstvo «Riuryk». – The Ukrainian rating agency "Rurik". <http://www.rurik.com.ua>. Retrieved from <http://www.rurik.com.ua/our-research/operanalytics/4419.html> [in Ukrainian]
  10. Pro zahrozu bankrutstva Ukrainy [The threat of bankruptcy in Ukraine].- [http://www.epravda.com.ua/publications/2015/11/3/565669/view\\_print](http://www.epravda.com.ua/publications/2015/11/3/565669/view_print). Retrieved from [http://www.epravda.com.ua/publications/2015/11/3/565669/view\\_print](http://www.epravda.com.ua/publications/2015/11/3/565669/view_print) [in Ukrainian]
  11. Otsenka yzmeneniya valiutnoi polityky NBU [Estimation of a change in the currency policy NBU] [http://blogs.lb.ua/voxukraineboard/296011\\_otsenka\\_izmeneniya\\_valyutnoy\\_politiki.html](http://blogs.lb.ua/voxukraineboard/296011_otsenka_izmeneniya_valyutnoy_politiki.html). Retrieved from [http://blogs.lb.ua/voxukraineboard/296011\\_otsenka\\_izmeneniya\\_valyutnoy\\_politiki.html](http://blogs.lb.ua/voxukraineboard/296011_otsenka_izmeneniya_valyutnoy_politiki.html) [in Ukrainian]
  12. Suchasni stratehii hroshovo-kredytnoi polityky [Modern strategy of monetary policy]. [http://www.ufin.com.ua/analit\\_mat/gkr/034.htm](http://www.ufin.com.ua/analit_mat/gkr/034.htm). Retrieved from [http://www.ufin.com.ua/analit\\_mat/gkr/034.htm](http://www.ufin.com.ua/analit_mat/gkr/034.htm). [in Ukrainian]