

Міністерство освіти і науки України

Національний університет “Києво-Могилянська академія”

Факультет економічних наук

Кафедра фінансів

Кваліфікаційна робота

освітній ступінь - бакалавр

на тему: **«ВАЛЮТНИЙ КАНАЛ МОНЕТАРНОГО ТРАНСМІСІЙНОГО
МЕХАНІЗМУ: МОДЕЛЮВАННЯ ВЗАЄМОВПЛИВІВ ВАЛЮТНОГО
КУРСУ ТА ЕКОНОМІЧНИХ ПОКАЗНИКІВ»**

Спеціальності:

072 Фінанси, банківська справа та страхування

Бродіна Емма Володимирівна

Керівник: Глущенко С.В.,
кандидат економічних наук, доцент

Рецензент: Момотюк Л.Є.,
доктор економічних наук, професор
кафедри фінансів, банківської справи та
страхування Національної академії
статистики, обліку та аудиту

Кваліфікаційна робота захищена
з оцінкою « _____ »

Секретар ЕК _____ Донкоглова Н.А.
« ____ » _____ 2021 р.

Київ 2021

ЗМІСТ

ВСТУП	3
РОЗДІЛ 1 ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ВАЛЮТНОГО КАНАЛУ МОНЕТАРНОГО ТРАНСМІСІЙНОГО МЕХАНІЗМУ	7
1.1 Характеристика трансмісійного механізму грошово-кредитної політики	7
1.2 Поняття валютного каналу монетарного трансмісійного механізму	12
1.3 Міжнародний досвід дії валютного каналу трансмісійного механізму	17
Висновки до Розділу 1	22
РОЗДІЛ 2 ЕМПІРИЧНИЙ АНАЛІЗ ВАЛЮТНОГО КАНАЛУ ТРАНСМІСІЙНОГО МЕХАНІЗМУ В УКРАЇНІ.....	23
2.1 Інституційно-правове забезпечення валютно-курсової політики	23
2.2 Основні етапи формування валютно-курсової політики: ретроспективний аналіз	29
2.3 Основні показники впливу на валютний курс.....	42
Висновки до Розділу 2	49
РОЗДІЛ 3 ОЦІНКА ВЗАЄМОЗВ'ЯЗКІВ МІЖ ВАЛЮТНИМ КУРСОМ ТА ПОКАЗНИКАМИ ЕКОНОМІЧНОГО РОЗВИТКУ В УКРАЇНСЬКІЙ ПРАКТИЦІ	51
3.1 Моделювання впливу економічних показників на валютний курс.....	51
3.2 Проблеми та напрями удосконалення дії валютного каналу трансмісійного механізму грошово-кредитної політики України	59
Висновки до Розділу 3	67
ВИСНОВКИ.....	68
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	73
Додаток А	78
Додаток Б.....	81

ВСТУП

Актуальність теми. Аналіз та оцінка проблем та перспектив розвитку валютного каналу трансмісійного механізму є однією з визначальних передумов реалізації ефективної монетарної політики. Підходи до функціонування цього механізму суттєво відрізняються між країнами розвиненої економіки. Країни ж що розвиваються, а особливо їх підвид – країни перехідної економіки, лише починають розробляти прийнятну для них модель реалізації трансмісії, залежно від мети і цілей якої використовуються різні інструменти грошово-кредитної політики і, як наслідок, розвиваються різні канали її реалізації. Зокрема, здебільшого валютний канал проявляється саме у країнах, що розвиваються, де він має потенціал стати більш дієвим. Тому оцінка сучасного стану функціонування каналу обмінного курсу дає можливість визначити пріоритетні шляхи вдосконалення його прояву, щоб у майбутньому ефективна система монетарного трансмісійного механізму змогла стати одним із визначальних чинників економічного зростання України.

Згідно з **аналізом останніх публікацій**, пов'язаних із валютним каналом трансмісійного механізму, вивченню цього питання присвячено чимало наукових досліджень. Зокрема, особливості його функціонування піднімались у роботах таких іноземних авторів, як Дж. Кейнс [2], К. Кутнер [4], Дж. Тобін [5], Дж. Стразер [10], К. Кулкарні [30], С. Магі [31] та вітчизняних науковців, серед яких В. Міщенко [1], В. Званська [3], С. Глущенко [6], В. Плачинда [8], Ф. Ковальчук [9], О. Береславська [33], О. Жолудь [34], О. Павлова [49].

Метою роботи є характеристика теоретичних і практичних аспектів механізму дії валютного каналу монетарного трансмісійного механізму та оцінка взаємовпливів валютного курсу та економічних показників в Україні.

Досягнення поставленої мети передбачає вирішення таких **завдань**:

- узагальнення різних підходів до визначення поняття «монетарного трансмісійного механізму»;
- опис схеми дії та характеристика основних каналів його прояву;

- визначення поняття «валютного каналу трансмісійного механізму» та характеристика основних інструментів його реалізації;
- вивчення міжнародного досвіду дії валютного каналу трансмісійного механізму;
- визначення інституційної системи забезпечення функціонування валютно-курсової політики в Україні;
- огляд нормативного забезпечення валютно-курсової політики;
- аналіз основних етапів розвитку валютно-курсової політики;
- виокремлення основних показників впливу на валютний курс;
- визначення факторів, що впливають на обмінний курс в Україні за допомогою кореляційно-регресійного аналізу;
- окреслення основних проблем функціонування валютного каналу трансмісійного механізму;
- розробка рекомендацій для вирішення наявних недоліків на валютному ринку;
- формулювання власних висновків про стан і перспективи розвитку ефективного валютного каналу трансмісійного механізму в Україні.

Об'єктом дослідження є валютний канал монетарного трансмісійного механізму.

Предметом дослідження є теоретичні та прикладні аспекти проведення аналізу взаємовпливів між валютним курсом та економічними показниками в українській практиці.

Основними **методами**, використаними у роботі, є узагальнення (при визначенні поняття «трансмісійний механізм» та «валютний канал трансмісійного механізму»); системно-структурний (при визначенні інституційної системи забезпечення функціонування валютно-курсової політики в Україні); ретроспективний аналіз (при виокремленні основних етапів розвитку валютно-курсової політики); аналітичний (при визначенні основних показників, що впливають на валютний курс в Україні); метод кореляційно-регресійного аналізу

для побудови регресійного рівняння залежності обмінного курсу від облікової ставки, інфляції, обсягу експорту та процентних ставок за депозитами.

Для написання кваліфікаційної роботи використовувались такі **літературні та наукові джерела**: праці вітчизняних та закордонних авторів, дані Державної служби статистики України, Міністерства фінансів України, Національного банку України, Центру Разумкова, Світового банку, Центральних банків Таїланду, Бразилії, Австралії, США, ЄС та закони України.

Практичне значення роботи полягає в тому, що викладені у ній положення та сформульовані висновки слугуватимуть початковою базою для подальшої оцінки функціонування валютного каналу трансмісійного механізму в Україні, зокрема, впливу облікової ставки, рівня експорту, інфляції та процентних ставок за депозитами на обмінний курс, формування дієвих стратегій його розвитку, виправлення проблем, які існують на валютному ринку та не дають у повній мірі проявлятися особливостям трансмісійного механізму.

Ця робота має таку **структуру**: 3 розділи, розміщені на 83 сторінках, висновки та список використаних джерел. Кваліфікаційна робота містить 43 рисунки і 2 додатки.

У розділі 1 описуються теоретичні засади валютного каналу монетарного трансмісійного механізму, подається визначення понять «трансмісійний механізм», «валютний канал трансмісійного механізму», опис схеми дії трансмісії та визначаються основні канали її прояву, а також наводиться міжнародний досвід дієвості валютного каналу в економіках США, Бразилії, Таїланді, країнах ЄС та Австралії.

У розділі 2 визначено інституційну систему забезпечення функціонування валютно-курсової політики в Україні, за допомогою ретроспективного аналізу встановлено основні етапи реалізації валютно-курсової політики у країні у період з 1991 по 2021 роки, а також проаналізовано основні показники впливу на валютний курс в Україні.

У розділі 3 проведено економетричний аналіз для встановлення кількісних залежностей між обмінним курсом, обліковою ставкою, рівнем інфляції, рівнем

експорту та процентними ставками за кредитами. Крім того, проаналізовані проблеми розвитку валютного каналу трансмісійного механізму та наведено рекомендації для їх вирішення.

Ключові слова: валютний канал, трансмісійний механізм, обмінний курс, валютно-курсова політика, валютні інтервенції, валютний ринок, валютне регулювання, НБУ.

РОЗДІЛ 1 ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ВАЛЮТНОГО КАНАЛУ МОНЕТАРНОГО ТРАНСМІСІЙНОГО МЕХАНІЗМУ

1.1 Характеристика трансмісійного механізму грошово-кредитної політики

Основним завданням центральних банків є забезпечення стабільності їх національної грошової одиниці. Для його виконання національні банки мають підтримувати цінову та фінансову стабільність з метою сприяння сталому економічному розвитку країни.

Цінова стабільність знаходиться у сфері монетарної політики – політики держави, відповідно до якої уповноважена інституція контролює пропозицію грошей для того, щоб досягти стабільного значення інфляції, утримувати рівень безробіття населення на задовільному рівні та загалом – сприяти економічному зростанню держави. Центральний банк, враховуючи цілі, застосовує різні інструменти грошово-кредитної політики для впливу на фінансовий і реальний сектори економіки (рис. 1.1).



Рисунок 1.1 – Схема дії трансмісійного механізму.

Джерело: розроблено автором на основі даних [1].

Механізм, який забезпечує передачу змін між галузями економіки за допомогою певних каналів впливу, називається монетарним трансмісійним механізмом. Уперше термін «трансмісійний» або «передавальний механізм» використав Дж. М. Кейнс у праці «Загальна теорія зайнятості, процента та грошей», яким охарактеризував «систему змінних, через яку пропозиція грошей впливає на економічну активність» [2, с. 129]. На сучасному етапі розвитку економіки науковці не вважають пропозицію грошей єдиним визначальним фактором макроекономічних змін, тому під монетарною трансмісією мають на увазі механізм, через який центральний банк впливає на економіку загалом. Дія трансмісійного механізму реалізується через канали впливу – сукупність різних економічних змінних (рис. 1.2).



Рисунок 1.2 – Традиційні канали впливу трансмісійного механізму.

Джерело: складено автором на основі даних [3].

Процентний канал впливу згадується ще у роботі Дж. М. Кейнса [2] та вважається основним каналом монетарної політики. Його дія проявляється у регулюванні процентних ставок центральним банком. Основна ідея, закладена у процентному каналі, полягає у збільшенні номінальної грошової маси, що знижує процентну ставку внаслідок дії ефекту ліквідності, а це стимулює зростання інвестицій і сукупних витрат у цілому, що приводить до збільшення реального

випуску [4, с. 16]. Схематично його вплив можна представити так [3, с. 103]:
 Грошова маса $\uparrow \Rightarrow$ Процентна ставка $\downarrow \Rightarrow$ Інвестиції $\uparrow \Rightarrow$ Випуск \uparrow .

Уплив цього каналу іноді розбивають на ефекти заміщення та доходу. Варто зауважити, що канал заміщення працює, якщо в економіці поширені споживчі кредити або інші фінансові сервіси, призначені для споживачів товарів і послуг. Він побудований на перевагах економічних суб'єктів зберігати або витратити свої засоби у теперішній момент часу залежно від динаміки ринкової ставки відсотка. Наприклад, зниження процентних ставок зменшує привабливість заощаджень, проте збільшує поточне споживання, зокрема, через розширення кредитування, унаслідок чого росте сукупний попит і обсяг випуску. Схематично ефект заміщення проявляється так [3, с. 103]: Грошова маса $\uparrow \Rightarrow$ Процентна ставка $\downarrow \Rightarrow$ Заощадження $\downarrow \Rightarrow$ Споживання $\uparrow \Rightarrow$ Кредити $\uparrow \Rightarrow$ Сукупний попит $\uparrow \Rightarrow$ Випуск \uparrow . Канал доходу базується на підвищенні ліквідності фірми, що збільшує ймовірність повернення кредитів. Тобто у фірми збільшуються грошові потоки, тому зменшується необхідність брати позику, при цьому грошова маса зростає, а отже, процентні ставки знижуються, що стимулює перерозподіл доходу між кредитором і позичальником: купівельна спроможність позичальника зростає, тому зростає споживання і, як наслідок, сукупний попит. Схематично цей канал відображається так [3, с. 103]: Грошова маса $\uparrow \Rightarrow$ Процентна ставка $\downarrow \Rightarrow$ Грошові потоки $\uparrow \Rightarrow$ Ризик втрати $\downarrow \Rightarrow$ Кредити $\uparrow \Rightarrow$ Споживання $\uparrow \Rightarrow$ Інвестиції $\uparrow \Rightarrow$ Сукупний попит $\uparrow \Rightarrow$ Випуск \uparrow .

У кредитному каналі впливу основну роль відіграють банки: між позичальником і кредитором існує асиметрія інформації, а банки покликані її нівелювати. Відповідно передача імпульсів грошово-кредитної політики під час дії цього каналу здійснюється не через зміну процентних ставок, а через банківське кредитування реального сектору економіки. Виділяють канал банківського кредитування (вузький) і балансовий канал (широкий). Вузький канал діє в економіках, де банки є головним джерелом кредитування підприємств. При збільшенні центральним банком резервів комерційних банків збільшується їх ліквідність, а отже, у них збільшується пропозиція кредитних ресурсів, відповідно

фірми, залежні від кредитування, беруть більше позик, використовують їх як інвестиції та збільшують випуск продукції. Схематично це виглядає так [3, с. 104]: $\text{Грошова маса} \uparrow \Rightarrow \text{Резерви} \uparrow \Rightarrow \text{Кредити} \uparrow \Rightarrow \text{Інвестиції} \uparrow \Rightarrow \text{Випуск} \uparrow$. Широкий канал передбачає, що збільшення грошової пропозиції призводить до зростання цін фінансових активів компаній, зокрема, вартості їх акцій. Тобто висока вартість акцій слугує для банків своєрідним сигналом надійності повернення кредитів, тому вони збільшують пропозицію кредитних ресурсів. Схематично механізм працює так [3, с. 105]: $\text{Грошова маса} \uparrow \Rightarrow \text{Ціна акцій} \uparrow \Rightarrow \text{Ризик втрат банку} \downarrow \Rightarrow \text{Кредити} \uparrow \Rightarrow \text{Інвестиції} \uparrow \Rightarrow \text{Випуск} \uparrow$.

Канал цін активів уперше описаний теорією q-Тобіна [5, с. 423]. Принцип його дії дещо перекликається із дією балансового каналу: збільшення грошової маси також призводить до збільшення вартості акцій. Проте у цьому випадку більшу увагу приділяють аналізу дій позичальника, а не кредитора: збільшення вартості акцій підвищує капіталізацію компанію, що дає можливість нарощувати активи через інвестиції. Схема дії цього каналу може бути представлена так [3, с. 106]: $\text{Грошова маса} \uparrow \Rightarrow \text{Капіталізація (ціна акцій)} \uparrow \Rightarrow \text{q-Тобіна} \uparrow \Rightarrow \text{Інвестиції} \uparrow \Rightarrow \text{Випуск} \uparrow$.

Ще одним каналом впливу трансмісійного механізму є валютний канал або канал обмінного курсу. Цей канал проявляється здебільшого у країнах, що розвиваються, а отже, саме в цих країнах він має потенціал стати більш дієвим. Важливо наголосити, що валютний канал не діє у країнах з фіксованим валютним курсом, оскільки внутрішні процентні ставки у них мають ендогенне походження. Дія цього каналу базується на тому, що у короткостроковому періоді обмінний курс залежить від рівноваги на ринку фінансових активів. При збільшенні грошової маси зменшуються внутрішні процентні ставки, що зменшує попит на національну валюту, таким чином знижується номінальний і реальний курси національної валюти, відповідно чистий експорт і сукупний попит збільшуються. Схематично принцип дії валютного каналу можна подати так [3, с. 106]: $\text{Грошова маса} \uparrow \Rightarrow \text{Внутрішня процентна ставка} \downarrow \Rightarrow \text{Обмінний курс національної валюти} \downarrow \Rightarrow \text{Чистий експорт} \uparrow \Rightarrow \text{Випуск} \uparrow$.

Монетарний або грошовий канал впливу трансмісійного механізму ґрунтується на впливі грошової пропозиції на ціни активів. Застосування інструментів грошово-кредитної політики через зміну грошової бази веде до коригування структури активів і цін на них, що врешті-решт відображається на реальному секторі економіки [3, с. 107]. Схематично монетаристський канал можна представити так [3, с. 107]: Грошова маса $\uparrow \Rightarrow$ Резерви $\uparrow \Rightarrow$ Ціни фінансових активів $\uparrow \Rightarrow$ Кредити $\uparrow \Rightarrow$ Сукупний попит $\uparrow \Rightarrow$ Випуск \uparrow .

Крім того, існують специфічні канали дії трансмісійного механізму (рис. 1.3), які практикують у країнах з врахуванням певних особливостей їх економіки.

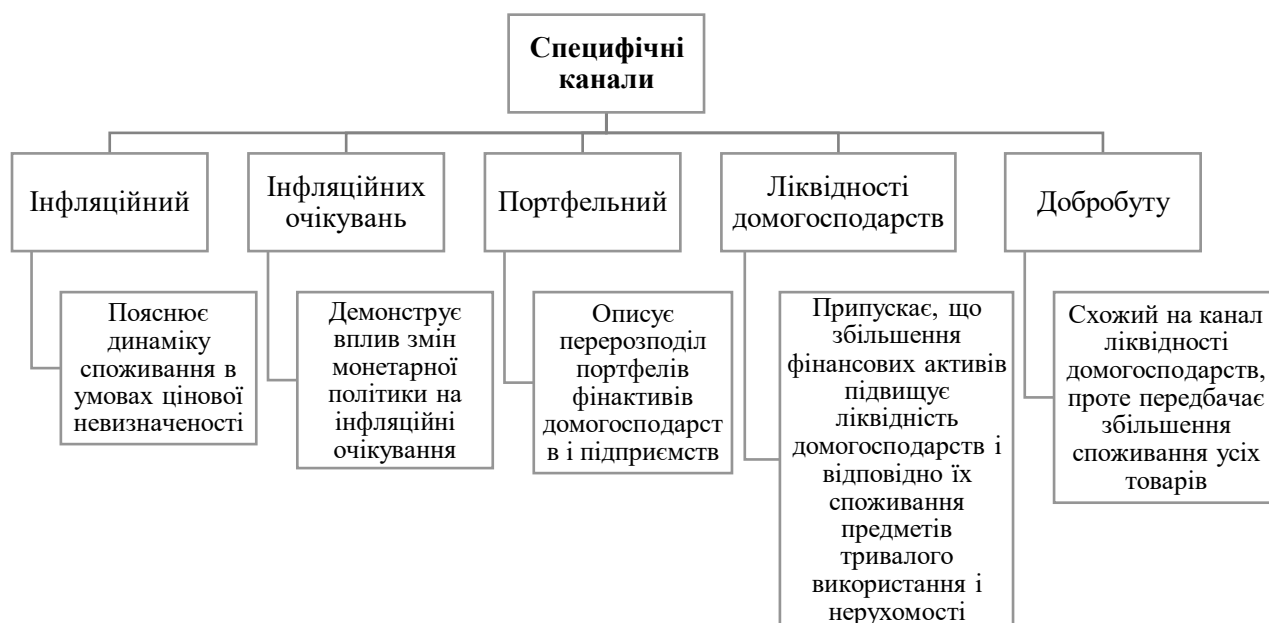


Рисунок 1.3 – Специфічні канали трансмісійного механізму.

Джерело: складено автором на основі даних [3].

Отже, у сучасних умовах монетарна політика буде ефективною при використанні різноманітних каналів трансмісії з врахуванням особливостей економіки конкретної країни.

1.2 Поняття валютного каналу монетарного трансмісійного механізму

Валютний канал трансмісії – це регулювання обмінного курсу шляхом використання інструменту купівлі-продажу валюти на ринку. Використання такого інструменту має два варіанти впливу на сукупні витрати суб'єктів економіки: прямий і непрямий – за допомогою зміни відносних цін. Прямий ефект проявляється при наявності попиту на імпортні товари: зміна валютного курсу призводить до зміни ціни на іноземні товари, що відповідно впливає на інфляцію. Непрямий ефект діє при зміні попиту на товари та послуги вітчизняного виробництва: якщо курс національної валюти зміцнюється, отже, вітчизняні товари стають дорожчими за імпортовані. Це призводить до зміни в сукупному попиті та провокує зміни чистого експорту, що відповідно до макроекономічного рівняння є невід'ємною складовою ВВП [6, с. 21].

Реалізується валютний канал впливу через валютну політику та валютне регулювання.

Валютна політика – це сукупність економічних, правових і організаційних заходів, які вживає держава для досягнення поставлених цілей у міжнародних валютних відносинах. Оскільки ця політика є складовою грошово-кредитної, то варто, зауважити, що їхня кінцева мета співпадає. Однак можна виділити специфічні цілі валютної політики: контроль валютних відносин у країні; підтримка рівноваги платіжного балансу та стабілізація надходження іноземної валюти на національний ринок; забезпечення стабільності національної валюти; створення сприятливих умов для ведення зовнішньоекономічної діяльності, а також захист національних та іноземних інвестицій.

Валютне регулювання – це діяльність державних органів влади, пов'язана із регламентацією відносин на валютному ринку. В Україні цей механізм реалізується на основі ЗУ «Про валюту та валютні операції», у якому вказано, що валютний нагляд за резидентами та нерезидентами здійснює НБУ та Центральний орган виконавчої влади.

Дія валютного каналу трансмісійного механізму проявляється через застосування загальних та спеціальних інструментів. На рис. 1.4 наведені засоби непрямого впливу.

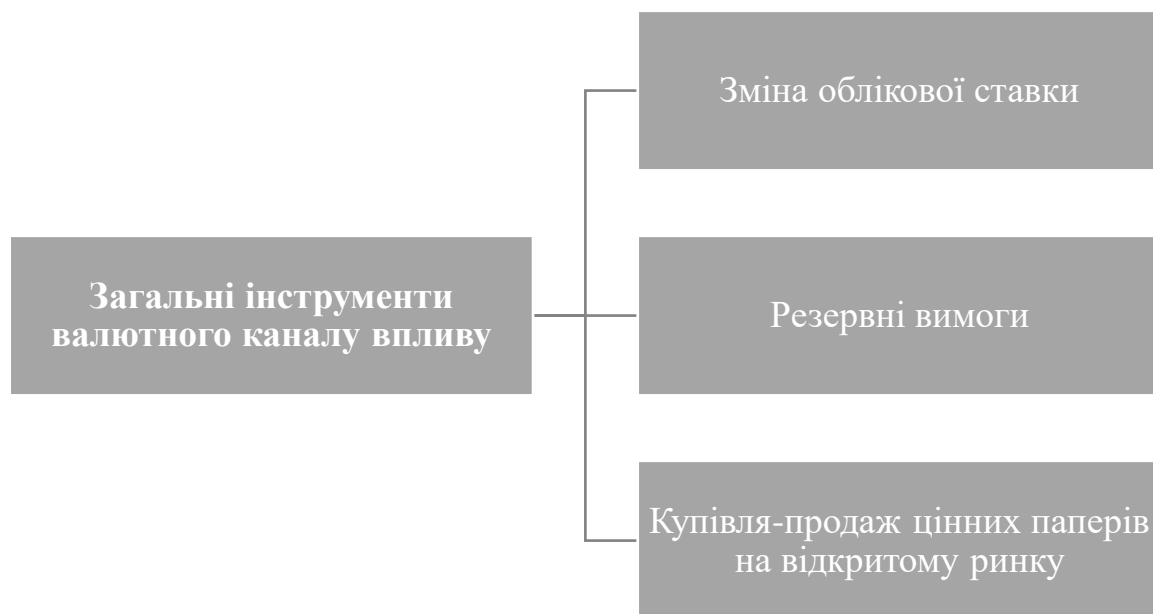


Рисунок 1.4 – Перелік загальних засобів валютного каналу впливу.

Джерело: складено автором на основі даних [6, с. 27].

Засоби непрямого впливу валютного каналу – це інструменти, які використовує центральний банк для досягнення стратегічних цілей монетарної політики. Тобто ці інструменти є загальними, їх застосування провокує зміни на валютному ринку, які призводять до виконання основних завдань не лише валютної, але й грошово-кредитної політики.

Зміна облікової ставки, або дисконтна політика – один із найвідоміших інструментів монетарної політики. Її підвищення призводить до ревальвації національної валюти через приплив короткострокового капіталу з країн, де облікова ставка нижча, що покращує стан платіжного балансу та зміцнює обмінний курс. Відповідно зниження обмінної ставки провокує зворотні процеси, наслідком яких є девальвація національної валюти.

Політика обов'язкових резервних вимог – класичний інструмент грошово-кредитної політики. Цей інструмент застосовується центральним банком для

страхування комерційних банків від втрати ліквідності та на відміну від інших інструментів, які застосовуються ситуативно, мінімальні обов'язкові резерви є постійно дієвими. Збільшення норми резервування призводить до зменшення грошової маси, що підвищує внутрішні процентні ставки, які підвищують попит на національну валюту, що спричиняє підвищення обмінного курсу.

Операції на відкритому ринку використовуються центральним банком для регулювання грошової маси купівлею, як правило, короткострокових цінних паперів. Відповідно їх купівля збільшує грошову масу, а отже, зменшує обмінний курс, продаж – зменшує грошову масу та підвищує обмінний курс.

Спеціальні інструменти впливу обмінного курсу можна поділити на економічні та адміністративні. Їх складові наведені на рис. 1.5.

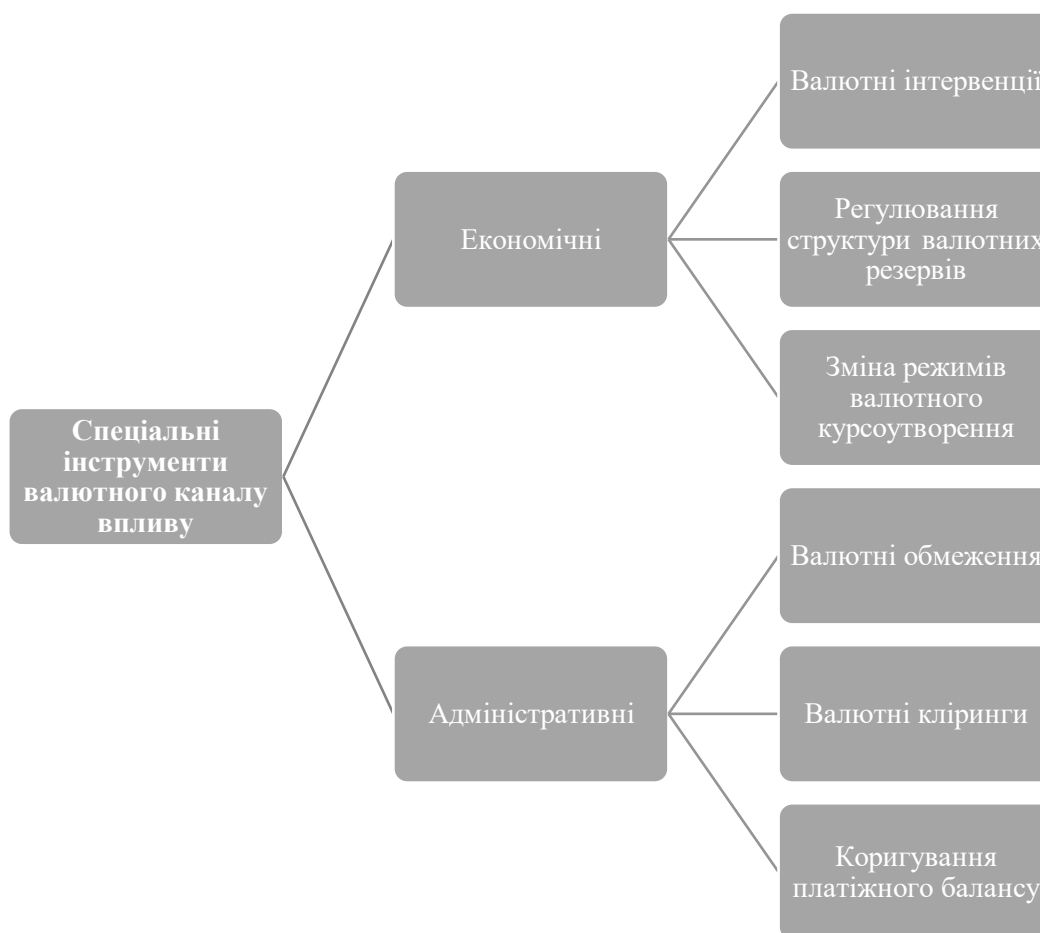


Рисунок 1.5 – Перелік спеціальних засобів валютного каналу впливу.

Джерело: складено автором на основі даних [6, с. 27].

Засоби прямого впливу валютного каналу – це спеціальні інструменти, які використовує центральний банк та інші уповноважені державні органи влади для досягнення цілей валютної політики. Згідно з рис. 1.5 до економічних інструментів належать валютні інтервенції, регулювання структури валютних резервів, а також зміна режимів валютного курсоутворення.

Валютні інтервенції – це вплив центрального банку на валютний ринок і обмінний курс шляхом купівлі-продажу іноземної валюти. Цей інструмент також називається девізною політикою. Направленість валютних інтервенцій залежить від мети, яку переслідує регулятор: для підвищення обмінного курсу відбувається продаж іноземної валюти, для зниження – її купівля. Варто зазначити, що такі операції центральні банки можуть проводити, використовуючи власні резерви валюти, укладаючи договори з країною для отримання кредиту у валюті цієї ж країни та продаючи цінні папери, що розміщені в іноземній валюті. У застосування цього інструменту є певна межа, яка проявляється в обмеженості розміру офіційних валютних резервів, а тому купівля валюти повинна супроводжуватись її продажем. Через це валютні інтервенції ефективні лише при незначних коливаннях платіжного балансу, якщо спостерігається його хронічний дефіцит краще використовувати валютні обмеження [7].

Структура валютних резервів регулюється шляхом продажу нестабільних валют і купівлею порівняно стабільних. Тобто при зростанні курсу певних національних валют збільшується їх частка у міжнародних резервах. Таким чином центральні банки намагаються мінімізувати ризик їх знецінення.

Ще одним економічним інструментом валютного каналу впливу є зміна режимів валютного курсоутворення. Варто зауважити, що валютні курси не є сталими, вони постійно змінюються або доповнюються. Через це існують різні підходи до їх класифікації, однак в економічній теорії все ж простежується спільна згода у тому, що в основному різні валютні курси можна поділити на фіксовані та гнучкі режими. При застосуванні фіксованого валютного курсу центральний банк бере на себе зобов'язання з підтримки паритету валютного курсу через валютні інтервенції (для яких потрібне накопичення значних золотовалютних резервів) та

підпорядкування монетарної політики цілям стабілізації валютного курсу в цілому [6, с. 32]. Через це обмінний курс або зовсім залишається незмінним, або знаходиться у межах певного діапазону. Використовуючи гнучкий режим курсоутворення, центральний банк не бере на себе таких зобов'язань, а валютний курс у країні визначається дією ринкових механізмів і законів на валютному ринку [6, с. 32]. Будь-які валютні інтервенції спрямовані на виправлення невиправданих коливань курсу, а не на підтримку його на певному рівні. У додатку А наведена де-факто класифікація режимів валютного курсу та засад монетарної політики МВФ від 2009 року [8].

Відповідно до рис. 1.5 адміністративними інструментами обмінного каналу є валютні обмеження, валютні кліринги та коригування платіжного балансу.

Валютні обмеження – це жорсткий засіб державного впливу, що проявляється у контролі над операціями на валютному ринку та зосереджені іноземної валюти. Такий інструмент застосовується для коригування обмінного курсу, накопичення іноземної валюти у розпорядженні держави, унеможливлення проведення валютних спекуляцій, а також для регуляції платіжного балансу. Форми валютних обмежень наведені на рис. 1.6.

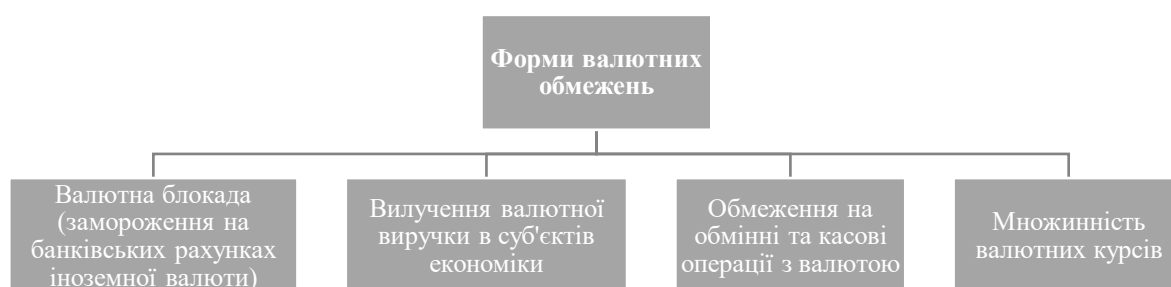


Рисунок 1.6 – Форми валютних обмежень.

Джерело: складено автором на основі даних [6, с. 30].

Валютні кліринги – це угоди, що укладаються між урядами двох і більше країн про взаємний залік міжнародних вимог і зобов'язань. Основними цілями використання такого монетарного інструменту є вирівнювання платіжного балансу без використання золотовалютних резервів; отримання пільгового кредиту від

контрагента, який має активний платіжний баланс; міра у відповідь на дискримінаційні дії іншої країни; безповоротне фінансування країною, яка має активний платіжний баланс, країну, яка має пасивний платіжний баланс [9, с. 78].

Коригування платіжного балансу в глобалізованому світі є одним із найголовніших напрямів державного регулювання разом із забезпеченням економічного зростання, обмеження безробіття та стримування інфляції. Його регулювання спрямоване на збільшення експорту, зменшення імпорту, залучення іноземного капіталу. Це досягається у рамках валютного каналу шляхом девальвації валюти (зменшується ціна на товари, що стимулює експорт і обмежує імпорт товарів), а також використанням валютних обмежень (зокрема, блокування або вилучення валютної виручки експортерів, ліцензування продажу іноземної валюти імпортерам, зосередження проведення валютних операцій в окремих банках).

1.3 Міжнародний досвід дії валютного каналу трансмісійного механізму

Розглянемо дію валютного каналу впливу трансмісійного механізму у різних за розвитком економіках світу. Розпочнімо з аналізу трансмісії у країнах ЄС та США.

Основним завданням ЄЦБ є досягнення стабільності цін. Його виконання досягається через вплив процентного каналу та каналу очікувань. Відповідно канал обмінного курсу використовується уже після двох попередньо названих каналів. Його дія ґрунтується на регулюванні внутрішньої ціни імпортованих товарів (безпосередньо кінцевих товарів, або опосередкований вплив на товари через зміну ціни на вхідні товари) та зовнішнього попиту (рис.1.7).

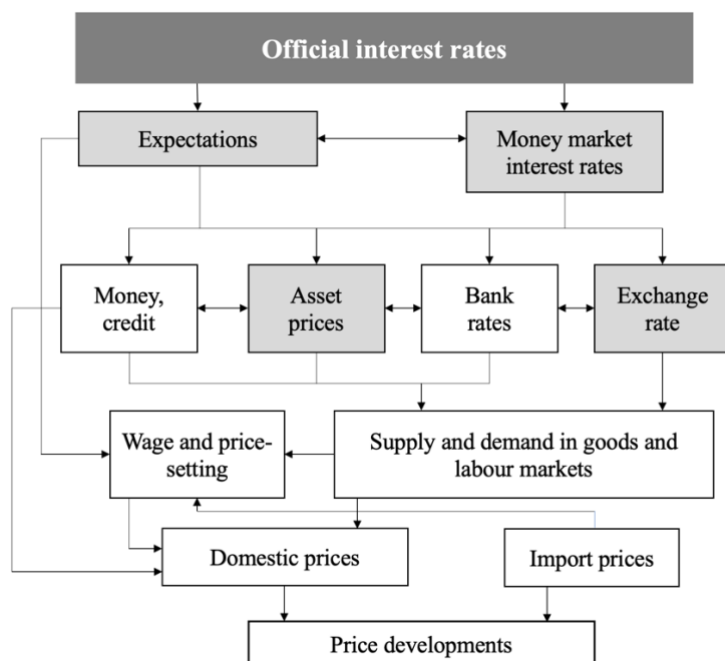


Рисунок 1.7 – Монетарний трансмісійний механізм ЄЦБ.

Джерело: створено автором на основі даних [10].

Принцип дії трансмісійного механізму ФРС схожий до механізму впливу ЄЦБ через те, що вони обидва створені за федеральним принципом. На рис. 1.8 подано механізм трансмісії у США.

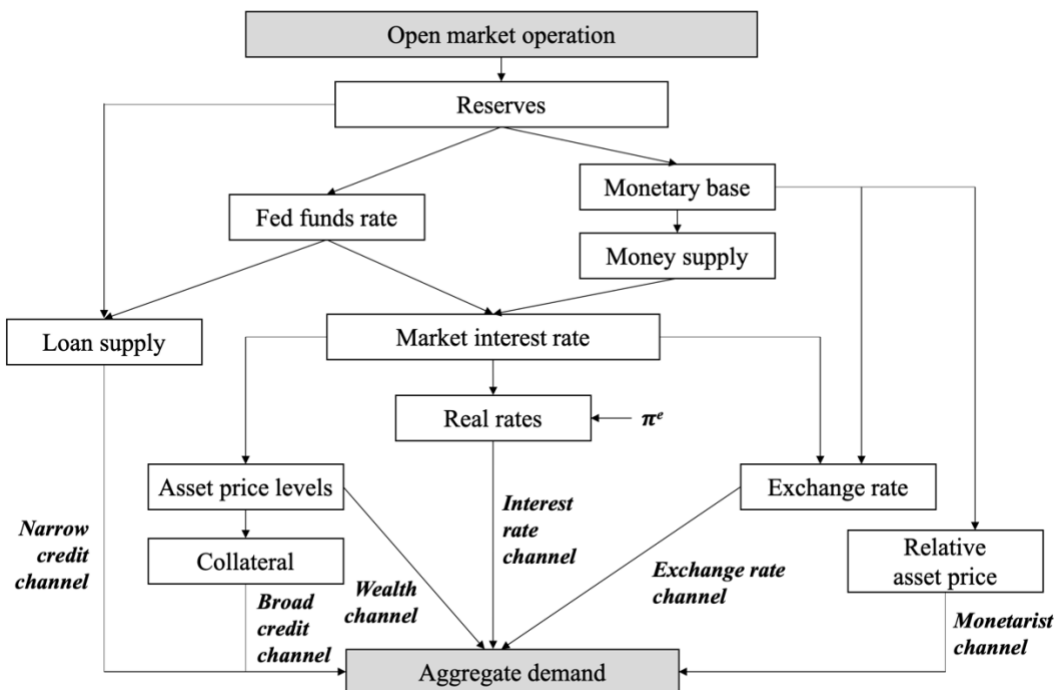


Рисунок 1.8 – Монетарний трансмісійний механізм ФРС.

Джерело: складено автором на основі даних [4].

З рис 1.8 очевидно, що основне завдання ФРС і ЄЦБ відрізняються: окрім підтримки цін для регулятора США важливо також досягнення економічного зростання. Валютний канал курсоутворення не є важливим для ФРС через стабільність національної валюти та загальну розвиненість економіки країни. Ланцюг трансмісії у США передається від зміни процентної ставки до зміни обмінного курсу через умову непокритого паритету процентних ставок, що впливає на коливання курсу. У цьому випадку принцип дії трансмісійного механізму США жодним чином не відрізняється від універсальної схеми: збільшення внутрішньої процентної ставки відносно іноземних призведе до зміцнення американського долара, зменшення чистого експорту та загального рівня сукупного попиту.

Проаналізуймо те, яку роль відіграє валютний канал у малих відкритих економіках світу. Зокрема, у Таїланді (рис. 1.9) цей канал відіграє важливу роль для забезпечення економічного зростання.

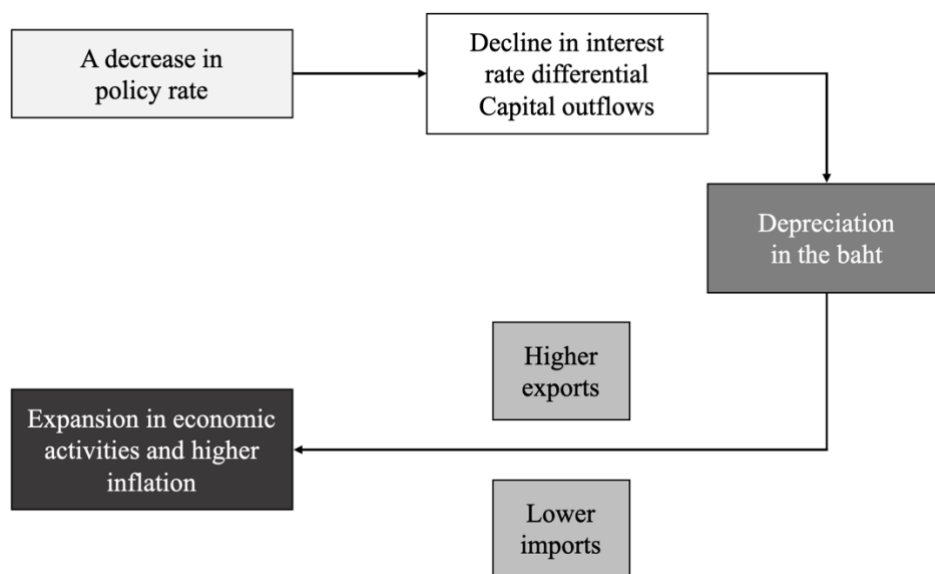


Рисунок 1.9 – Монетарний трансмісійний механізм центрального банку Таїланду.

Джерело: складено автором на основі даних [11].

Коли центральний банк Таїланду приймає рішення про зниження облікової ставки, відбуваються коригування короткострокових ставок грошового ринку. Рентабельність внутрішніх інвестицій зменшується порівняно з іноземними

інвестиціями, що спричиняє відтік капіталу. В результаті тайландський бат знецінюється, отримуючи користь від експорту, зайнятості та доходів. Ці фактори стимулюватимуть споживання. Крім того, знецінення тайландського бату спричиняє також зниження імпорту. Отже, чистий експорт збільшується і веде до вищого економічного зростання.

Трансмісійний механізм, що діє в Австралії, наведений на рис. 1.10.

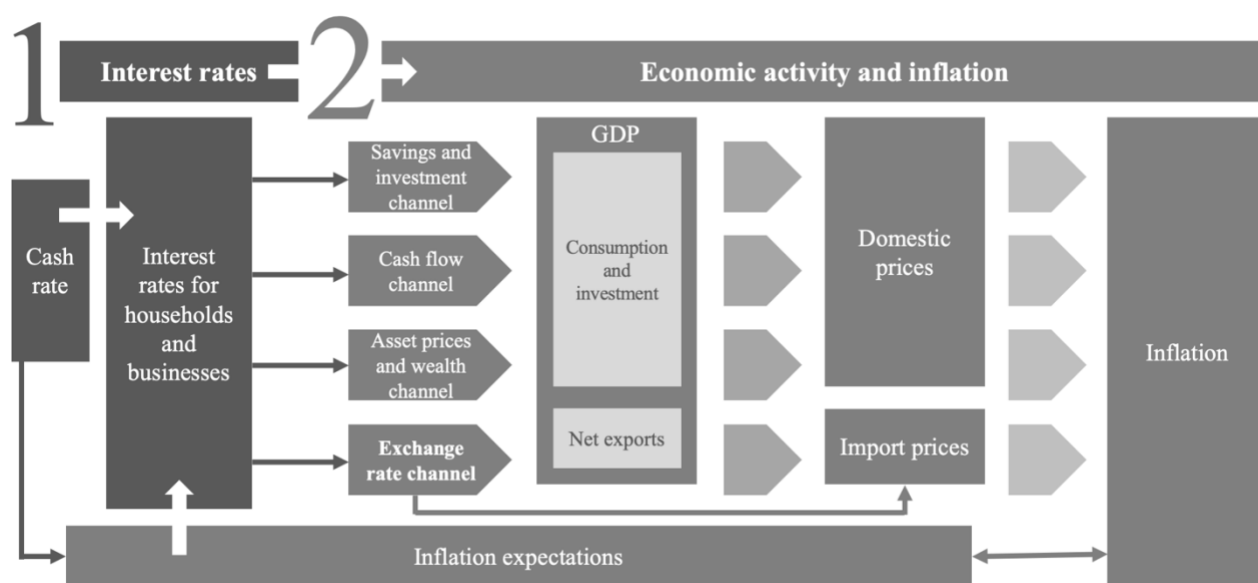


Рисунок 1.10 – Монетарний трансмісійний механізм центрального банку Австралії.

Джерело: складено автором на основі даних [12].

Центральний банк Австралії (Резервний банк) ефективно використовує валютний канал трансмісії. Зокрема, якщо Резервний банк знижує cash rate (це специфічний термін, який існує в Австралії та Новій Зеландії, його використовують для позначення банківської ставки та процентної ставки, яку центральний банк стягає за кредитами овернайт між комерційними банками), це означає, що процентні ставки в Австралії впали порівняно з процентними ставками в решті світу (за інших рівних умов). Відповідно зниження процентних ставок зменшує прибуток, який інвестори отримують від активів в Австралії (порівняно з іншими країнами). Менша прибутковість зменшує попит на активи в Австралії (а також на австралійські долари), а інвестори замість цього перекладають свої кошти на

іноземні активи (та валюти). Крім того, зниження процентних ставок (порівняно з рештою світу), як правило, провокує зниження обмінного курсу, що робить іноземні товари та послуги дорожчими порівняно з тими, що виробляються в Австралії. Це призводить до збільшення експорту та внутрішньої активності. Більш низький обмінний курс також сприяє інфляції, оскільки імпорт дорожчає в австралійських доларах.

На рис. 1.11 наведено дію валютного каналу трансмісійного механізму у Бразилії.

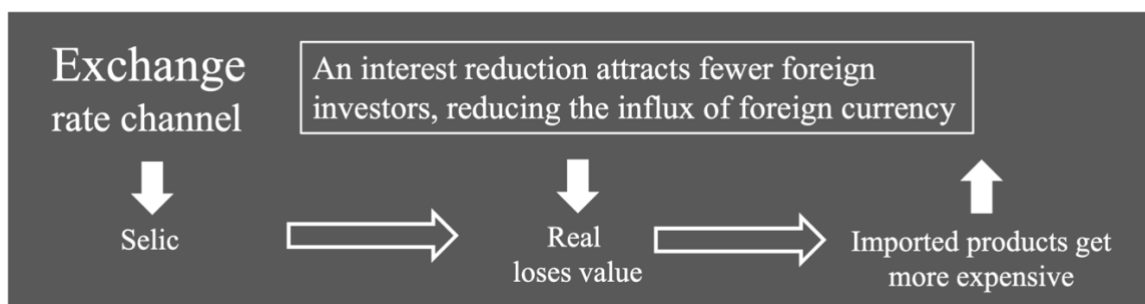


Рисунок 1.11 – Монетарний трансмісійний механізм центрального банку Бразилії.

Джерело: складено автором на основі даних [13].

Центральний банк Бразилії опісля процентного каналу одразу виділяє валютний канал, як важливий важель впливу на економічне зростання у малій відкритій економіці. Важливо зазначити, що Selic rate – це середньозважена процентна ставка по міжбанківських операціях овернайт. Відповідно до рис. 1.11 валютний канал у Бразилії реалізується таким чином: коли процентна ставка зростає, внутрішня валюта має тенденцію до зростання (наприклад, долар США стає дешевшим порівняно з бразильським реальним), знижуючи рівень цін на товари, що продаються, виражені в національній валюті. Крім того, валютний курс впливає на зміну інфляції за допомогою двох механізмів. Перший - це зниження цін на імпортні споживчі товари та матеріали, що використовуються у вітчизняному виробництві. Інший механізм діє через сукупний попит: дешевший долар стримує експорт та стимулює імпорт. Як наслідок, попит на вітчизняні товари падає, зменшуючи тиск на рівень цін.

Отже, проаналізувавши міжнародний досвід дії валютного каналу трансмісійного механізму, можна дійти до висновку, що його практично не використовують або використовують мінімально у високорозвинених країнах, зокрема, США та країнах ЄС. Проте обмінний канал є важливим інструментом для економічного зростання країн, що є малими відкритими економіками, серед яких Таїланд, Австралія та Бразилія.

Висновки до Розділу 1

Механізм, який забезпечує передачу змін між галузями економіки за допомогою певних каналів впливу, називається монетарним трансмісійним механізмом. На сучасному етапі розвитку економіки науковці не вважають пропозицію грошей єдиним визначальним фактором макроекономічних змін, тому під монетарною трансмісією мають на увазі механізм, через який центральний банк впливає на економіку загалом. Дія трансмісійного механізму реалізується через канали впливу – сукупність різних економічних змінних. Основними каналами є процентний, кредитний, цін активів, валютний і монетарний (рис. 1.2).

Валютний канал трансмісії реалізується через валютну політику та валютне регулювання, використовуючи загальні (рис. 1.4) та спеціальні інструменти впливу (рис. 1.5).

Канал обмінного курсу, як правило, практично не використовується у високорозвинених країнах через стабільність національної валюти та загальний розвиток економіки. Проте він розглядається як важливий елемент для стимулювання економічного зростання у малих економіках світу. Саме для таких країн ефективне використання валютного каналу може стати запорукою розвитку стабільної економіки.

РОЗДІЛ 2 ЕМПІРИЧНИЙ АНАЛІЗ ВАЛЮТНОГО КАНАЛУ ТРАНСМІСІЙНОГО МЕХАНІЗМУ В УКРАЇНІ

2.1 Інституційно-правове забезпечення валютно-курсової політики

Ефективність реалізації будь-якої політики залежить від злагодженої організації державної системи: від міцності її інститутів та якості нормативно-правової бази, що є фундаментальними для успішного функціонування суспільства. У підпункті 1.2 кваліфікаційної роботи розглянуто поняття «валютної політики», у цьому розділі задля більш детального розкриття дії валютного каналу трансмісійного механізму варто звернути увагу на її підвид – валютно-курсову політику (рис. 2.1).

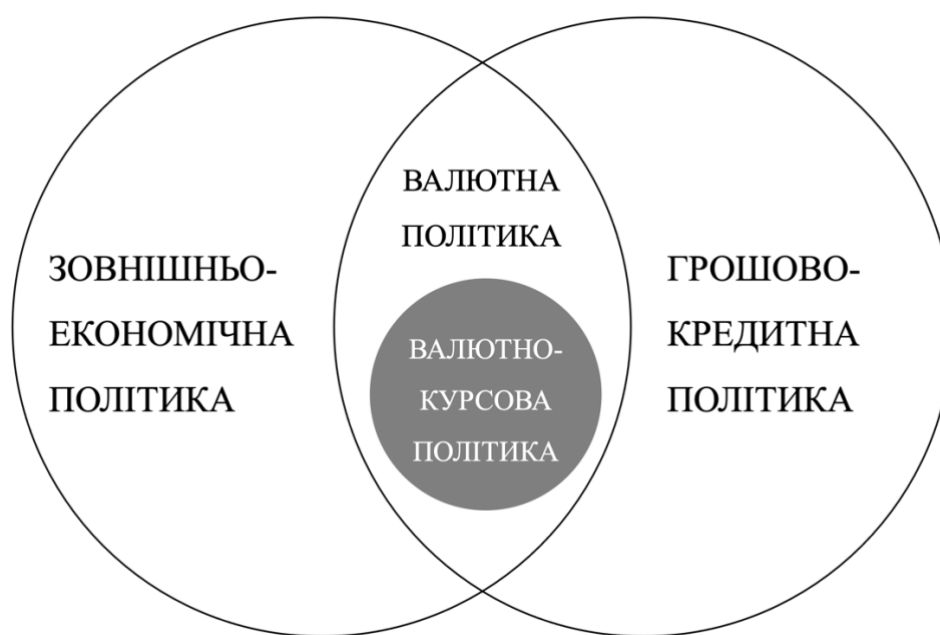


Рисунок 2.1 – Взаємозв'язки підвидів економічної політики.

Джерело: розроблено автором.

Валютно-курсова політика – це складова економічної політики, сукупність економічних заходів і інструментів, які використовують суб'єкти валютного ринку задля забезпечення стабільності національної валюти та досягнення їхньої основної

стратегічної мети – створення належних умов для економічного зростання держави.

Інституційна система забезпечення функціонування валютно-курсової політики в Україні наведена на рис. 2.2.

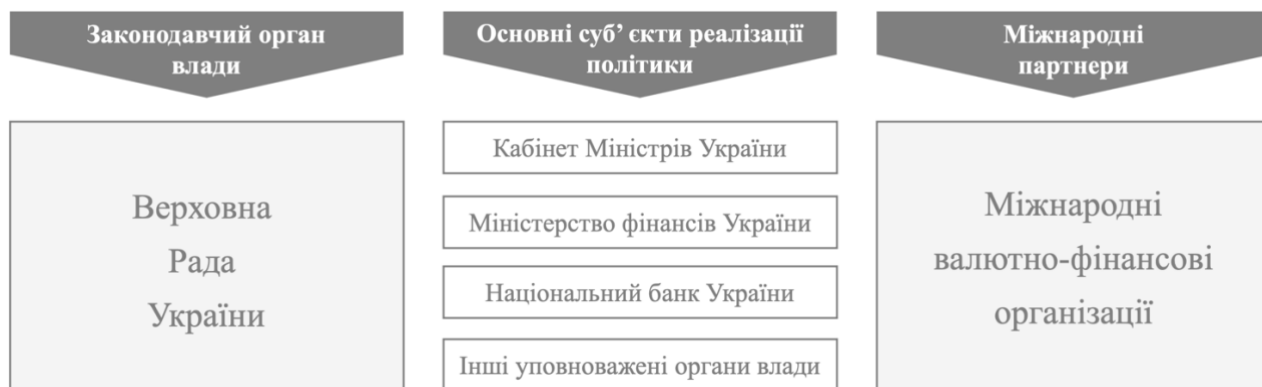


Рисунок 2.2 – Інституційна система забезпечення функціонування валютно-курсової політики в Україні.

Джерело: розроблено автором.

Верховна Рада України – вищий законодавчий орган країни, що ухвалює закони та положення – необхідну нормативно-правову базу для юридичного визначення відповідальних інститутів за реалізацію валютно-курсової політики. На сьогоднішній основним законом, що регулює ситуацію на валютному ринку є ЗУ «Про валюту та валютні операції» (ухвалений 07.07.2018, набрав чинності 07.02.2019). Цей нормативно-правовий акт окреслює основні засади проведення валютного регулювання, валютних операцій, валютного нагляду, визначає права та обов'язки суб'єктів цих процесів і передбачає відповідальність у випадку порушення законодавства [7]. Загалом основною метою ЗУ «Про валюту та валютні операції» є запровадження повної лібералізації на валютному ринку України, яку повинні втілити основні суб'єкти реалізації валютно-курсової політики – Кабінет Міністрів України, Міністерство фінансів України та Національний банк України.

Варто зазначити, що Кабінет Міністрів України не відіграє значну роль на валютному ринку України: у кооперації з НБУ видає необхідні постанови для стабілізації ситуації на ринку та координує роботу Міністерства фінансів, визначальною роллю якого у цьому контексті є емісія та розміщення ОВДП на

первинному ринку цінних паперів. Цей процес має прямий вплив на валютний ринок України: ОВДП деноміновані в українській гривні, тобто для того, щоб їх купити іноземним інвесторам необхідно обміняти валюту. Це призводить до збільшення іноземної грошової маси на ринку, а отже, до зміцнення курсу гривні. Детальніше вплив дохідності ОВДП на рівень обмінного курсу буде розглянуто у підпункті 2.3 кваліфікаційної роботи.

Основним суб'єктом реалізації валютно-курсової політики в Україні є Національний банк, що здійснює валютні інтервенції, валютний нагляд та виступає рушієм впровадження валютної лібералізації у країні. Регулятор проводить валютні інтервенції відповідно до затвердженої Стратегії валютних інтервенцій НБУ (ухвалена у 2016 році, оновлена – у 2020). На рис. 2.3 наведені основні чинники, враховуючи які центральний банк визначає, якою буде політика валютних інтервенцій.

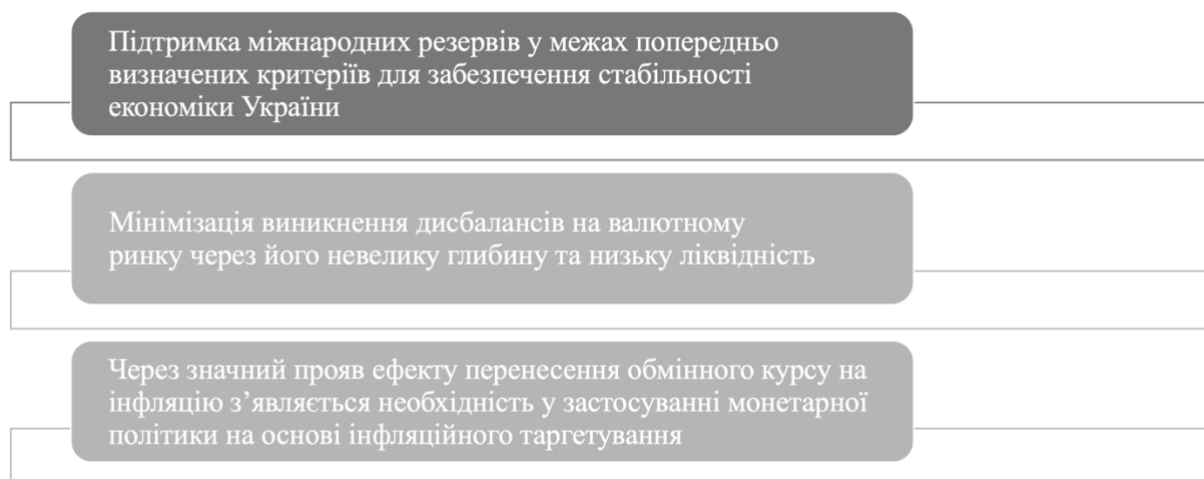


Рисунок 2.3 – Основні чинники проведення політики валютних інтервенцій.

Джерело: розроблено автором на основі даних [14].

Також для оцінки ефективності таких втручань у діяльність валютного ринку, центральний банк визначає основні завдання: мінімізація негативних наслідків діяльності ринку; підтримка міжнародних резервів у межах допустимих норм та збереження дієвості процентної ставки. Виконання цих завдань покликане зберегти ефективність реалізації грошово-кредитної політики, яка повинна забезпечувати

стабільне економічне зростання, що, у свою чергу, також сприятиме підвищенню довіри іноземних інвесторів до української валюти та економіки в цілому. Важливо також зазначити, що ні чинники, ні завдання валютних інтервенцій не впливають на принципи їх проведення, що є базовими (рис. 2.4).

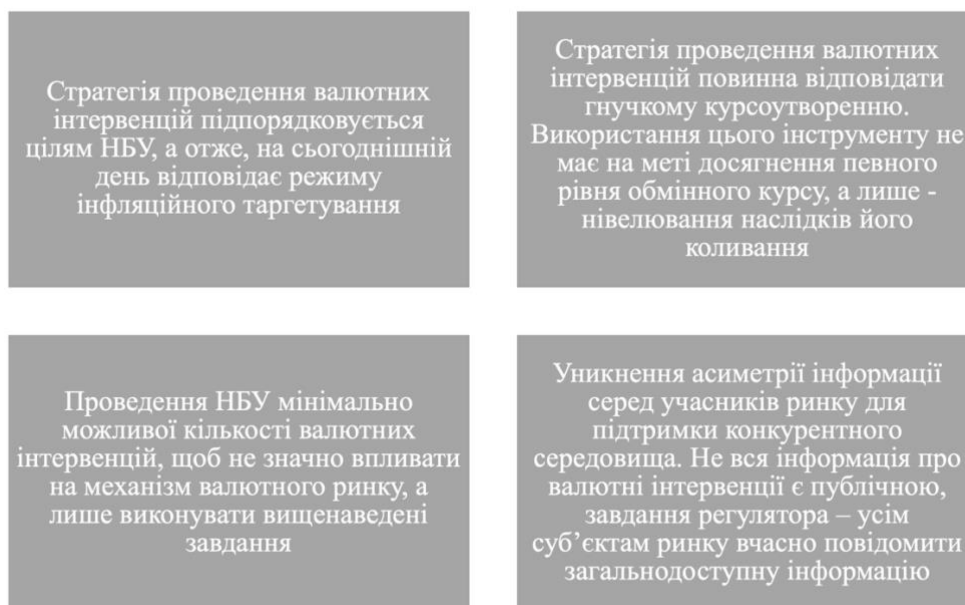


Рисунок 2.4 – Принципи проведення валютних інтервенцій.

Джерело: розроблено автором на основі даних [14].

Валютні інтервенції можуть проводитись у формі валютного аукціону, інтервенції за єдиним курсом, інтервенції за найкращим курсом та адресної інтервенції на умовах «тод», «том», «спом» та з використанням похідних фінансових інструментів. У стратегії також описано основні параметри, відповідно до яких слід проводити таку політику, проте незмінним залишається лише один постулат – такі втручання не повинні визначати тренд обмінного курсу, вони мають лише нівелювати негативні наслідки функціонування валютного ринку.

Окрім проведення валютних інтервенцій, основним завданням НБУ є також ефективно впровадження лібералізації валютного регулювання відповідно до Дорожньої карти скасування валютних обмежень (рис. 2.5).

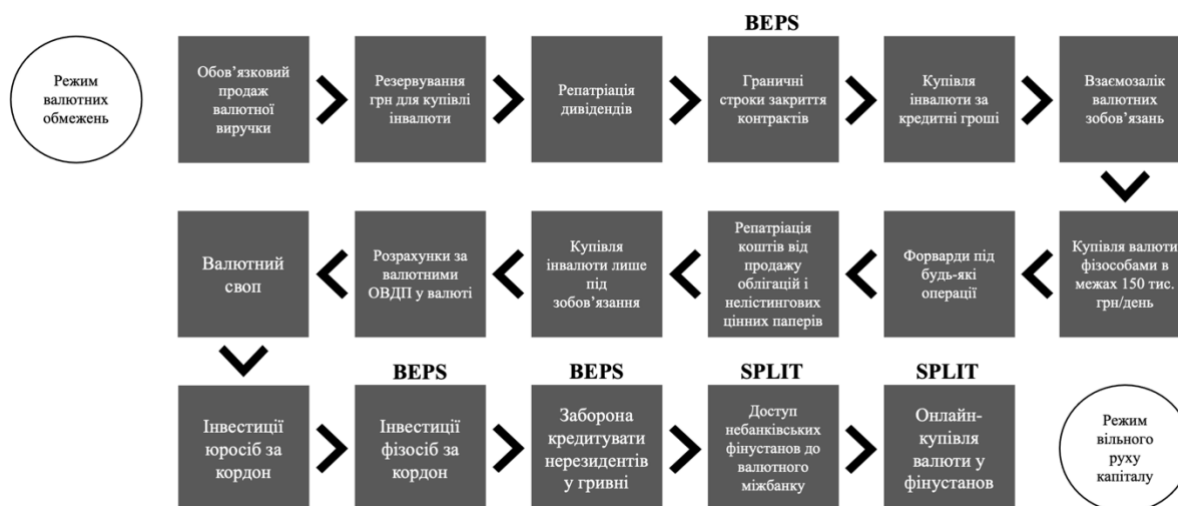


Рисунок 2.5 – Дорожня карта скасування валютних обмежень.

Джерело: створено автором на основі даних [15].

Усі обмеження, що існують на валютному ринку і наведені на рис. 2.5 були прийняті НБУ протягом 2014-2015 року з метою стабілізації рівня обмінного курсу та усунення негативних наслідків тривалого виснаження золотовалютних резервів через підтримку фіксованого курсоутворення, а також політико-економічних наслідків війни з Росією. Проте для того, щоб будь-який ринок існував ефективно, необхідно, щоб з боку держави та регуляторів були створені всі належні умови. Саме такий підхід був закладений у ЗУ «Про валюту та валютні операції», а для його виконання була розроблена Дорожня карта (рис. 2.5). Чимало з наведених обмежень вже скасовані, зокрема, 17 січня 2017 року НБУ скасував заборону для юросіб на продаж іноземної валюти на умовах форварду, а для клієнтів-фізосіб – заборону на купівлю-продаж іноземної валюти на умовах форварду. Очікувано, зміни також торкнулись безготівкових розрахунків: банки та фінансові установи можуть купувати іноземну валюту у громадян за безготівкові гроші в гривні. Крім того, варто зазначити про те, що з 1 липня 2020 року набув чинності закон про «спліт» (його прийняття було обов'язковою передумовою до скасування певних валютних обмежень, наведених на рис. 2.5). Відповідно до нього Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері фінансових послуг припинила своє існування, а її повноваження були розподілені між НБУ та Національною комісією з цінних паперів і фондового ринку. Прийняття цього закону також було

позитивним для покращення стосунків між Україною та МВФ, адже умова його ухвалення була прописана у програмі фінансової допомоги Stand-by. Також 16 січня 2020 року Верховна Рада ухвалила закон щодо вдосконалення адміністрування податків, основним завданням якого є боротьба з відтоком капіталу у так звані «податкові гавані» (більш відомі як офшорні зони). Відповідно до цієї ідеї будуть введені правила щодо нового оподаткування компаній з іноземним капіталом, передбачено нову звітність з трансфертного ціноутворення (притаманного транснаціональним корпораціям) та інші заходи, які були передбачені Планом дій BEPS, іншими словами – ухвалення цього закону також відкрив можливість для зняття інших валютних обмежень.

Оскільки Україна є активним учасником інтеграційних процесів, не можна розглядати інституційних гравців на валютному ринку країни лише на національному рівні. Саме тому на рис. 2.2 окремим блоком зазначені міжнародні валютно-фінансові організації, які визначають правила гри на міжнародному валютному ринку та виступають партнерами українських інституцій. До таких організацій належать, зокрема, Міжнародний валютний фонд, Світовий банк (представлений чотирма інституціями – Міжнародним фондом реконструкції та розвитку, Міжнародною асоціацією розвитку, Міжнародною фінансовою корпорацією та Багатостороннім агентством по гарантованих інвестиціях) та Європейський банк реконструкції та розвитку.

Отже, створення сильних інституцій (зокрема, фінансових), якісної нормативно-правової бази, налагодження партнерських стосунків з міжнародно-фінансовими організаціями, проведення лібералізації валютного регулювання – це основні передумови для забезпечення ефективного функціонування валютного ринку в Україні.

2.2 Основні етапи формування валютно-курсової політики: ретроспективний аналіз

У попередньому підпункті охарактеризовано специфіку прояву валютно-курсової політики, відповідно до якої можна зробити висновок, що основні етапи проведення валютно-курсової політики в Україні можна визначити, проаналізувати офіційний курс гривні до долара США за допомогою ретроспективного аналізу (аналізу даних з врахуванням динаміки зміни показників з плином часу). На рис. 2.6 наведено офіційний курс гривні до долара США з 1996 по 2021 роки.

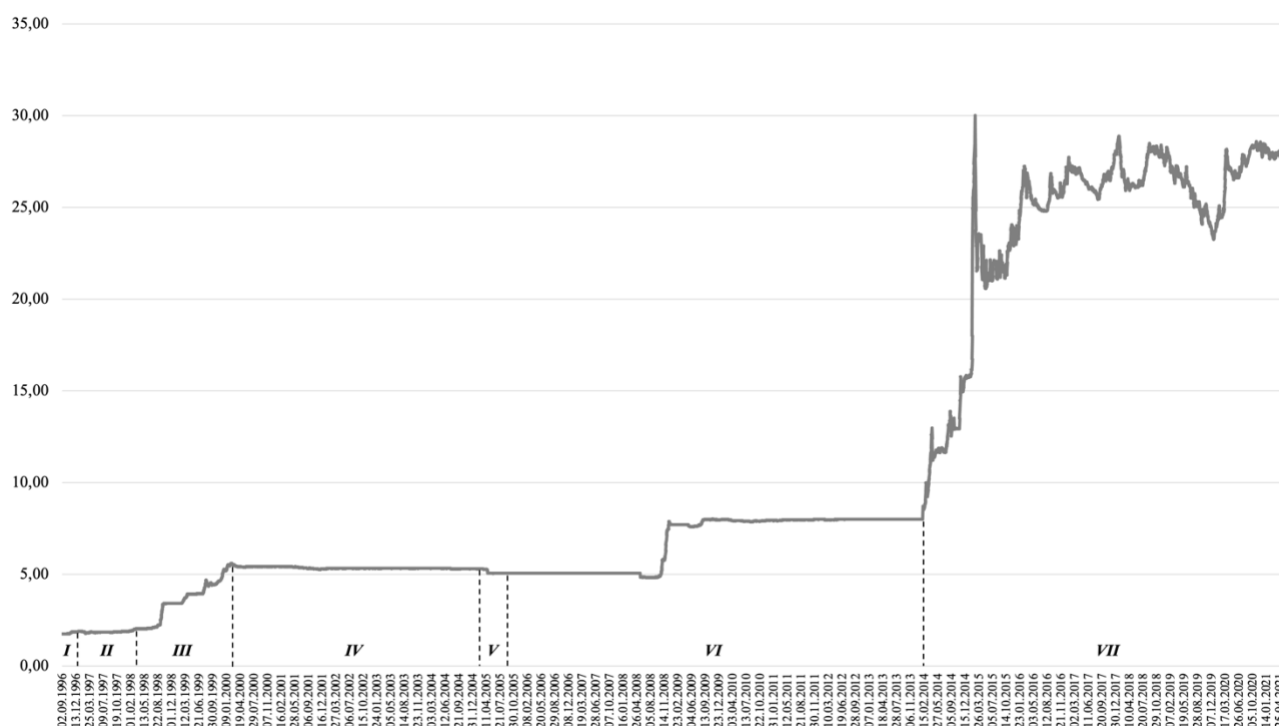


Рисунок 2.6 – Офіційний курс гривні до долара США у період з 1996 по 2021 роки.

Джерело: складено автором на основі даних [16].

На рис. 2.6 римськими цифрами відображені основні етапи проведення валютно-курсової політики в Україні:

- 1991-1996 рр. – створення валютної системи;
- 1996-1998 рр. – грошова реформа: поява гривні;
- 1998-2000 рр. – наслідки азіяської кризи;

- 2000-2005 рр. – економічне зростання: стабільність обмінного курсу;
- 2005 р. – ревальвація гривні;
- 2005-2014 рр. – період фіксованого валютного курсу;
- 2014 – наші дні – етап гнучкого курсоутворення.

Для кращого розуміння взаємовпливів валютного курсу та економічних показників, а також ступеня дієвості валютного каналу трансмісійного механізму розглянемо кожен з цих етапів детальніше.

I етап – створення валютної системи.

Перш, ніж характеризувати основні віхи розвитку валютно-курсової політики незалежної України, потрібно окреслити історичне тло цих подій: до 1991 року Україна входила до складу СРСР, а отже, її валютна система розвивалась у контексті розвитку валютної системи цього наддержавного угруповання. Звісно, це мало свої наслідки: жодного ринкового механізму встановлення обмінного курсу не існувало, банки у цій системі відігравали роль контролерів виконання плану, складеного політичною верхівкою. Розвиток української валютної системи розпочався, очевидно, після оголошення незалежності та введенням в грошовий обіг з 10 січня 1992 року перехідної валюти – купоно-карбованця. Це дало змогу Україні покинути так звану «зону рубля», а НБУ зміг зосередити у своїх руках емісійну функцію, що дало змогу регулятору проводити незалежну грошово-кредитну політику. Фундаментальними для подальшого розвитку валютної системи стали два нормативно правові акти – Указ Президента «Про реформу грошової системи України» [17] та Декрет КМУ «Про систему валютного регулювання» [18]. Зокрема, відповідно до Декрету НБУ міг встановлювати офіційні валютні курси за погодженням з КМУ, опираючись на результати торгів на міжбанківському валютному ринку України, а комерційні банки – встановлювати офіційний курс для купівлі-продажу валюти з невеликим відхиленням від офіційного (довірчий інтервал визначався НБУ) [18]. Це була перша спроба українських інституцій запровадити гнучкий режим курсоутворення, що призвело до негативних наслідків – після довгого перебування у складі СРСР економіка країни перебувала у періоді занепаду. У розпорядженні НБУ не було

достатньої кількості золотовалютних резервів, як наслідок, стрімко зростала інфляція (становила близько 10 256% [19]) і спостерігався значний дефіцит державного бюджету. Для того, щоб не допустити погіршення ситуації у 1993 році НБУ відповідно до рішення уряду запровадив фіксований валютний курс, що призвело до інших валютних наслідків – процвітання чорного валютного ринку, обсяги відпливу капіталу за кордон збільшилися, зменшився експорт в іноземній продукції, а кількість спекулятивних операцій продовжила зростати. Дії українських інституцій у цій ситуації були дуже вдалимими: після запровадження фіксованого курсоутворення ситуація на валютному ринку знову була взята під контроль, тому і Президент, і КМУ, і НБУ у 1994 році знову розпочали процес валютної лібералізації – курс купоно-карбованця до іноземних валют тепер формувався на основі торгів на Українській міжбанківській валютній біржі (УМВБ). Впровадження ринкових механізмів мало позитивний короткостроковий ефект, проте 1995 рік знову супроводжувався інфляційними процесами, які вдалось подолати лише у першій половині 1996 року. Усі ці події знаходили своє відображення в обмінному курсі купоно-карбованця (рис. 2.7).

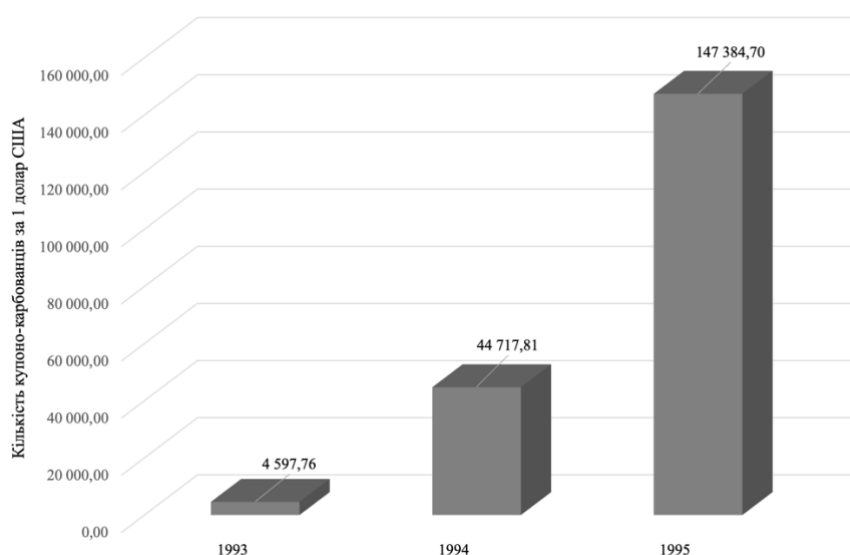


Рисунок 2.7 – Темпи знецінення купоно-карбованця.

Джерело: розраховано автором на основі даних [20].

Стрімкий позитивний тренд знецінення купоно-карбованця на рис. 2.7 є свідченням того, що грошова реформа була необхідною, а впровадження

українськими інституціями ринкових змін призвели до стабілізації макроекономічної ситуації, що стало основною передумовою для запровадження гривні.

II етап – грошова реформа: поява гривні.

Другим важливим етапом у становленні валютної системи України є поява гривні. 25 серпня 1996 року «з метою сприяння проведенню радикальних ринкових реформ» [22] був підписаний Указ Президента «Про грошову реформу в Україні». Цей нормативно-правовий документ знаменував перехід України від тимчасової грошової одиниці – купоно-карбованця до національної валюти – української гривні. Це повинно було призвести і до зміни масштабу цін, і до створення стабільної грошової системи та перетворення грошей у важливий дієвий чинник економічного та соціального розвитку держави [21, с. 332]. Введення в обіг нової національної валюти мало на меті приборкання інфляції і зміцнення грошової одиниці. На рис. 2.8 проілюстровано значення споживчої інфляції впродовж 1996 року, що коливались у межах 0,9% - 5,7%. Отже, можна зробити висновок, що грошова реформа була вдалою.

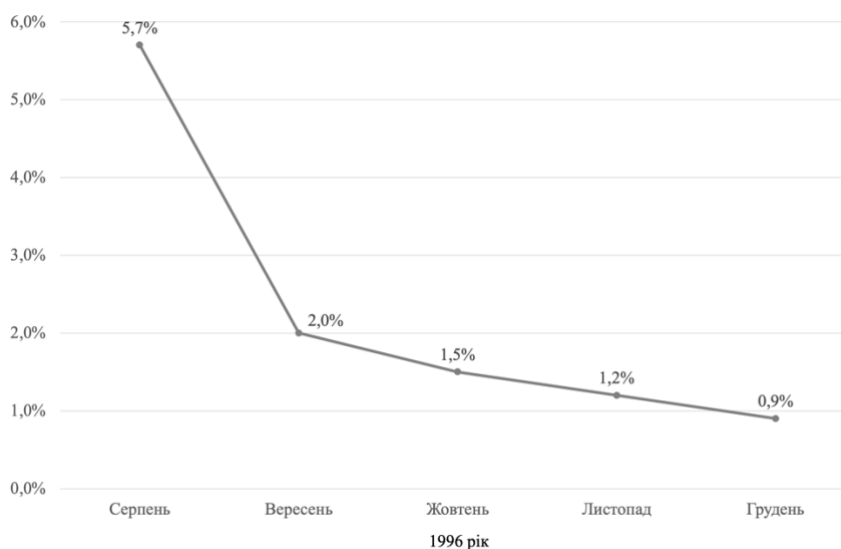


Рисунок 2.8 – Значення споживчої інфляції впродовж серпня-грудня 1996 року.

Джерело: створено автором на основі даних [19].

З 25 квітня 1997 року НБУ реалізовував валютно-курсову політику за допомогою використання такого інструменту, як «обмежене плавання». Зокрема, впродовж цього року НБУ у співпраці з КМУ створили два валютні коридори: 1,76-1,91 грн/дол та 1,75-1,95 грн/дол. Восени 1997 року розпочалась азійська криза, утім наприкінці року вона практично не помітно відобразилась на курсі української гривні, що можна помітити з рис. 2.6. Проте вже у січні 1998 року був запроваджений ще один валютний коридор – 1,8-2,25 грн/дол [21, с. 332].

III етап – наслідки азійської кризи.

На рис. 2.9 наочно продемонстровано те, як український валютний ринок і економіка країни відреагували на азійську кризу 1997 року.

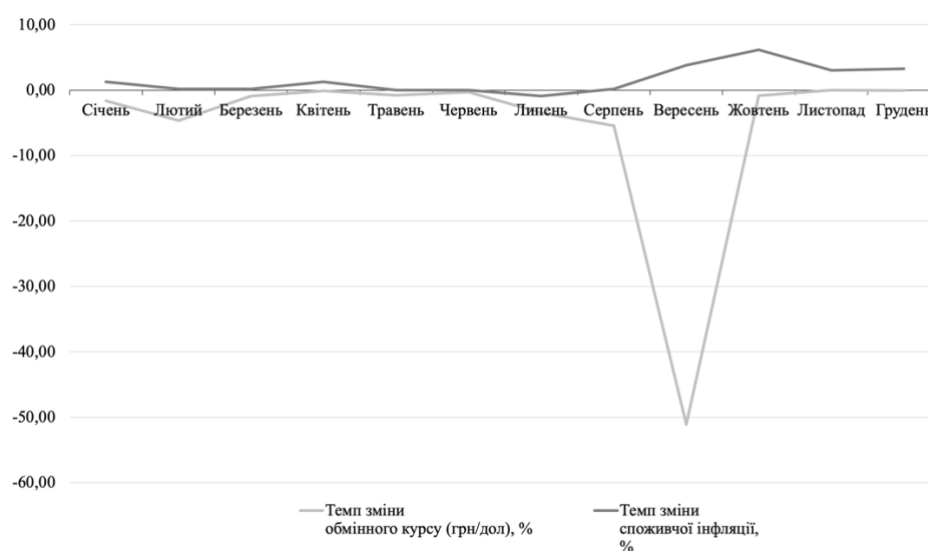


Рисунок 2.9 – Темпи зміни обмінного курсу та споживчої інфляції впродовж 1998 року.

Джерело: створено автором на основі даних [16], [19].

Аналізуючи дані, наведені на рис. 2.9, можна чітко відокремити три періоди, які відображають реакцію валютного ринку країни на азійську кризу 1997 року. На початковому етапі, що тривав протягом січня-серпня 1998 року, темпи зміни обмінного курсу та споживчої інфляції коливались у межах допустимого інтервалу (обмінний курс знизився на 12,7% [16], а рівень інфляції становив 2,1% [19]). Тобто можна зробити висновок, що у цей період наслідки азійської кризи були практично непомітними як для валютного ринку країни, так і для її економіки загалом. На

другому етапі, який почався всередині серпня та тривав до середини жовтня, прослідковується відчутний вплив аналізованого явища: обмінний курс гривні до долара знизився близько на 59,1% і станом на 21 жовтня 1998 року дорівнював 3,428 грн/дол. [16]. Також на рис. 2.9 чітко простежується те, що темпи девальвації національної валюти суттєво перевищують темпи інфляції (приблизно у 10 разів), причиною чого було зростання попиту населення на іноземну валюту. Найбільший за цей період рівень споживчої інфляції був у вересні і становив 6,2% [19]. Девальваційний тиск на гривню був зумовлений відтоком інвесторів, що вкладали гроші в ОВДП, негативним сальдо платіжного балансу за зовнішньоторговими операціями та зростанням державного фінансування зовнішнього боргу практично на 25% [21, с. 333]. Для того, щоб виправити таку ситуацію на валютному ринку, необхідно втручання регулятора та введення валютних обмежень, теоретичний механізм дії яких описаний у підпункті 1.2 кваліфікаційної роботи. Саме таких заходів і вжив НБУ, ухваливши у співпраці з КМУ Постанову «Про затвердження Антикризових заходів фінансової стабілізації» [23], відповідно до якої встановлювалась маржа на продаж готівкової іноземної валюти, визначались оптимальні параметри коливання курсу (до долара США), проводився жорсткий контроль за недопущенням незаконних обмінних операцій, також особливе місце відводилось НБУ – слідкувати за ліквідністю банків та обмежувати проведення активних операцій тих банків, що не сформували достатній рівень резервного фонду за кредитами. Очікувано, введення жорстких обмежень спричинило падіння активності на валютному ринку, проте це було виправдано – третій етап реакції на азійську кризу характеризувався відносною стабільністю на ринку. Окрім стабілізації курсу національної валюти, варто також відмітити сповільнення темпів зростання інфляції, що ще раз доводить наявність значимого зв'язку між цими показниками.

Криза залишила відчутний відбиток в історії валютно-курсової політики України – було зрозуміло, що одна грошова реформа не змогла виправити те економічне становище, у якому перебувала країна після розпаду СРСР. Було зрозуміло, що валютний ринок залишається доволі вразливим до таких явищ, тому

у лютому 1999 року було знову змінено межі валютного коридору, тепер він становив 3,4-4,6 грн/дол. Після введення валютних обмежень завжди настає ситуація, коли вони призвели до позитивного результату, проте подальше їх продовження може навпаки – знову спровокувати нестабільність. Саме така ситуація спостерігалась на валютному ринку України у цей період. Підсилювалась вся ця ситуація ще й політичною нестабільністю – наближались вибори Президента. Тут варто також звернути увагу на те, що у країнах, що розвиваються, політичні процеси мають більш відчутні впливи на різні макроекономічні показники, ніж у розвинених країнах, де сама інституційна система настільки сильна, що зміна однієї дійової особи, не настільки відображається на значеннях економічних параметрів держави. Через такі коливання у листопаді 1999 році офіційний курс гривні до долара вже становив 5 грн/дол. (а це більше, ніж граничні 4,6 грн/дол.). Для того, щоб спрогнозувати ситуацію, яка відбуватиметься далі, потрібно проаналізувати взаємозв'язки макроекономічних показників. Зокрема, щоб утримувати курс НБУ виснажує золотовалютні резерви, які використовуються також для погашення зовнішнього боргу, тобто їх вичерпання могло б призвести до дуже негативних наслідків. Саме тому вперше за історію незалежної України НБУ та КМУ ухвалюють рішення про те, що з лютого 2000 року в країні діятиме гнучке курсоутворення.

IV етап – економічне зростання: стабільність обмінного курсу.

З рис. 2.6 очевидно, що офіційний обмінний курс гривні до долара за період 2000-2005 року був практично незмінним і становив 5,3-5,4 грн/дол. Звісно, щоб забезпечити таку стабільність гривні НБУ доводилось реалізовувати валютні інтервенції та здійснювати ефективний контроль за всіма суб'єктами валютного ринку. Проте варто наголосити, що економічне зростання України у цей період не було спричинено практично незмінним значенням обмінного курсу, навпаки показник був індикатором зростання економіки країни для інвесторів і громадян країни. Увесь світ оговтувався від кризових явищ 2000-х, а тому відбувалось пожвавлення ринків, в основному промислових, на яких Україна мала нагоду закріпити свої позиції, стимулюючи експортоорієнтовані галузі у

короткостроковому періоді. Однак політика НБУ у цей період була виправданою – офіційний курс залишався незмінним, а реальний ефективний обмінний курс зменшувався, це означало, що конкурентоспроможність товарів українського виробництва на міжнародних ринках збільшується. Це призвело до зростання експорту, відповідно зовнішня торгівля пришвидшувалась, сальдо торгового балансу стало позитивним, а у сукупності це стало запорукою реального зростання ВВП і економіки країни у цілому. При цьому валютні інтервенції НБУ, які носять емісійний характер, практично не впливали на об'єм грошової маси, оскільки економіка зростала доволі швидкими темпами, тому емісійні гроші практично не чинили інфляційного тиску. На цьому етапі розвитку валютно-курсової політики країни можна на практиці прослідкувати взаємозв'язки між офіційним обмінним курсом, сальдо платіжного балансу, а також дослідити залежність між офіційним обмінним курсом і реальним ефективним.

V етап – ревальвація гривні.

Це найкоротший період в історії становлення валютно-курсової політики України: на рис. 2.6 можна помітити, що тривало це явище протягом одного 2005 року. На рис. 2.10 наведено основні причини ревальвації гривні у цей період.



Рисунок 2.10 – Основні причини ревальвації гривні у 2005 році.

Джерело: створено автором.

Рис. 2.10 показує взаємозв'язок інших (тобто тих, які поки що не розглядались у роботі) економічних параметрів і обмінного курсу, таких як дохідність ОВДП, наявність зв'язків із зовнішніми кредиторами, а також вплив заробітчаних на економіку країни. Зокрема, з грудня 2004 року Міністерство фінансів

України розпочало активну політику з розміщення боргових цінних паперів, зокрема 14 грудня 2004 року було залучено 214,45 млн. грн., 5 січня 2005 року – 543,12 млн. грн., 18 січня 2005 року – 513,37 млн. грн., а 1 лютого цього ж року сума залучених до Держбюджету коштів становила 1086,61 млн. грн [24]. Проте міністерство продовжило свої заходи і 1 березня та 5 квітня додатково розмістило 5-річні ОВДП з залученням 245,63 млн. грн. та 265,02 млн. грн. відповідно. Національна валюта суттєво зросла внаслідок використання такого інструменту як ОВДП, проте Міністерство фінансів продовжило свою політику, а це призвело до того, що у період 14 грудня по 30 квітня 2005 року Міністерство фінансів України залучило боргових коштів на суму близько 6344,51 млн. грн [21, с. 335]. Варто звернути увагу, що купували облігації в основному нерезиденти, що спричинило припливу великої кількості доларової грошової маси у країни. Однак сам процес розміщення ОВДП також є доволі затратним.

Крім того, у 2005 році значно зросли вклади українці у вільно конвертовану валюту («валюта, яка широко використовується для здійснення платежів за міжнародними операціями та продається на головних валютних ринках світу» [25]). Такий процес дуже позитивно вплинув на банківський сектор, підвищивши його ліквідність, це також стримувало емісію НБУ (уже не потрібно друкувати гроші, щоб підтримувати банківську систему), що у свою чергу відобразилось на стабілізації курсі гривні та появі надлишку американського долара. Говорячи про активність громадян, варто також відзначити, що у цей період зросли загалом депозити (загалом – на 18,7% за перші чотири місяці 2005 року, з них: на 21,4% у національній валюті та на 13,9% - в іноземній [21, с. 335]), а особливо їх частка у національній валюті.

Вагоме значення також мали перекази заробітчан. Зокрема, за I квартал українці із-за кордону здійснили приватні грошові перекази на суму 3 млрд. євро [26]. Цей показник має потенціал для вивчення у контексті його впливу як на обмінний курс, так і на економіку країни, що розвивається.

Отже, загалом усі вищенаведені економічні показники мали позитивний вплив на обмінний курс України. Окрім, використання такого інструменту, як

ОВДП: незрозуміла боргова політика Міністерства фінансів і НБУ призвела до того, що лише за I квартал 2005 року було здійснено більше запозичень, ніж за 2004 рік [21, с. 336].

VI етап – період фіксованого обмінного курсу.

Упродовж 2005-2008 року НБУ проводив політику фіксованого валютного курсу. Для того, щоб реалізовувати таку політику важливо враховувати необхідність таких факторів: достатність міжнародних резервів (для того, щоб підтримувати стабільність валюти) та вчасна сплата за борговими зобов'язаннями (щоб не допустити негативних наслідків, пов'язаних із несвоєчасною оплатою боргу). Як можна побачити на рис. 2.6, протягом цього періоду обмінний курс гривні до долара залишався незмінним і становив 5,05 грн./дол. Для того, щоб нівелювати або згладжувати курсові коливання, НБУ активно використовував інструмент валютних інтервенцій. Упродовж 2008-2009 стався черговий девальваційний шок – українська валюта знецінилась під впливом глобальної фінансово-економічної кризи. Найдоцільніше провести аналіз економічної ситуації, досліджуючи темп зміни ВВП. Відповідно до розрахунків [27] темп зростання річного ВВП України у 2007 році становив 32,45%, у 2008 році – 31,54%, а вже у 2009 році цей показник був від'ємним і становив -3,66%. Отже, можемо простежити, що наслідки фінансово-економічної кризи прослідковувались в Україні протягом 2009 року. Внаслідок цього споживча інфляція у країні у січні 2008 року становила 102,9% (для порівняння у цей же період 2007 року вона складала 100,5%), у травні 2008 року індекс інфляції становив уже 125,8% [19]. Доволі нестійкою була ситуація і з сальдо зовнішньоторговельного балансу, зокрема, починаючи з III кварталу 2005 року воно було негативним і цей тренд продовжувався і надалі. Враховуючи таку ситуацію у травні 2008 року закінчився період жорсткого утримання курсу: уряд ухвалив рішення зміцнити його на 20 коп. – до 4,85 грн./дол. [21, с. 336]. Відповідно до рис. 2.6 наприкінці 2008 року сталась суттєва девальвація валюти – обмінний курс у середньому зріс з 5 грн/дол до 8 грн/за дол, протягом 2009-2013 років обмінний курс гривні до долара США був практично незмінним та залишався на рівні 8 грн/дол [16]. Це було зумовлено

продовженням політики фіксованого курсоутворення: використання міжнародних резервів для згладжування курсових коливань, що супроводжувалось використанням політики валютних інтервенцій і подальшою співпрацею з МВФ. Відповідно до сучасної економічної теорії девальвація валюти має позитивно відобразитись на торговельному балансі країни – ціни на товари вітчизняного виробництва стають більш конкурентоспроможними на міжнародному ринку, саме тому має відбуватись зростання експорту. Попри те очікується зниження імпорту через те, що зростає ціна на товари іноземного процесу. Зворотній процес – переважання імпорту над експортом характерний для ревальвації національної валюти [28, с. 81]. В Україні ж сальдо рахунку поточних операцій після стрімкої девальвації гривні наприкінці 2008 року не тільки набуло від’ємних значень, але і почало зростати протягом 2009-2013 років (рис. 2.11).

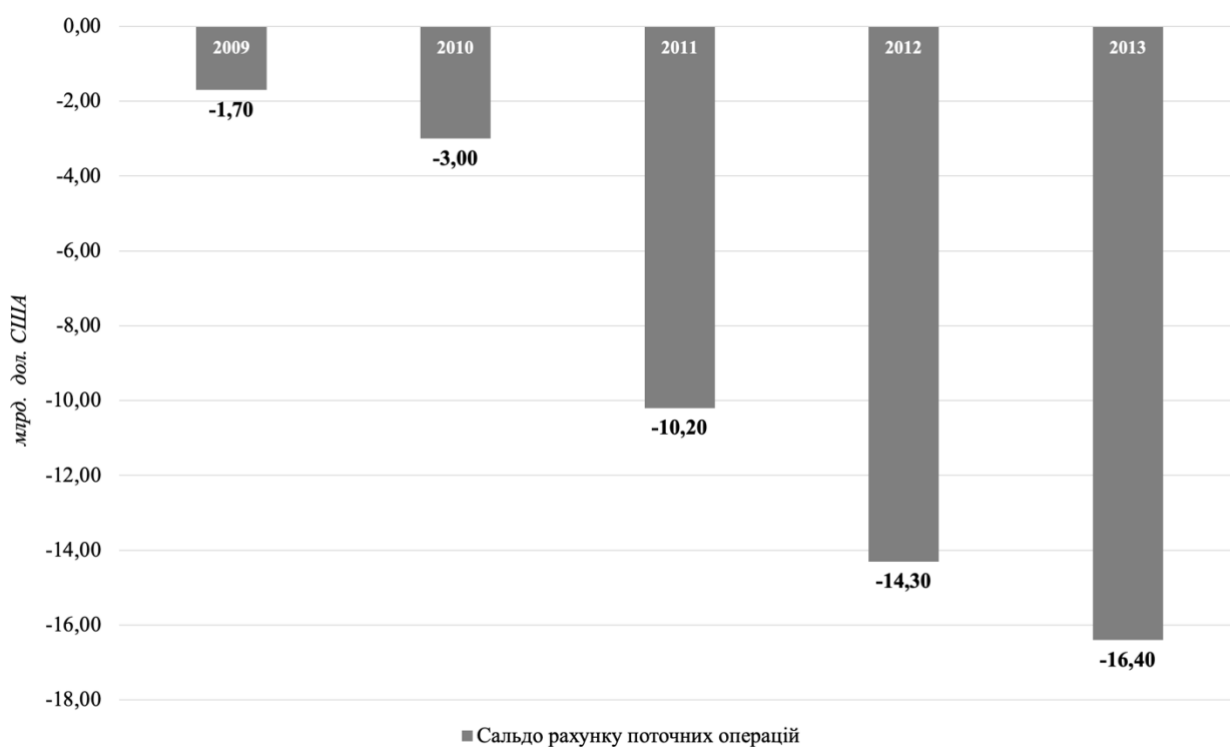


Рисунок 2.11 – Динаміка сальдо рахунку поточних операцій платіжного балансу України протягом 2009-2013 років.

Джерело: створено автором на основі даних [31].

Пояснення невідповідності між теоретичними парадигмами та реальною дійсністю можна знайти в емпіричних дослідженнях, які стверджують, що у

короткостроковому періоді девальвація грошової валюти все ж призводить до погіршення сальдо платіжного балансу. Зокрема, зазначається, що причиною незбігу є дія так званого ефекту J-кривої, який свідчить про те, що якщо у короткостроковому періоді суб'єкти зовнішньоекономічних відносин не можуть або не встигають пристосуватись до змін на ринку, а попит на їх продукцію є нееластичним, то знецінення валюти призводить до падіння сальдо платіжного балансу [30]. Тобто для того, щоб девальвація валюти призводила до зростання цього показника необхідний час: експортери зможуть налагодити свою операційну, фінансову та інвестиційну діяльність, а імпортери відчують падіння попиту на їх продукти через підвищення їх ціни, то ситуація нормалізується і парадигми економічної теорії все ж будуть виконуватись [31]. У 2015 році на фоні політичної нестабільності та наслідків політики фіксованого курсоутворення (зокрема, стрімке вичерпання міжнародних резервів), який тривав доволі довгий період, обмінний курс з 11,89 грн/дол. зріс до 21,84 грн/дол.

VI етап – етап гнучкого курсоутворення.

Фінансова криза 2013-2014 років стала черговим викликом для українського валютного ринку. Через те НБУ вирішив змінити цільові параметри грошово-кредитної політики. Відтак було визначено, що основною ціллю є режим таргетування інфляції та перехід на гнучке курсоутворення. Тобто регулятор може впливати на ціну грошових ресурсів на ринку через зміну процентних ставок, а не через вплив на динаміку обмінного курсу. Зокрема, у межах дії такого режиму НБУ поставив за мету, використовуючи процентний канал трансмісійного механізму, досягти зниження темпів інфляції до таких рівнів: 12% + 3% у 2016 р., 8% + 2% у 2017 р.; 6% + 2 % у 2018 р. та 5% + 1% у 2019 р. [32, с.4]. Саме тому у 2016 році регулятор розробив Дорожню карту переходу до режиму інфляційного таргетування [32], основні етапи якого візуалізовані на рис. 2.12.

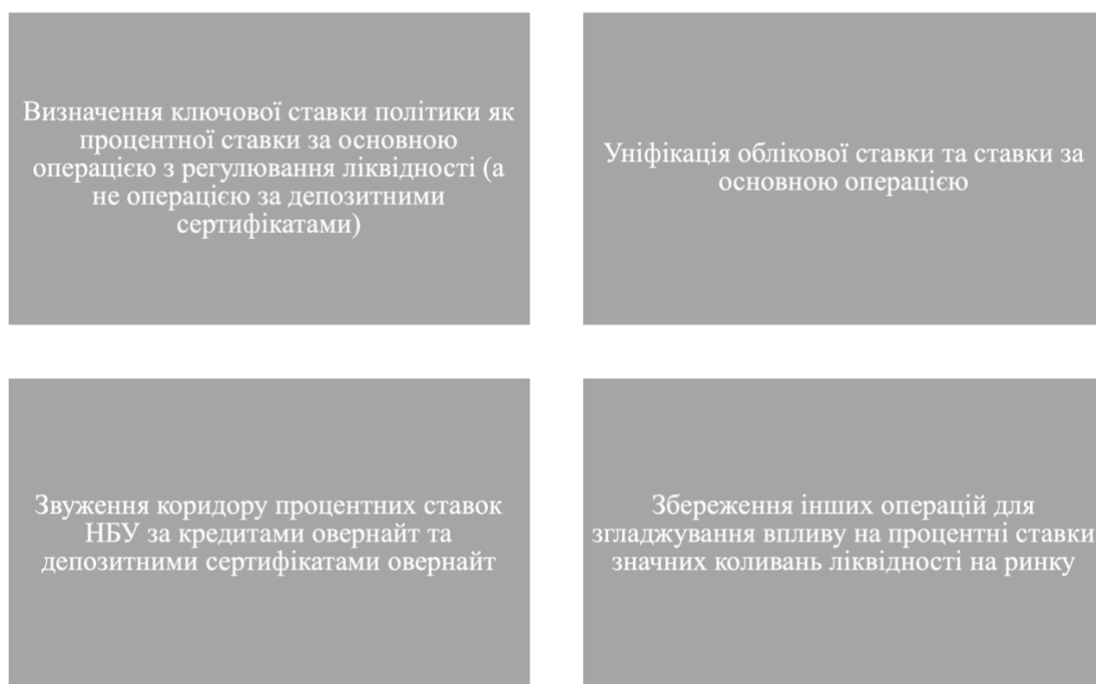


Рисунок 2.12 – Основні етапи переходу до інфляційного таргетування.

Джерело: створено автором на основі [34], [35].

На відміну від проведеної доволі вдалої політики інфляційного таргетування, режим гнучкого курсоутворення не продемонстрував очікуваних результатів упродовж 2014-2016 років. Зокрема, за цей період обмінний курс з 7,99 грн/дол на початку 2014 році виріс до 27,19 грн/дол на кінець 2016 року, тобто зміна відбулась практично в 3,4 раза або 240,2% [33, с. 27]. При цьому не було виконано основне завдання – очікування курсової волатильності мали б стати стабільними, на практиці ж паніка населення та активна неконтрольована діяльність спекулянтів породили доларизацію економіки, зниження кредитної активності українських банків і зменшення золотовалютних резервів (через намагання вирішити ситуацію з коливанням валютного курсу у 2014 році продажем валюти із резервів), у 2015-2016 році вже проводилась політика валютних обмежень. Проте ці дії регулятора також викликають запитання, адже введення будь-яких обмежень не гармоніює з режимом гнучкого курсоутворення. Оскільки попит на іноземну та національну валюти не має визначатись встановленням якихось заборон, а регулюватись ринком.

Протягом наступних 5 років НБУ все-таки зміг налагодити ситуацію і режим гнучкого курсоутворення запрацював – у період COVID-19 вплив економічної кризи практично не відобразився на обмінному курсі гривні (він становив близько 27-28 грн/дол. протягом усього періоду), що свідчить про ефективну роботу регулятора, а також про те, що перехід на гнучкий обмінний курс усе ж був виправданий. Варто також звернути увагу на ще одне досягнення НБУ – успішне проведення валютної лібералізації, описане у підпункті 2.1.

2.3 Основні показники впливу на валютний курс

Усі макроекономічні показники перебувають у тісному взаємозв'язку, що передбачає наявність між ними різноманітних взаємовпливів. Для того, щоб перейти до безпосереднього моделювання їх прояву, варто визначити основні параметри, які впливають на обмінний курс.

Відповідно до принципу дії трансмісійного механізму першим етапом дії валютного каналу є реакція обмінного курсу на зміну облікової ставки. Цей вплив здійснюється за таким принципом: при зростанні облікової ставки зростають інші процентні ставки в економіці, а отже, зростає і дохідність активів, якими торгують, тобто акцій, облігацій і інших. Оскільки зростає дохідність, відповідно зростає і їх інвестиційна привабливість, особливо для іноземних інвесторів. Така ситуація збільшує пропозицію іноземних грошових одиниць на валютному ринку і спричиняє зміцнення національної валюти. Тут важливо наголосити, що цей вплив у реальності не є таким однозначним через валютні інтервенції центробанків, а також можливі значні шоки премії за ризик особливо для країн, що розвиваються. Це ускладнює аналіз взаємовпливів, оскільки варто розрізняти вплив на валютний курс двох параметрів – власне монетарних рішень та екзогенних для монетарної політики шоків премії за ризик [34, с. 32]. Також варто виділити валютні обмеження, що все ж є перешкодою для вільного руху капіталу та також обмежують можливість реальної оцінки впливу процентних ставок на обмінний курс. На рис. 2.13 наведена динаміка облікової ставки впродовж 2017-2020 років.

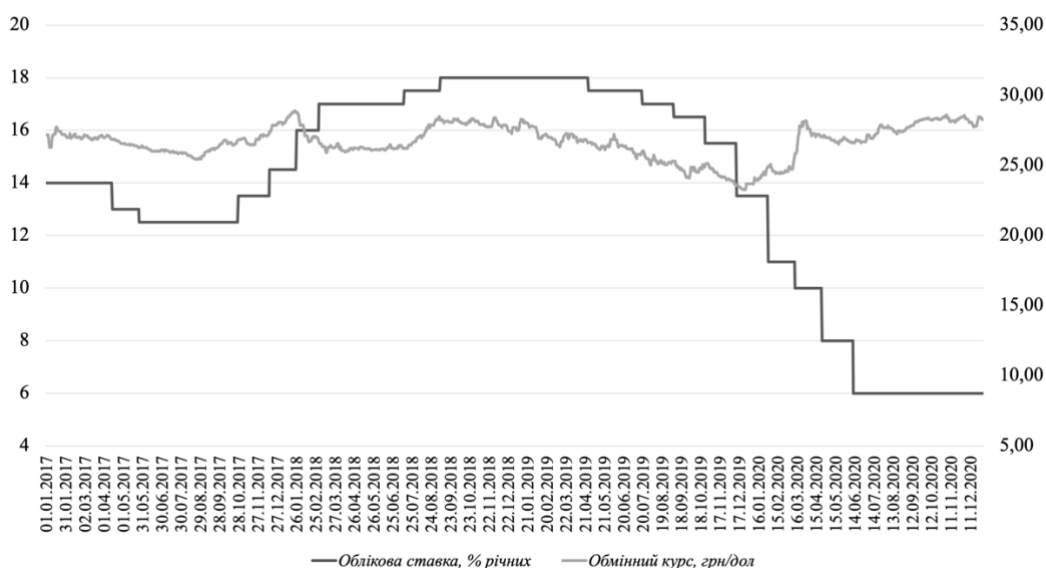


Рисунок 2.13 – Динаміка облікової ставки та обмінного курсу протягом 2017-2020 років.

Джерело: створено автором на основі [16], [35].

Якщо порівнювати динаміку облікової ставки та обмінного курсу, то можна помітити, що залежність і кореляція між показниками прослідковується, проте їх реальний взаємовплив потребує детальнішого дослідження.

Другим важливим макроекономічним показником для аналізу взаємозв'язку є рівень ВВП. Зв'язок між явищами очевидний – чим більші темпи зростання ВВП, тим більші обсяги експорту, а значить тим більший попит на національну валюту. У результаті зростання ВВП має призвести до зміцнення національної валюти. Тут також важливо наголосити на тому, що для того, щоб говорити про наявність кількісних взаємовпливів між ВВП та обмінним курсом недостатньо лише встановити кореляцію між показниками, адже доволі часто це надто спрощений варіант подання інформації. Валовий продукт – комплексний показник, що має певну сезонність, і це завжди необхідно враховувати при побудові, наприклад, регресійної моделі. На рис. 2.14 наведена динаміка ВВП України у період 2017-2020 років.

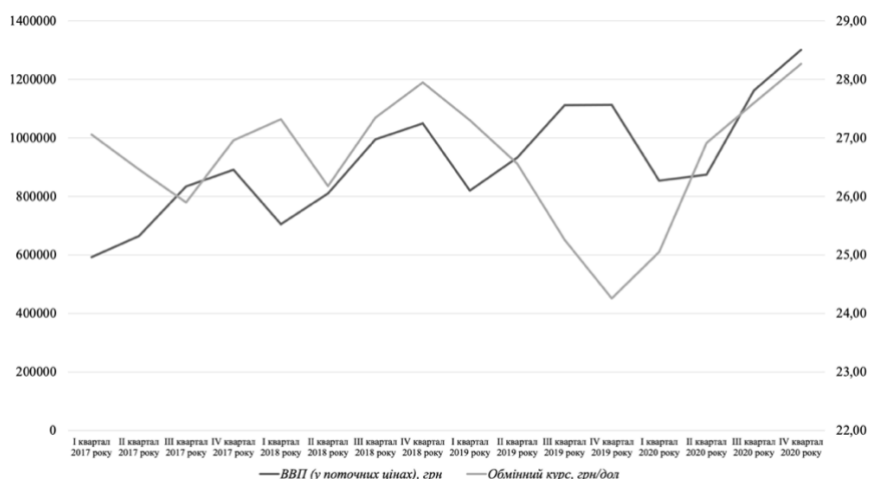


Рисунок 2.14 – Динаміка ВВП і обмінного курсу України протягом 2017-2020 років.

Джерело: створено автором на основі даних [16], [36].

Розглянемо також вищезгадані валютні інтервенції НБУ, що у кількісному вимірі представлені у вигляді купівлі-продажі валюти та відповідно їх сальдо. Якщо сальдо валютних інтервенцій набуває додатніх значень, значить політика регулятора спрямована на посилення національної валюти, а отже, обмінний курс зменшується. Це відбувається через те, що при продажі іноземної валюти збільшується її пропозиція на ринку, а отже, курс вітчизняної валюти зростає. На рис. 2.15 проілюстровано динаміку валютних інтервенцій за період 2017-2020 років.

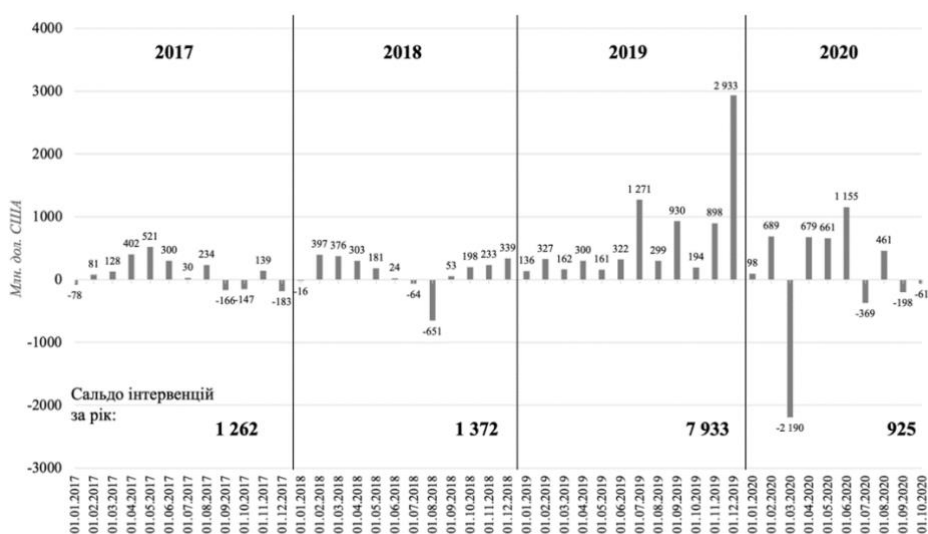


Рисунок 2.15 – Динаміка валютних інтервенцій у період 2017-2020 років.

Джерело: складено автором на основі [36].

Відповідно до рис. 2.15 можемо зробити висновок, що валютні інтервенції посилюються під кінець року. Це пов'язано із необхідністю валюти, щоб здійснити виплати по боргових зобов'язаннях та для репатріації дивідендів. У березні 2020 року НБУ був вимушений продати валюту для того, щоб згладити коливання курсу внаслідок введення різноманітних обмежень через поширення COVID-19.

Наступним показником для аналізу є значення міжнародних валютних резервів або золотовалютних резервів. У підпункті 2.2 подано детальну характеристику того, як використовувався цей інструмент НБУ на різних етапах розвитку валютно-курсової політики. Основне його призначення – згладжування волатильності вітчизняної валюти внаслідок діяльності спекулянтів та нерівномірною зовнішньоекономічною діяльністю суб'єктів господарювання. На рис. 2.16 наведено динаміку цього показника у період 2017-2020 років.

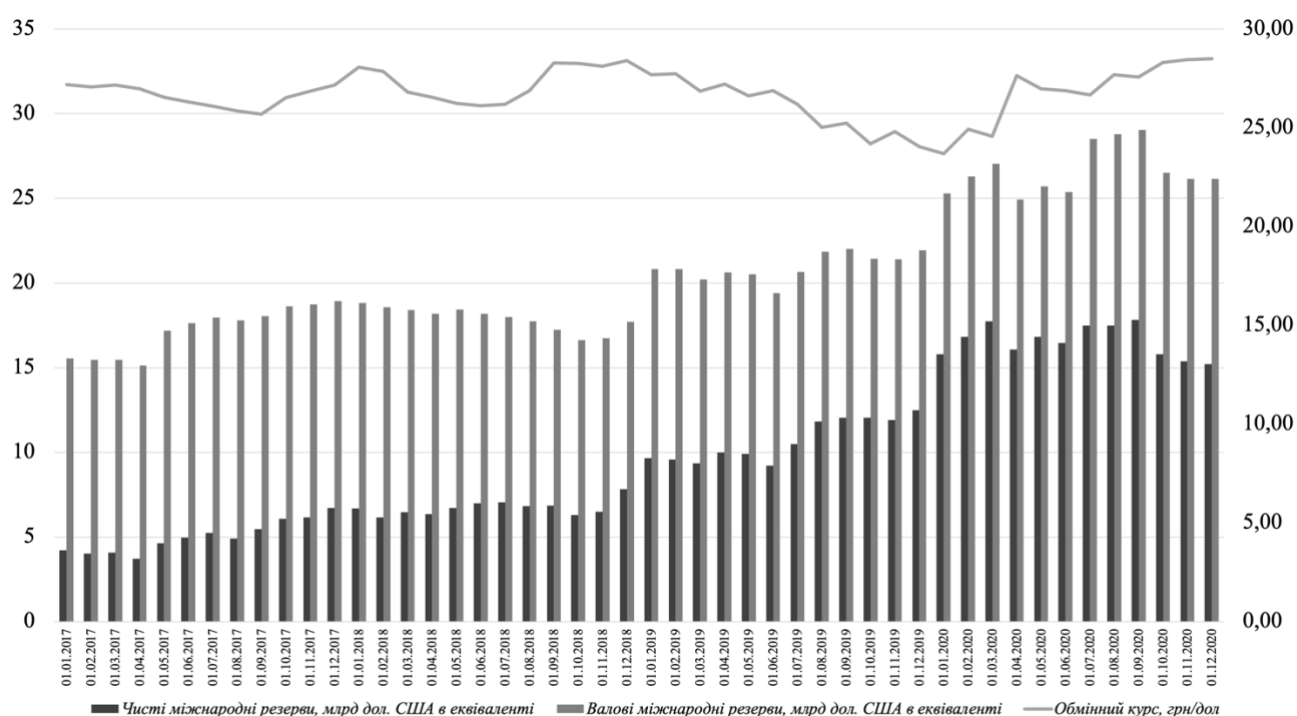


Рисунок 2.16 – Динаміка золотовалютних резервів і обмінного курсу протягом 2017-2020 років.

Джерело: складено автором на основі [16], [38].

Важливим також показником впливу на обмінний курс є динаміка рахунку поточних операцій. У підпункті 2.2 описано вплив валютного курсу на цей показник, важливо також пам'ятати про наявність зворотних зв'язків. Відтак, якщо

обсяги експорту збільшуються (сальдо рахунку поточних операцій – додатне), то зростає пропозиція іноземної валюти в економіці, а отже національна грошова одиниця зміцнюється, якщо ж зростають обсяги імпорту, то зростає попит на іноземну валюту, а отже, обмінний курс гривні до долара також зростає. На рис. 2.17 проілюстровано динаміку сальдо рахунку поточних операцій за 2017-2020 роки.

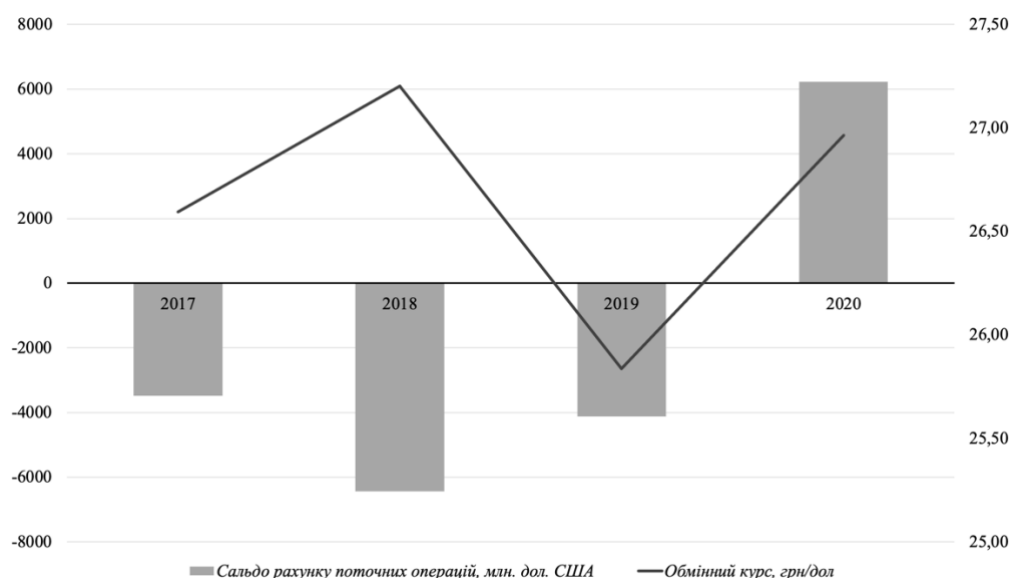


Рисунок 2.17 – Динаміка рахунку поточних операцій і обмінного курсу у період 2017-2020 років.

Джерело: складено автором на основі даних [16], [39].

З рис. 2.17 можемо зробити висновок, що за досліджуваний період рахунок поточних операцій мав позитивне значення лише у 2020 році. Це пов'язано із зменшенням імпорту послуг через поширення пандемії COVID-19.

Також важливо проаналізувати вплив процентних ставок за кредитами та депозитами на обмінний курс. У короткостроковій перспективі чим вищі процентні ставки за вкладами в національній валюті, тим більший попит на національну валюту, тим меншим повинен бути валютний курс. У довгостроковому періоді – банки зменшують попит на депозити, що призводить до падіння процентних ставок. На рис. 2.18 візуалізовано вказані показники.

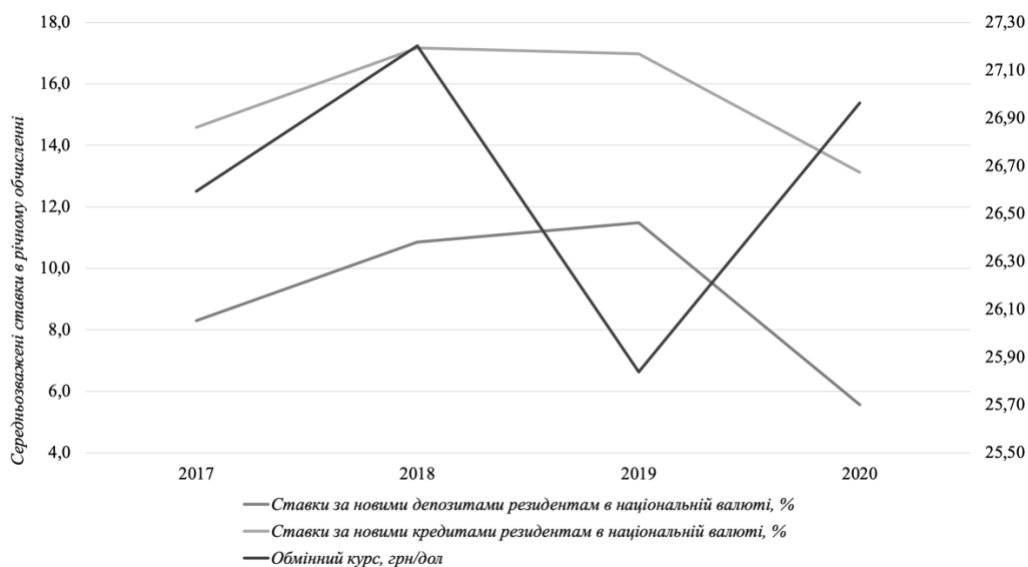


Рисунок 2.18 – Динаміка зміни ставок за новими кредитами та депозитами резидентам у національній валюті та обмінного курсу у період 2017-2020 років.

Джерело: складено автором на основі даних [16], [40].

Також варто проаналізувати показники, що відображають стан валютного ринку та також впливають на обмінний курс – це чиста різниця між попитом та пропозицією населення та банків на іноземну валюту на міжбанківському валютному ринку (МВРУ), та чисті перекази інвалюти в Україну на користь фізичних осіб. На рис. 2.19 відображено чисту різницю між попитом та пропозицією з боку клієнтів і банків на іноземну валюту на (МВРУ).

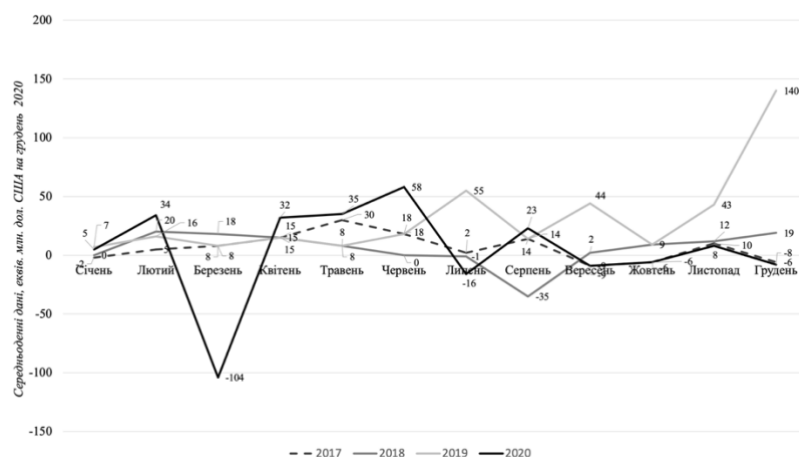


Рисунок 2.19 – Чиста різниця між попитом та пропозицією з боку клієнтів і банків на іноземну валюту на МВРУ.

Джерело: складено автором на основі [37].

Відповідно до рис. 2.19 можемо прослідкувати, що протягом останніх чотирьох років восени зростає попит на іноземну валюту для того, щоб фінансувати імпорту, а отже, обмінний курс національної валюти коливається у бік збільшення. У попередні роки це було пов'язано із зростанням імпорту енергоносіїв, у 2020 році – зі зростанням споживчого попиту [37]. Крім того, важливо наголосити, що в контексті України важливу роль відіграє врожай, тому пропозиція валюти восени дуже часто пов'язана з обсягом врожаю, який залежить від різних неекономічних факторів, зокрема, погоди.

На рис. 2.20 подано динаміку переказів інвалюти на користь фізичних осіб.

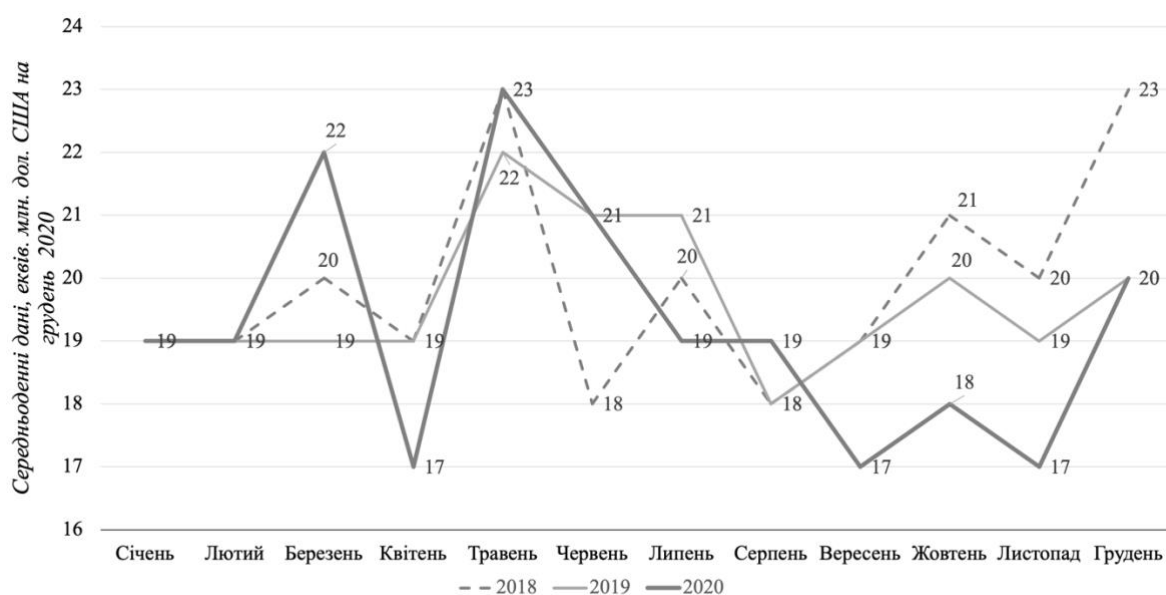


Рисунок 2.20 – Динаміка переказів інвалюти на користь фізичних осіб протягом 2018-2020 років.

Джерело: складено автором на основі [37].

Як бачимо з рис. 2.20 чисті перекази інвалюти у 2020 році були меншими у порівнянні з попередніми роками. Можемо зробити висновок, що зменшення грошової пропозиції в іноземній валюті зменшується через поступове зменшення обсягів переказів з-за кордону, а також зменшення заощаджень під час карантину, що також знаходить відображення у зростанні обмінного курсу.

Висновки до Розділу 2

До інституційної системи забезпечення функціонування валютно-курсової політики належать ВРУ, КМУ, НБУ, Міністерство фінансів України, інші уповноважені фінансові інституції та міжнародні валютно-фінансові організації (рис. 2.2). При цьому основним суб'єктом її реалізації є Національний банк, що здійснює валютні інтервенції, валютний нагляд та виступає рушієм впровадження валютної лібералізації у країні. Регулятор проводить валютні інтервенції відповідно до затвердженої Стратегії валютних інтервенцій НБУ (ухвалена у 2016 році, оновлена – у 2020), а впровадження лібералізації валютного регулювання – відповідно до Дорожньої карти скасування валютних обмежень (рис. 2.5). Саме створення міцних інституцій, ухвалення якісних законів, вдале завершення лібералізації валютного регулювання – основні передумови для забезпечення ефективного функціонування валютного ринку в Україні.

Відповідно до проаналізованої динаміки офіційного валютного курсу гривні за весь період її існування (рис. 2.6) можна виокремити такі етапи проведення валютно-курсової політики:

- 1991-1996 рр. – створення валютної системи;
- 1996-1998 рр. – грошова реформа: поява гривні;
- 1998-2000 рр. – наслідки азійської кризи;
- 2000-2005 рр. – економічне зростання: стабільність обмінного курсу;
- 2005 р. – ревальвація гривні;
- 2005-2014 рр. – період фіксованого валютного курсу;
- 2014 – наші дні – етап гнучкого курсоутворення.

Детальний огляд кожного з цих етапів дає краще розуміння того, наскільки описані емпіричні взаємовпливи показників проявляють себе на практиці. Для того, щоб перейти до моделювання таких взаємозв'язків варто визначити основні показники, що впливають на обмінний курс в Україні. До таких параметрів належать облікова ставка, ВВП України, сальдо валютних інтервенцій, золотовалютні резерви, сальдо рахунку поточних операцій, процентні ставки за кредитами та депозитами, чиста різниця між попитом та пропозицією з боку

клієнтів і банків на іноземну валюту на МВРУ, перекази інвалюти на користь фізичних осіб.

РОЗДІЛ 3 ОЦІНКА ВЗАЄМОЗВ'ЯЗКІВ МІЖ ВАЛЮТНИМ КУРСОМ ТА ПОКАЗНИКАМИ ЕКОНОМІЧНОГО РОЗВИТКУ В УКРАЇНСЬКІЙ ПРАКТИЦІ

3.1 Моделювання впливу економічних показників на валютний курс

Складність і комплексність взаємозв'язків між усіма макроекономічними параметрами, а також нестача статистичних даних за ранні періоди розвитку валютно-курсової політики України обмежує варіативність економіко-математичного моделювання у цьому напрямі.

Об'єктом дослідження є валютний канал трансмісійного механізму, виражений через значення офіційного обмінного курсу гривні до долара США. Розуміння того, які чинники призводять до зміни досліджуваного показника допоможе підвищити дієвість валютного каналу трансмісійного механізму в Україні. Відповідно проблема дослідження полягає у визначенні основних факторів, які впливають на офіційний обмінний курс гривні до долара США, встановлення кількісних зв'язків та перевірка дієвості валютного каналу трансмісійного механізму в Україні.

Варто наголосити, що для того, щоб уникнути проблем автокореляції та появи квазі-впливів через комплексність показників, у модель не був включений рівень ВВП. Загалом було спроектовано декілька моделей, які включали у себе різні комбінації охарактеризованих у підпункті 2.3 показників, а також інших показників, зокрема, індексу цін виробників продукції, індексу промислового виробництва та індексу української фондової біржі. Створені моделі не продемонстрували стійких взаємозв'язків (низький коефіцієнт детермінації та наявність проблем автокореляції), що свідчить про або про не лінійність зв'язку між показниками, або про комплексність їх впливу (тобто у сам показник закладена дія інших факторів), що також можна трактувати як результати дослідження та

використовувати для напрацювань у майбутньому. Саме тому обрано модель з найвищим значенням скоригованого коефіцієнту детермінації (Adjusted R-squared).

Для побудови потенційно можливої економетричної моделі спочатку необхідно встановити логічні взаємозв'язки. Зокрема, очевидно, що рівень офіційного обмінного курсу залежатиме від облікової ставки, обсягу експорту, рівня інфляції та процентних ставок за депозитами. Усі ці взаємовпливи проаналізовані емпірично та практично у підпунктах 2.2 і 2.3.

Значення залежної змінної – офіційного обмінного курсу подано у відношенні до курсу долара, обсяг експорту виражений у відсотках до ВВП, рівень інфляції – це значення інфляції споживчих цін (світовий показник – CPI).

Отже, метою побудови цієї економетричної моделі є перевірка наявності впливу облікової ставки, експорту, інфляції та процентних ставок за кредитами на рівень обмінного курсу в Україні; визначення основного фактору, що впливає на валютний курс та його кількісного вираження, а також перевірка дієвості валютного каналу трансмісійного механізму в Україні.

Для тестування сформульовано такі гіпотези

- 1) офіційний обмінний курс перебуває в оберненій залежності до обсягів експорту, оскільки чим більше значення експорту, тим більша пропозиція іноземної валюти, що свідчить про міцність валюти і зменшення обмінного курсу, при цьому обсяг експорту виражений у відсотках до ВВП;
- 2) офіційний обмінний курс за інших рівних умов перебуває в оберненій залежності до облікової ставки, оскільки першим етапом у трансмісії валютного каналу є власне дія ключової ставки на валютний курс. За інших рівних умов підняття облікової ставки провокує зростання всіх процентних ставок, а отже, і доходності цінних паперів, що стають привабливішими для іноземних інвесторів. Коли інвестори вкладають гроші в економіку України, вони збільшують пропозицію іноземної валюти, а отже, національна валюта продовжує міцнішати;

- 3) офіційний обмінний курс перебуває у прямій залежності до рівня інфляції, оскільки інфляція є відносним чинником впливу на грошову масу, тобто її зростання призводить до зростання пропозиції грошової маси і, як наслідок, знецінення гривні;
- 4) офіційний обмінний курс перебуває в оберненій залежності до процентних ставок за депозитами, адже чим більші процентні ставки за депозитами, тим вищий попит на національну валюту, тим менший обмінний курс.

Для дослідження були обрані квартальні дані у період з 2010 по 2020 роки, використовуючи дані зі сайтів Державної служби статистики та Національного банку України.

Отже, загальний вигляд моделі може бути описаний рівнянням:

$$EXCHANGE = \beta_0 - \beta_1 * EXPORT - \beta_2 * DISCOUNT + \beta_3 * INFLATION - \beta_4 * DEPOSITS \quad (3.1)$$

Проведення аналізу впливу незалежних змінних на залежну проводиться за допомогою статистичного пакету EViews 11.0, використовуючи дані, наведені у додатку Б. Отримані результати представлені на рис. 3.1.

Dependent Variable: EXCHANGE				
Method: Least Squares				
Date: 05/07/21 Time: 06:45				
Sample: 2010Q1 2020Q4				
Included observations: 44				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	37.23109	6.336612	5.875551	0.0313
EXPORT	-0.419059	0.125485	-3.339515	0.0019
DISCOUNT	-0.656283	0.197566	-9.395780	0.0000
DEPOSITS	-0.294369	0.408812	-5.123064	0.0000
INFLATION	0.469105	0.095357	3.870758	0.0004
R-squared	0.894770	Mean dependent var	17.97659	
Adjusted R-squared	0.885515	S.D. dependent var	8.731317	
S.E. of regression	4.896430	Akaike info criterion	6.121534	
Sum squared resid	935.0260	Schwarz criterion	6.324283	
Log likelihood	-129.6738	Hannan-Quinn criter.	6.196723	
F-statistic	24.43290	Durbin-Watson stat	1.683305	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Рисунок 3.1 – Результати дослідження моделі у програмі EViews 11.0.

Джерело: складено автором на основі власних розрахунків.

Отже, у результаті впливу незалежних факторів на залежну змінну, можна зробити висновок, що регресійне рівняння матиме вигляд:

$$EXCHANGE = 37.23109 - 0.419059*EXPORT - 0.656283*DISCOUNT + 0.469105*INFLATION - 0.294369*DEPOSITS \quad (3.2)$$

Для того, щоб переходити до безпосереднього аналізу рівняння, спочатку оцінімо адекватність і пояснювальну здатність моделі. Коефіцієнт детермінації (R^2) становить 89,47% - саме на стільки відсотків зміна залежної змінної залежить від зміни незалежних змінних і відповідно на 10,53% залежить від інших не врахованих факторів. P -value усіх незалежних змінних менше 0,05, а t -критерій більше 2 (по модулю), що свідчить про адекватність отриманих результатів. Важливо зазначити, що значення константи C є значимим, отже, модель підтверджує думку про складність вивчення взаємовпливів між макроекономічними факторами. Тут варто наголосити, що, проблемою є невключеність деяких параметрів через недостатність статистичних даних. Показники Фішера, Шварца та Айка демонструють позитивні значення, тому можна зробити припущення, що модель правильно специфікована. Значення критерію Дарбіна-Ватсона близьке до 2, тому можемо стверджувати про відсутність автокореляції залишків I порядку, проте для ґрунтовніших висновків проведемо оцінку зон автокореляції залишків. Для наведеної моделі (44 спостереження і 4 незалежні змінні) нижня межа становитиме 1,34, а верхня – 1,72. Отже, для наведеної моделі, якщо критерій Дарбіна-Ватсона потрапляє у проміжок 1,34-1,792 то автокореляція залишків I порядку відсутня, значить попереднє твердження було правильним.

Після оцінки параметрів ми можемо провести порівняння отриманих результатів з початковими гіпотезами про вплив факторів. Виведемо економічну інтерпретацію для кожної незалежної змінної окремо:

- 1) **EXPORT**. Як і передбачалось у гіпотезі, зміна обсягів експорту (вираженого у відсотках до ВВП) обернено впливає на значення обмінного курсу (t -критерій від'ємний, але більший 2 по модулю). При чому при зростанні

обсягу експорту від ВВП на 1%, офіційний об'ємний курс знижується на 0,42 пункти;

- 2) DISCOUNT. Позитивна зміна облікової ставки також зміцнює національну валюту. При цьому зміна показника на 1% за інших рівних умов призводить до зміни обмінного курсу на 0,66 (чинить найсильніший вплив на залежну змінну, оскільки t-критерій має найбільше значення);
- 3) INFLATION. Зміна цього показника також підтверджує початкову теорію і позитивно впливає на зміну обмінного курсу. При зміні рівня інфляції на 1% обмінний курс зростає на 0,47 пунктів;
- 4) DEPOSITS. Зміна процентних ставок за депозитами впливає негативно на валютний курс гривні. Зокрема, його зростання на 1% призводить до зменшення обмінного курсу на 0,3 пункти.

Для підтвердження отриманих результатів потрібно провести LM-тест на визначення автокореляції залишків вищих порядків, результати тесту наведені на рис. 3.2.

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test				
Null hypothesis: No serial correlation at up to 4 lags				
F-statistic	0.082862	Prob. F(4,35)	0.1533	
Obs*R-squared	0.076603	Prob. Chi-Square(4)	0.1435	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID				
Method: Least Squares				
Date: 05/07/21 Time: 07:00				
Sample: 2010Q1 2020Q4				
Included observations: 44				
Presample missing value lagged residuals set to zero.				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.256595	5.796734	0.044265	0.9649
EXPORT	-0.010614	0.119671	-0.088692	0.9298
DISCOUNT	-0.325378	0.199569	-1.630405	0.1120
DEPOSITS	0.375601	0.360397	1.042189	0.3045
INFLATION	0.112191	0.086407	1.298398	0.2026
RESID(-1)	0.131266	0.180336	1.500502	0.1313
RESID(-2)	0.017345	0.198148	0.087537	0.9307
RESID(-3)	-0.015644	0.193647	-0.080788	0.9361
RESID(-4)	0.134527	0.180833	0.743928	0.4619
R-squared	0.355605	Mean dependent var	-6.06E-16	
Adjusted R-squared	0.208314	S.D. dependent var	4.663131	
S.E. of regression	4.149101	Akaike info criterion	5.863910	
Sum squared resid	602.5264	Schwarz criterion	6.228858	
Log likelihood	-120.0060	Hannan-Quinn criter.	5.999250	
F-statistic	2.414310	Durbin-Watson stat	1.721071	
Prob(F-statistic)	0.034298			

Рисунок 3.2 – Результат LM-тесту.

Джерело: складено автором на основі власних розрахунків.

Оскільки за тестом автокореляції вищих порядків отримано значення probability більше 0,05, то це свідчить про відсутність автокореляції другого порядку.

Перевірка регресійної моделі на гетероскедастичність продемонструвала наявність гомоскедастичності, оскільки значення probability тесту значно перевищує 0,05. Отримані результати наведені на рис. 3.3.

Heteroskedasticity Test: White				
Null hypothesis: Homoskedasticity				
F-statistic	1.179261	Prob. F(4,39)	0.3350	
Obs*R-squared	4.747573	Prob. Chi-Square(4)	0.3142	
Scaled explained SS	1.896800	Prob. Chi-Square(4)	0.7547	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID^2				
Method: Least Squares				
Date: 05/22/21 Time: 02:05				
Sample: 2010Q1 2020Q4				
Included observations: 44				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	29.73773	14.87063	1.999763	0.0525
EXPORT^2	0.003155	0.005667	0.556722	0.5809
DISCOUNT^2	-0.000356	0.029987	-0.011870	0.9906
DEPOSITS^2	-0.176165	0.097644	-1.804163	0.0789
INFLATION^2	0.009428	0.011242	0.838588	0.4068
R-squared	0.107899	Mean dependent var	21.25059	
Adjusted R-squared	0.016402	S.D. dependent var	21.67909	
S.E. of regression	21.50057	Akaike info criterion	9.080680	
Sum squared resid	18028.70	Schwarz criterion	9.283429	
Log likelihood	-194.7750	Hannan-Quinn criter.	9.155869	
F-statistic	1.179261	Durbin-Watson stat	1.983021	
Prob(F-statistic)	0.334963			

Рисунок 3.3 – Результати тесту Вайта.

Джерело: складено автором на основі власних розрахунків.

Для проведення аналізу на відсутність мультиколінеарності необхідно побудувати кореляційну матрицю попарних залежностей між залежними та незалежними змінними. Отримані результати наведені на рис. 3.4.

	EXCHANGE	DEPOSITS	EXPORT	INFLATION	DISCOUNT
EXCHANGE	1.000000	-0.659353	-0.704057	0.734183	-0.794843
DEPOSITS	-0.659353	1.000000	0.179108	0.283491	0.449478
EXPORT	-0.704057	0.179108	1.000000	0.220611	0.289009
INFLATION	0.734183	0.283491	0.220611	1.000000	0.375714
DISCOUNT	-0.794843	0.449478	0.289009	0.375714	1.000000

Рисунок 3.4 – Кореляційна матриця попарних залежностей між залежними та незалежними змінними.

Джерело: складено автором на основі власних розрахунків.

При аналізі кореляційної матриці очевидно, що прямі або обернені зв'язки між незалежними змінними відсутні (існує лише зв'язок середньої слабкості), отже, можна стверджувати, що проблема мультиколінеарності відсутня.

Для остаточної перевірки якості моделі потрібно провести тест на нормальний розподіл залишків, результати якого наведені на рис. 3.5.

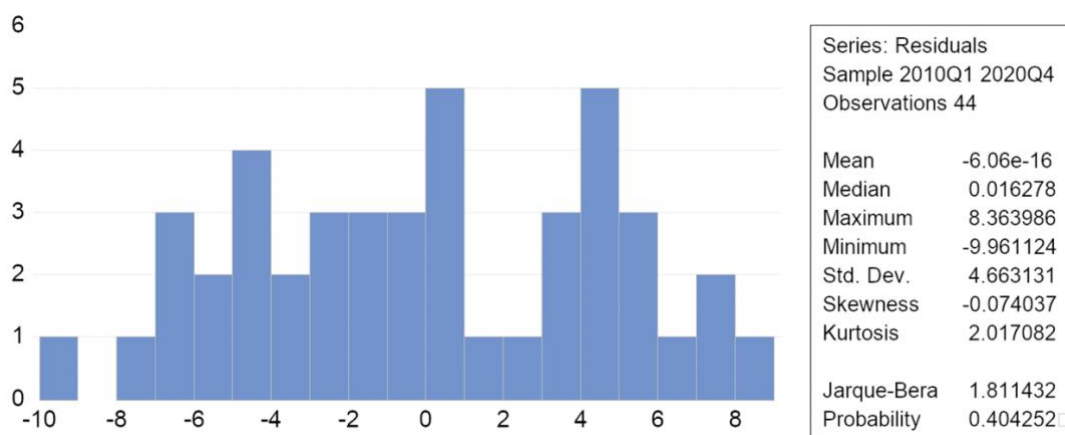


Рисунок 3.5 – Результати тесту на нормальний розподіл залишків

Джерело: складено автором на основі власних розрахунків.

Значення probability тесту Жарга-Бера становить 40,43%, що вказує на нормальний розподіл залишків.

Як було зазначено у підпункті 1.3, валютний канал розглядається як важливий елемент для стимулювання економічного зростання у малих економіках світу, що доводить необхідність проведення такого дослідження для України, особливо в умовах надмірної доларизації (її рівень за останні 20 років не опускався нижче, ніж 30%), результати впливу якої важко подолати у короткі строки.

Отже, відповідно до проведених досліджень та перевірок модель є адекватною, відсутні проблеми автокореляції та мультиколінеарності, залишки мають нормальний розподіл, крім того регресійне рівняння має високу пояснювальну здатність. Усі фактори є впливовими, жоден з параметрів не дорівнює нулю. Тому можна зробити висновок, що офіційний обмінний курс гривні до долара залежить від облікової ставки, рівня інфляції, обсягу експорту, вираженого у відсотках до ВВП, а також процентних ставок за депозитами. При

цьому найбільш значимий вплив (при зміні показника на 1% за інших рівних умов призводить до зміни обмінного курсу на 0,66) чинить облікова ставка, що відповідає першому етапу прояву валютного каналу трансмісійного механізму, а отже, можемо стверджувати, що механізм є дієвим. Наступними по силі впливу на залежну змінну є показники рівня інфляції, експорту та процентні ставки за депозитами. Важливо зазначити, що параметр s , що є сукупністю всіх не врахованих у модель факторів є також значимим, що свідчить про необхідність продовження дослідження у цьому напрямку та встановлення максимально можливої кількості показників, що впливають на формування валютного курсу в Україні.

Необхідно також звернути увагу на напрям взаємозв'язків між параметрами та проаналізувати ситуацію у випадку їх зміни. Зокрема, відповідно до отриманих результатів між обмінним курсом та процентними ставками за депозитами існує обернена взаємозалежність. В останні роки ставки за депозитами використовувались як дієвий спосіб зміщення фокусу населення від купівлі іноземної валюти, що впливало на зміцнення обмінного курсу гривні. В останні два роки (з 2020) ці ставки були суттєво опущені, що відобразилось на поведінці клієнтів – тепер депозити не розглядаються як джерело отримання прибутку, а більше як ще одна можливість для накопичення. Подальше падіння цього показника може спровокувати зростання попиту на іноземну валюту, а отже, депозитні ставки перестануть відігравати роль інструменту для зниження обмінного курсу, а навіть навпаки – існує загроза до появи зворотного зв'язку. Таку можливість потрібно враховувати монетарним органам влади при реалізації валютно-курсової політики у майбутньому.

Крім того, якщо все-таки депозити перестануть відігравати роль дієвого фактору втримання стабільного валютного курсу, то НБУ та іншим уповноваженим фінансовим установам необхідно створити альтернативні інструменти, які можна використовувати населенню для створення заощаджень чи інвестування.

3.2 Проблеми та напрями удосконалення дії валютного каналу трансмісійного механізму грошово-кредитної політики України

У період ХХІ століття, коли глобалізація продовжує залишатись основним світовим трендом, стабільність валютного ринку – запорука вдалої інтеграції у міжнародні об'єднання. Саме валютний ринок, на якому реалізується валютний канал трансмісії є механізмом, що забезпечує взаємозв'язок між національною та світовою фінансовими системами [41, с.1]. Тому визначення та вивчення його проблем – необхідна умова для подання комплексного огляду функціонування валютного каналу трансмісійного механізму в Україні.

На основі проведеного теоретичного, емпіричного та економетричного аналізів у попередніх підпунктах, можна виділити основні проблеми розвитку валютного каналу трансмісійного механізму в Україні, що наведені на рис. 3.6.



Рисунок 3.6 – Основні проблеми розвитку валютного каналу трансмісійного механізму в Україні.

Джерело: складено автором на основі даних [41], [42], [43].

Фінансова та економічна нестабільність України суттєво впливає на ефективність функціонування всіх каналів трансмісійного механізму. За 30-літню історію існування країна пережила 3 девальваційні шоки: у 1997-1998 роках (наслідки азійської кризи), у 2008-2009 роках (наслідки глобальної кризи), у 2014-

2015 роках (наслідки політичної і економічної нестабільності). Цю нестабільність можна також прослідкувати за динамікою основних макроекономічних показників, проаналізованих у підпунктів 2.3. Фінансові та економічні дисбаланси – найфундаментальніша проблема, усі інші недоліки функціонування валютного ринку, наведені на рис. 3.6 – це похідні явища. Проте їх виділення необхідне для того, щоб точково впливати на всі незадовільні аспекти та у результаті отримати системне вирішення цієї проблеми.

Існують різноманітні фактори, які можуть викривити прояв каналів трансмісії та нівелювати ефект від їх впливу. Зокрема, у нестабільних економіках, одним із таких чинників, що впливають на валютний канал, є доларизація. Доларизація – це процес, коли іноземна валюта проникає у внутрішній грошовий обіг країн, у яких слабка неконвертована національна валюта [6, с. 37]. Тут варто наголосити, що термін «доларизація» хоч і походить від назви американського долара, проте на сьогодні це більш широке поняття, яке означає витіснення національної грошової одиниці не лише доларом США, але й іншими світовими валютами.

Однією з причин виникнення такого явища є високий рівень інфляції, оскільки неконтрольований рівень цін (а таке явище можливе лише, якщо відсутні обмеження на обмін валюти або якщо фінансові органи є недостатньо компетентними) провокує незадоволення серед населення, унаслідок чого падає довіра до національної валюти: громадяни починають зберігати гроші в іноземній валюті. Така ситуація є небезпечною для національної грошової одиниці, оскільки вона перестас виконувати одну зі своїх первинних функцій – засобу нагромадження. Індекс інфляції України подано на рис. 3.7.

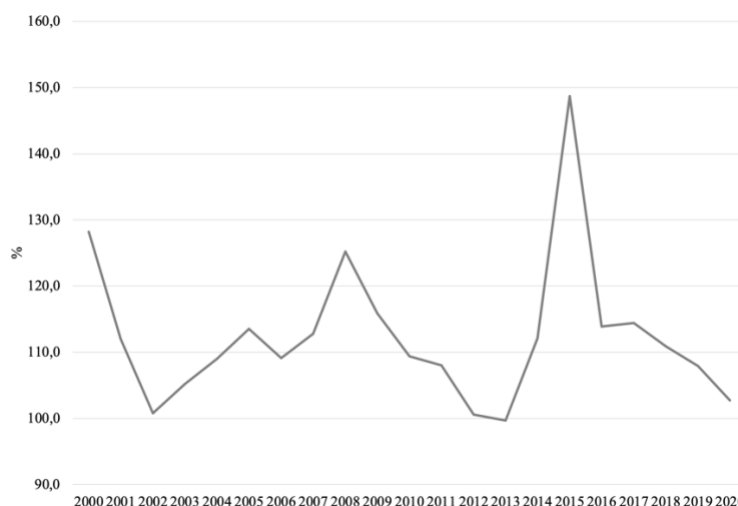


Рисунок 3.7 – Індекс споживчих цін в Україні у період 2000-2020 років.

Джерело: складено автором на основі [19].

Як бачимо, з рис. 3.7 індекс інфляції України протягом 2000-2016 років перебував на досить високому рівні, що створювало умови для доларизації економіки. З 2016 року НБУ перейшов до таргетування інфляції, що відповідно до даних на рис. 3.7 вдається вдало. Однак тут потрібно наголосити, що навіть після нормалізації стану показників і економіки, процес редоларизації відбуватиметься не такими швидкими темпами, як протилежний. Для того, щоб вирішити цю проблему, необхідна спеціальна відновлювальна політика уряду. Доказом вкоріненості доларизації в економіці України є частка валютних валових кредитів і депозитів (рис. 3.8).

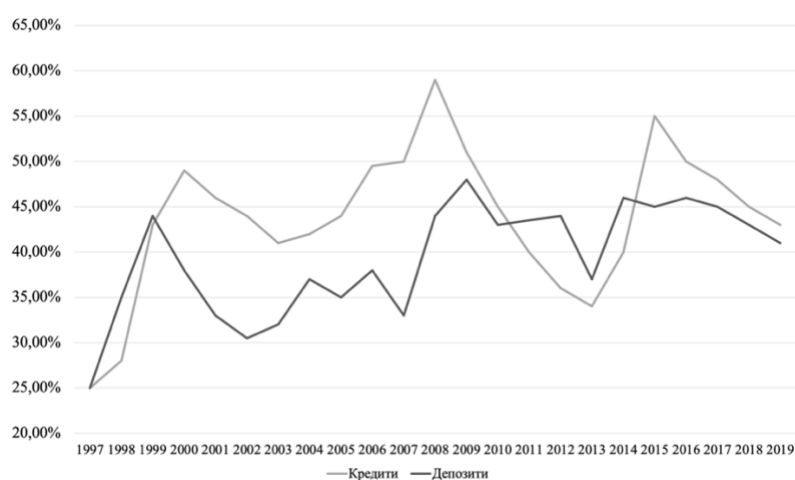


Рисунок 3.8 – Частка валових валютних депозитів і кредитів в Україні.

Джерело: складено автором на основі [44].

Відповідно до рис. 3.9 доларизація кредитів і депозитів за останні 20 років не була нижчою за 30%, а відчутні коливання показника під час криз – це результат неконтрольованої девальвації гривні. Крім того, висока частка боргу в іноземній валюті (71%) робить країну вразливою і до валютного, і до відсоткового ризиків, а також до ризику рефінансування (рис. 3.9) [44, с. 7].

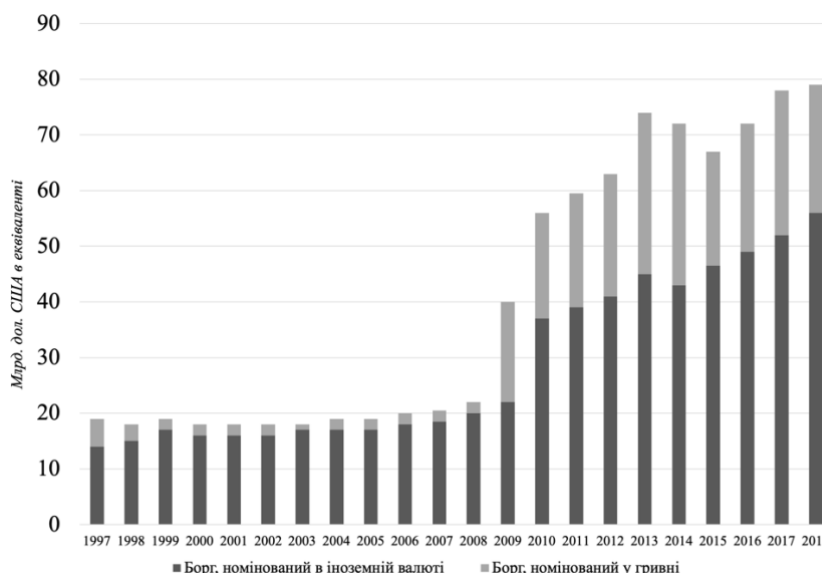


Рисунок 3.9 – Динаміка державного та гарантованого боргу в Україні.

Джерело: складено автором на основі [44].

Відповідно до розрахунків НБУ за моделлю MVP (портфель з найменшим ризиком) природній рівень доларизації України оцінюється приблизно у 20% [44, с. 8]. Цей процес негативно впливає не тільки на валютний ринок, але і на економіку країни в цілому: фізичні та юридичні особи не можуть повернути валютні кредити, що загрожуює стабільності банкам, збільшення державного боргу, вплив грошової маси з країни, а відтак і втрата ліквідності. Крім того, підтримка державним фінансуванням, зокрема, через рефінансування банків, мала б стимулювати розвиток реального сектору, насправді ж призводить лише до вичерпання резервів НБУ. Оскільки замість того, щоб направляти грошові потоки у розвиток виробництва, фінансові установи конвертують українську валюту в іноземну, чим створюють паніку на валютному ринку.

Ще однією проблемою ефективного функціонування валютного каналу трансмісії в Україні є існування так званого «чорного валютного ринку». Цей ринок

розвивається у період введення валютних обмежень, коли спекулянти намагаються обійти дії регулятора та продовжити обмінювати валюту у незаконний спосіб. Проте потрібно також наголосити, що неформальний ринок з'являється там, де формальний ринок не може задовольнити потреби клієнтів. Визначити величину «чорного ринку» важко, проте існують дослідження на цю тему. Зокрема, у 2016 році Центр економічної стратегії розробив 2 моделі визначення його обсягів. Відповідно до результатів моделі 2, у 2015 році за офіційними даними валюти було куплено на 60 млн. дол. США, за розрахунками моделі – на 1,2 млрд. дол. США. Це означає, що офіційні дані купівлі іноземної валюти занижують реальний обсяг ринку у 18 разів [45]. Така ситуація є очевидною проблемою, адже не розуміння обсягів ринку гарантує відсутність контролю над ситуацією, а отже, ефект прояву валютного каналу трансмісії також буде нівельованим.

Експортний потенціал України також викликає занепокоєння. Зокрема, на рис. 3.10 можна побачити динаміку торгової структури експорту за 2017-2020 роки.

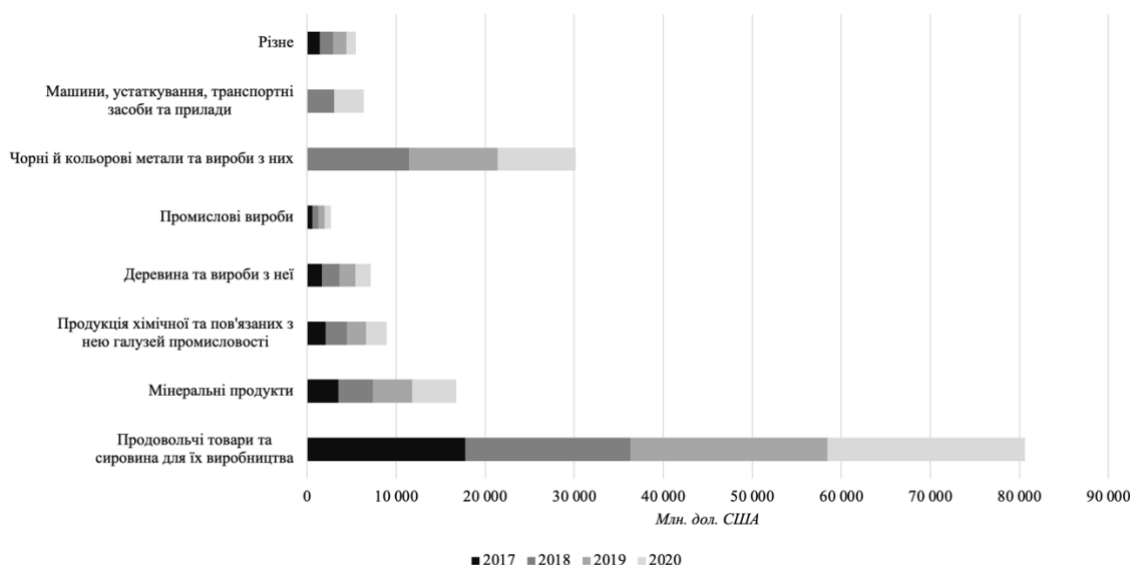


Рисунок 3.10 – Динаміка торгової структури експорту.

Джерело: складено автором на основі [46].

З огляду на рис. 3.10 можна помітити, що серед основних статей експорту переважають продовольчі товари та сировина для їх виробництва, чорні й кольорові метали та вироби з них, а також мінеральні продукти. Усі ці товари створюються з низькою доданою вартістю, що є проблемою: адже лише створення

максимально конкурентоспроможних продуктів може забезпечити вигідне становище на ринку міжнародної торгівлі, що сприятиме розвитку економіки з ефективним валютним каналом трансмісійного механізму.

Прямі іноземні інвестиції (ПІІ) – також важливий макроекономічний показник. Відповідно до положень економічної теорії, чим вищий притік ПІІ в країну, тим більшою стає іноземна грошова маса в країні, а отже національна грошова одиниця і економіка країни стабілізуються. В Україні ж ця ситуація залишається неоднозначною, на рис. 3.11 наведено динаміку сальдо ПІІ.

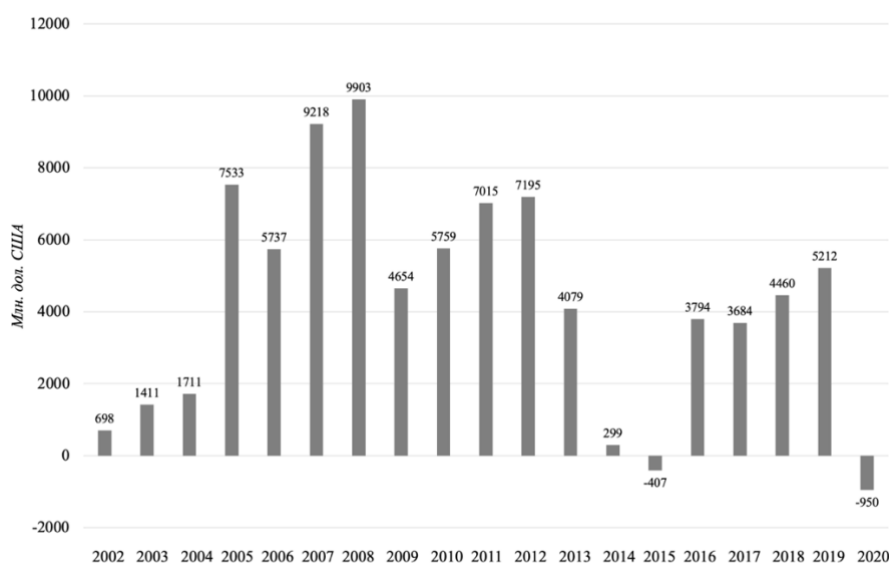


Рисунок 3.11 – Динаміка сальдо ПІІ.

Джерело: складено автором на основі [47].

З огляду на рис. 3.11 можна зробити висновок, що сальдо прямих іноземних інвестицій є доволі нестабільним, а у 2020 році – від’ємним, звідси, це пов’язано з поширенням COVID-19, але навіть при найбільших економічних потрясіннях сальдо прямих іноземних інвестицій повинно бути додатнім, щоб стимулювати розвиток економіки країни.

Вищенаведені факти свідчать про те, що економіко-фінансова ситуація у країні не є сприятливою для ефективного функціонування валютного каналу трансмісійного механізму. Відповідно до проведеного опитування населення у березі 2021 року Центром Разумкова 40,9% населення визначає економічне становище в країні як досить погане, а ще 27,2% - як дуже погане. Крім того,

недовіра до НБУ становить 32,4%, а до комерційних банків – 51,8% [48]. Якщо населення не довіряє регулятору, значить намагатиметься задовольнити свої потреби на згаданому вище чорному ринку, що лише погіршує силу дії валютного каналу трансмісійного механізму.

Нівелювати ці негативні вияви варто системно, послідовно вживаючи всіх необхідних заходів задля покращення добробуту населення країни. Відповідно до аналізу проблем, що існують на валютному ринку України, на рис. 3.12 наведено основні рекомендації для їх ефективного подолання.



Рисунок 3.12 – Основні рекомендації для ефективного подолання проблем на валютному ринку України.

Джерело: складено автором.

Для того, щоб подолати доларизацію економіки, необхідно вжити заходів, які нівелюють причини її появи. Зокрема, необхідно перетворити механізм рефінансування у дієвий інструмент стимулювання розвитку реального сектору економіки шляхом забезпечення комерційних банків грошима у вітчизняній валюті. Це можна реалізувати, наприклад, за допомогою застави векселів виробничих підприємств. Проте для цього необхідно організувати державний контроль за платоспроможністю і емісійною політикою представників великого і середнього бізнесу. Крім того, необхідно розширювати можливості капіталізації банків, дозволивши їм розміщувати акції та облігації серед юридичних і фізичних осіб. Для того, щоб механізм був дієвим, варто виключити суму, що використовується на капіталізацію, вилучити із бази оподаткування кредитних

установ. Ще одним способом, який дозволить вирішити ситуацію із доларизацією є запровадження в обігу цінних паперів із гнучкою відсотковою ставкою. Такі дії мають на меті забезпечити кращу індексацію валютних ризиків, а також стимулювати позичальників переорієнтовуватись на похідні фінансові інструменти, що деноміновані у гривні. Міжнародний досвід також демонструє те, що надмірну доларизацію можна подолати, використовуючи так званий «м'який підхід». Серед країн, що успішно реалізували таку політику є Ізраїль, Польща, Єгипет і Чилі. Вони обрали шлях впровадження м'якої антиінфляційної політики та розвитку фінансових ринків. Ці країни сформували внутрішній ринок облігацій, випущених у національній валюті, реалізували механізм різних норм резервування для банків залежно від грошової одиниці кредиту. Крім того, вищезазначені країни проводили політику хеджування ризиків: не виплати зобов'язань - посилено державний контроль за дотриманням усіх вимог при залученні зовнішніх запозичень фінансовими установами, а також валютного – кредити спрямовували у галузі, що заробляли гроші в іноземних грошових одиницях. Чилі та Ізраїль запровадили політику індексації відсотків за депозитами у вітчизняній валюті (тобто коригування на інфляцію), а у Польщі та Єгипті підвищили відсотки за банківськими вкладами [49]. Зниження доларизації економіки має збільшити ліквідність валютного ринку, зміцнити курс національної валюти, поповнити залотовалютні резерви і, як наслідок, забезпечити ефективне функціонування валютного каналу трансмісійного механізму.

В останні роки НБУ проводить виважену валютно-курсову політику та забезпечує ефективний механізм валютного регулювання, проте деякі новини про вплив на НБУ, спроби диктувати рішення незалежному регулятору негативно впливають, як на репутацію країни на міжнародному ринку, так і на довіру населення та представників бізнесу до фінансової інституції. Окрім цього, центральному банку варто проводити більш прозору та передбачувану валютну політику у країні. Тобто НБУ необхідно чітко визначити валютно-курсові орієнтири та пріоритетність інструментів валютного регулювання, щоб інші суб'єкти економіки могли правильно прогнозувати власну діяльність. Так, існує

оновлена «Стратегія валютних інтервенцій», але її необхідно доповнити більш конкретними пунктами, щоб додати більшої визначеності [28].

НБУ, як і всім іншим фінансовим інституціям потрібно проводити якісну комунікацію своїх дій, а також необхідно продумати можливості для загального підняття фінансової грамотності населення: це можна робити за допомогою видання спеціальних навчальних збірників, розробки онлайн-платформи, рубрики у соцмережах тощо. Тільки тоді, коли всі суб'єкти валютного ринку будуть максимально проінформовані та будуть достатньо обізнані у сфері, щоб робити продумані вчинки, валютний канал трансмісії працюватиме ефективно.

Отже, виключно системний підхід до вирішення проблем, що виникають у процесі трансмісії валютного каналу, дозволить розробити оптимальний план реалізації валютної політики, зменшить обмінний курс гривні та буде стимулювати економічне зростання економіки шляхом впровадження інновацій та вдалого залучення прямих іноземних інвестицій.

Висновки до Розділу 3

За допомогою кореляційно-регресійного аналізу було досліджено, що обмінний курс в Україні, виражений у грн/дол. залежить від облікової ставки, рівня інфляції, обсягу експорту (вираженого у відсотках від ВВП) та процентних ставок за депозитами. Відповідно до проведених тестів модель є адекватною, відсутні проблеми автокореляції та мультиколінеарності, залишки мають нормальний розподіл, крім того регресійне рівняння має високу пояснювальну здатність. Усі фактори є впливовими, жоден з параметрів не дорівнює нулю. Отже, обмінний курс в Україні найбільше залежить від облікової ставки (найбільший показник t -критерія) та несе такий економічний зміст: при облікової ставки на 1%, за інших рівних умов (без врахування втручання центробанку) призводить до зміцнення курсу на 0.66 пунктів. Ці результати є логічними та доводять те, що в останні роки монетарна політика НБУ була вдалою: перший етап валютного каналу трансмісійного механізму працює. Проте регулятору та іншим уповноваженим фінансовим інституціям варто звернути увагу на можливу загрозу втрати дієвого

впливу на обмінний курс процентних ставок за депозитами через їх стрімке падіння в останні два роки. Якщо депозитні ставки все-таки втратять свої позиції по впливу на валютний курс, то для подальшого забезпечення його стабільності, монетарним органам влади необхідно придумати альтернативні інструменти для формування заощаджень та інвестування для населення.

Визначено такі основні проблеми функціонування валютного каналу трансмісійного механізму в Україні: фінансова та економічна нестабільність у країні, значний рівень доларизації економіки, тенденція до девальвації національної валюти, наявність «чорного валютного ринку», непослідовна валютно-курсова політика у минулому, низький експортний потенціал, відсутність стійкого зростання сальдо прямих іноземних інвестицій, втрата довіри до національної валюти з боку населення, низька інституційна спроможність забезпечення ефективного функціонування валютного ринку.

Нівелювати ці проблемні аспекти варто системно, послідовно вживаючи всіх необхідних заходів задля покращення добробуту населення країни. До таких заходів належить подолання надмірної доларизації економіки, створення ефективної комунікаційної стратегії для інституційних органів, проведення виважених валютно-курсової політики і валютного регулювання.

ВИСНОВКИ

У кваліфікаційній роботі розглянуто та узагальнено підходи до визначення поняття «монетарний механізм» - це механізм, який забезпечує передачу змін між галузями економіки за допомогою певних каналів впливу, називається монетарним трансмісійним механізмом. Варто наголосити, що на сьогодні науковці не вважають пропозицію грошей єдиним визначальним фактором макроекономічних змін, тому під монетарною трансмісією мають на увазі механізм, через який центральний банк впливає на економіку загалом. Дія трансмісійного механізму полягає у передаванні імпульсів через інструменти монетарної політики від центрального банку до фінансового сектору, а від нього – до реального сектору економіки. Реалізується трансмісійний монетарний механізм через канали впливу – сукупність різних економічних змінних, серед яких основними є процентний, кредитний, цін активів, валютний і монетарний (рис. 1.2).

Канал обмінного курсу – це регулювання курсу шляхом використання інструменту купівлі-продажу валюти на ринку. Реалізується він через валютну політику та валютне регулювання, використовуючи загальні (рис. 1.4) та спеціальні інструменти впливу (рис. 1.5).

Вивчення міжнародного досвіду реалізації монетарного каналу трансмісійного механізму на прикладі таких країн, як США, Бразилія, Таїланд, Австралія та країн ЄС продемонструвало, що канал обмінного курсу, як правило, практично не використовується у високорозвинених країнах через стабільність національної валюти та загальний розвиток економіки. Проте він розглядається як важливий елемент для стимулювання економічного зростання у малих економіках світу, де при правильно проведеній валютно-курсовій політиці він може стати одним із визначальних чинників економічного зростання.

Ефективне функціонування валютного каналу тісно пов'язано із реалізацією валютно-курсової політики у країні. Відтак до інституційної системи забезпечення функціонування валютно-курсової політики в Україні належать ВРУ, КМУ, НБУ, Міністерство фінансів, інші уповноважені фінансові інституції та міжнародні валютно-фінансові організації (рис. 2.2). При цьому основним суб'єктом її

реалізації є Національний банк, що здійснює валютні інтервенції, валютний нагляд та виступає рушієм впровадження валютної лібералізації у країні. Основними нормативно-правовими актами, що регулюють валютний ринок є ЗУ «Про валюту та валютні операції» [7], а також нормативні акти НБУ. Зокрема, регулятор проводить валютні інтервенції відповідно до затвердженої Стратегії валютних інтервенцій НБУ (ухвалена у 2016 році, оновлена – у 2020), а впровадження лібералізації валютного регулювання - відповідно до Дорожньої карти скасування валютних обмежень (рис. 2.5).

Відповідно до проаналізованої динаміки офіційного валютного курсу гривні за весь період її існування (рис. 2.6) можна виокремити такі етапи проведення валютно-курсової політики:

- 1991-1996 рр. – створення валютної системи;
- 1996-1998 рр. – грошова реформа: поява гривні;
- 1998-2000 рр. – наслідки азійської кризи;
- 2000-2005 рр. – економічне зростання: стабільність обмінного курсу;
- 2005 р. – ревальвація гривні;
- 2005-2014 рр. – період фіксованого валютного курсу;
- 2014 – наші дні – етап гнучкого курсоутворення.

Детальний огляд кожного з цих етапів дає краще розуміння того, наскільки описані емпіричні взаємовпливи показників проявляють себе на практиці протягом імплементації різноманітних валютних курсів і використання різних валютно-курсових політик.

Для того, щоб детальніше проаналізувати такі залежності за допомогою моделювання, насамперед необхідно окреслити основні показники впливу на валютний курс. До таких параметрів відповідно до аналізу належать облікова ставка, ВВП України, сальдо валютних інтервенцій, золотовалютні резерви, сальдо рахунку поточних операцій, процентні ставки за кредитами та депозитами, чиста різниця між попитом та пропозицією з боку клієнтів і банків на іноземну валюту на МВРУ, перекази інвалюти на користь фізичних осіб.

Крім того, за допомогою кореляційно-регресійного аналізу було досліджено, що обмінний курс в Україні, виражений у грн/дол. залежить від облікової ставки, рівня інфляції, обсягу експорту (вираженого у відсотках від ВВП) та процентних ставок за депозитами. Відповідно до проведених тестів модель є адекватною, відсутні проблеми автокореляції та мультиколінеарності, залишки мають нормальний розподіл, крім того регресійне рівняння має високу пояснювальну здатність. Усі фактори є впливовими, жоден з параметрів не дорівнює нулю. Отже, обмінний курс в Україні найбільше залежить від облікової ставки (найбільший показник t-критерія) та несе такий економічний зміст: при обліковій ставці на 1%, за інших рівних умов (без врахування втручання центробанку) призводить до зміцнення курсу на 0.66 пунктів. Ці результати є логічними та доводять те, що в останні роки монетарна політика НБУ була вдалою: перший етап валютного каналу трансмісійного механізму працює. Проте регулятору та іншим уповноваженим фінансовим інституціям варто звернути увагу на можливу загрозу втрати дієвого впливу на обмінний курс процентних ставок за депозитами через їх стрімке падіння в останні два роки. Якщо депозитні ставки все-таки втратять свої позиції по впливу на валютний курс, то для подальшого забезпечення його стабільності, монетарним органам влади необхідно придумати альтернативні інструменти для формування заощаджень та інвестування для населення.

Також у кваліфікаційній роботі визначено основні проблеми функціонування валютного каналу трансмісійного механізму в Україні, до яких належать: фінансова та економічна нестабільність у країні, значний рівень доларизації економіки, тенденція до девальвації національної валюти, наявність «чорного валютного ринку», непослідовна валютно-курсова політика у минулому, низький експортний потенціал, відсутність стійкого зростання сальдо прямих іноземних інвестицій, втрата довіри до національної валюти з боку населення, низька інституційна спроможність забезпечення ефективного функціонування валютного ринку.

Нівелювати ці проблемні аспекти варто системно, послідовно вживаючи всіх необхідних заходів задля покращення добробуту населення країни. Зокрема,

необхідно подолати надмірну доларизацію економіки, створити ефективну комунікаційну стратегію для інституційних органів, проводити виважені валютно-курсову політику і валютне регулювання. Отже, виключно системний підхід до вирішення проблем, що виникають у процесі трансмісії валютного каналу, дозволить розробити оптимальний план реалізації валютної політики, зменшить обмінний курс гривні та буде стимулювати економічне зростання економіки шляхом впровадження інновацій та вдалого залучення прямих іноземних інвестицій.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Міщенко В. І., Сомик А. В. Монетарний трансмісійний механізм в Україні. Стаття 1. Теоретичні засади трансмісійного механізму грошово-кредитної політики. *Вісник НБУ*. Київ, 2007. № 6. С. 25.
2. Кейнс Дж.М. Общая теория занятости, процента и денег. Издательство "Гелиос" АРВ. Москва, 1999. 352 с.
3. Званська В.А. Сучасні моделі трансмісійного механізму. *Наукові записки. Серія «Економіка»*. Київ, 2008. Випуск 10. С. 100-108.
4. Kuttner K.N., Mosser P.C. The Monetary Transmission Mechanism: Some Answers and Further Questions. *Federal Reserve Bank of New York, Economic Review*. New York, 2002. № 8 (1). P. 15-24.
5. Tobin J. Monetary Policies and the Economy: The Transmission Mechanism. *Southern Economic Journal*. Lexington, 1978. Vol. 44. № 3. P. 421-431.
6. Глущенко С.В. Монетарна політика: теоретико-методологічні аспекти. Підручник для студентів вищих навчальних закладів. НаУКМА. Київ, 2017. С. 64.
7. Про валюту та валютні операції: Закон України у поточній редакції від 15.05.2021. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2473-19#Text>
8. Вікторія Плачинда. Класифікація режимів валютного курсу. *Вісник НБУ*. Київ, 2013. С. 31-35.
9. Ковальчук Ф.К., Козенков Д.Є., Момот Ю.Г. Міжнародні кредитно-розрахункові та валютні операції: навч. посібник. *Центр учбової літератури*. Київ, 2013. 150 с.
10. Georg Strasser. The monetary policy transmission mechanism in the euro area. ECB Central Banking Seminar Frankfurt am Main. 2018. URL: https://www.ecb.europa.eu/pub/conferences/shared/pdf/20180709_ecb_central_banking_seminar/2018-07-
- 11 [The monetary policy transmission mechanism in the euro area - Strasser.pdf](#)

11. Bank of Thailand. Transmission mechanism. URL: <https://www.bot.or.th/English/MonetaryPolicy/MonetPolicyKnowledge/Pages/TransmissionMechanism.aspx#&&/wEXAQVFY3RsMDBfY3RsNzNfZ185MGFiZDczYl83NzBjXzRkZjFfOThjYl83NTBiOTFhZWZzMWNfY3RsMDBfSGlkZGVuRmlbGQyBV9jdGw3M19nXzkwYWJkMCUzYmN0bDczX2dfOTBhYmQxJTNiJTVlK0ZpbHRlckIEJTVlRXhjaGFuZ2UrcmF0ZStjaGFubmVsJTNiJTNiJTVlK0ZpbHRlclNlbGVjdCU1ZSHr+ivWJoybX3jXW67UhnpyuuOuuJucBY9vFCL1hTbY>
12. Reserve Bank of Australia. The Transmission of Monetary Policy. URL: <https://www.rba.gov.au/education/resources/explainers/the-transmission-of-monetary-policy.html>
13. Banco Central Do Brasil. Monetary policy transmission channels. URL: https://www.bcb.gov.br/en/monetarypolicy/transmission_channels
14. Національний банк України. Стратегія валютних інтервенцій НБУ. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/strategiya-valyutnih-interventsiy-natsionalnogo-banku-ukrayini>
15. Національний банк України. Лібералізація валютного регулювання. URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/liberalization>
16. Національний банк України. Офіційний курс гривні щодо іноземних валют. URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/exchangerate-chart>
17. Про реформу грошової системи України: Указ Президента України у поточній редакції від 09.12.1994. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/549/92#Text>
18. Про систему валютного регулювання: Декрет Кабінету міністрів України у поточній редакції від 07.02.2019. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/15-93#Text>
19. Державна служба статистики України. Індeksi споживчих цін у 1992-2020 роках. URL: http://www.ukrstat.gov.ua/operativ/menu/menu_u/cit.htm
20. Національний банк України. Офіційний курс українського карбованця до долара США. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/ofitsiyniy-kurs-ukrayinskogo-karbovantsya-do-inozemnih-valyut>

21. Кучеренко С. А. Валютно-курсова політика НБУ та її вплив на макроекономічні чинники. Житомир, 2008. URL: <http://ven.ztu.edu.ua/article/view/95569>
22. Про грошову реформу в Україні: Указ Президента у поточній редакції від 25.08.1996. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/762/96#Text>
23. Про затвердження Антикризових заходів фінансової стабілізації: Постанова Кабінету Міністрів України від 10.09.1998 № 1413: станом на 01.04.2005. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1413-98-%D0%BF#Text>
24. Національний банк України. Результати розміщення облігацій внутрішніх державних позик. URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/ovdp-table>
25. Про затвердження положення про консульський збір: Наказ Міністерства закордонних справ від 23.04.2018 № 182. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0610-18#Text>
26. Національний банк України. Статистика зовнішнього сектору. Грошові перекази. Динаміка обсягів приватних грошових переказів в Україну у 2008–2018 роках. URL: <https://old.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=19208357>
27. World Bank. GDP (current LCU) for Ukraine. URL: <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CN?locations=UA>
28. Ткач Є., Ткач С. Причини та наслідки валютно- курсової політики в Україні. URL: <http://econom.chnu.edu.ua/wp-content/uploads/2017/02/PRYCHYNY-TA-NASLIDKY-VALYUTNO-KURSOVOYI-DYNAMIKY-V-UKRAYINI.pdf>
29. Національний банк України. Платіжний баланс та інші статистичні матеріали за методологією 6-го видання «Керівництва з платіжного балансу» МВФ. Київ, 2009. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-external/data-sector-external>
30. Kulkarni K. Testing the J-Curve Hypothesis Case Studies from Around the World. Denver, 2009. P. 2-29.
31. Magee S. Currency Contracts, Pass-through, and Devaluation. *Brookings Papers on Economic Activity*. 1973. Pp. 303-23.
32. Національний банк України. Дорожня карта Національного банку України з переходу до інфляційного таргетування. Київ, 2016. URL:

<https://bank.gov.ua/ua/news/all/dorojnya-karta-natsionalnogo-banku-z-perehodu-do-inflyatsiynogo-targetuvannya>

33. Береславська О. І. Валютно-курсова політика в умовах інфляційного таргетування в Україні. *Збірник наукових праць Університету фінансової служби України*. Київ, 2017. С. 24-36.

34. Жолудь О., Лепушинський В., Ніколайчук С. Дієвість монетарного трансмісійного механізму в Україні після впровадження інфляційного таргетування. *Вісник НБУ*. Київ, 2019. С. 20-40. URL: file:///Users/emmabrodina/Downloads/247_2_ukr.pdf

35. Національний банк України. Монетарні операції НБУ з банками: процентні ставки. URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/interest-rates>

36. Державна служба статистики. Національні рахунки (ВВП). URL: http://www.ukrstat.gov.ua/imf/arhiv/nr/nr_u.htm

37. Арсенюк О. Останні події на валютному ринку та перспективи його розвитку. Національний банк України. Київ, 2020. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/%D0%92%D0%B0%D0%BB%D1%8E%D1%82%D0%BD%D0%B8%D0%B9_%D1%80%D0%B8%D0%BD%D0%BE%D0%BA_%D0%90%D1%80%D1%81%D0%B5%D0%BD%D1%8E%D0%BA_pr_2020-10-23.pdf?v=4

38. Національний банк України. Міжнародні резерви. URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/international-reserves-allinfo>

39. Національний банк України. Дані статистики зовнішнього сектору: платіжний баланс. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-external/data-sector-external>

40. Національний банк України. Грошово-кредитна статистика: процентні ставки за кредитами та депозитами. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial/data-sector-financial>

41. Доценко О.І., Маєвська К.О. Проблеми та перспективи розвитку валютного ринку в Україні. Хмельницький національний університет. Хмельницький, 2017. URL:

http://elar.khnu.km.ua/jspui/bitstream/123456789/8284/1/2_Dotsenko,%20Maevska%200%20tezi.pdf

42. Якубович Ю.О. Проблеми та перспективи розвитку валютного ринку в Україні. Національний авіаційний університет. Київ, 2019. URL: https://dspace.nau.edu.ua/bitstream/NAU/42557/1/tezy_conference_2020_04-130-131.pdf

43. Гром О.М., Ніколайчук О.Р. Проблеми та перспективи розвитку валютного ринку в Україні. Університет державної фіскальної служби в Україні. Київ, 2018. URL: http://ena.lp.edu.ua/bitstream/ntb/48556/2/2019_Hrom_O_M-Problemny_ta_perspektyvy_rozvytku_17-19.pdf

44. Сологуб Д. Тенденції та перспективи розвитку фінансової системи України. Національний банку України. Львів, 2019. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/DS_Lviv_pr_2019-04.pdf?v=4

45. Центр економічної стратегії. Чорний ринок валюти: масштаби проблеми. Київ, 2016. URL: <https://ces.org.ua/chornyi-rynok-valiuty-masshtaby-problem/>

46. Національний банк України. Зовнішня торгівля товарами. URL: https://bank.gov.ua/files/ES/Tov_y.pdf

47. МінфінМедіа. Прямі іноземні інвестиції. URL: <https://index.minfin.com.ua/ua/economy/fdi/2020/>

48. Центр Разумкова. Оцінка ситуації в країні, довіра до інститутів суспільства та політиків, електоральні орієнтації громадян (березень 2021р.). Київ, 2021. URL: <https://razumkov.org.ua/napriamky/sotsiologichni-doslidzhennia/otsinka-sytuatsii-v-kraini-dovira-do-instytutiv-suspilstva-ta-politykiv-elektoralni-orientatsii-gromadian-berezen-2021r>

49. Павлова О.М. Сучасний стан валютного ринку України та проблеми його функціонування. Дніпропетровська державна фінансова академія. Дніпро, 2013. URL: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=2046>

Додаток А

Таблиця А.1 Визначення режимів валютних курсів в де-факто-класифікації режимів валютного курсу та засад монетарної політики МВФ від 2009 р.

Режим валютного курсу	Характеристика режиму
<i>Режими жорсткої прив'язки (Hard pegs)</i>	
Режим обмінного курсу без суверенного платіжного засобу (<i>Arrangement with no separate legal tender</i>)	Валюта іншої країни відіграє роль єдиного законного платіжного засобу (формальна доларизація) або країна належить до монетарного чи валютного союзу, у якому існує спільна валюта, а курсова політика визначається рішеннями єдиного центрального банку, до складу якого входять представники країн-учасниць. Передбачає повну відмову від внутрішньої грошово-кредитної політики.
Режим валютного комітету (<i>Currency board arrangement</i>)	Необхідне підтвердження від представників влади країни, про те, який де-юре режим курсоутворення діє у державі. При дії такого режиму суб'єкти зобов'язуються обмінювати національну валюту на іноземну за твердим валютним курсом у поєднанні з обмеженнями емісійних органів на виконання їх законних зобов'язань.
<i>Режими м'якої прив'язки (Soft pegs)</i>	
Режим звичайної прив'язки (<i>Conventional pegged arrangement</i>)	Країна де-юре прив'язує свою валюту за фіксованим курсом до валюти іншої країни або до кошика валют країн – її найбільших торговельних партнерів. При цьому вага кожної валюти визначається відповідно до обсягів торгівлі з кожною країною та розподілом потоків капіталу між ними. Питома вага валют у кошику має бути загальновідомою або повідомленою МВФ. Для підтримки фіксованого паритету монетарна влада може вдаватись як до прямих інтервенцій, так і до опосередкованого впливу. Монетарна влада не бере на себе зобов'язана підтримки паритету на фіксованому рівні, проте режим валютного курсу має підтверджуватись емпірично: обмінний курс має коливатись у межах [-1%; 1%].
Режим стабілізації курсу (<i>Stabilized arrangement</i>)	Діапазон відхилень обмінного курсу спот-ринку має становити 2% протягом 6 місяців і більше (за винятком особливих випадків, пов'язаних із необхідністю втручання та коригування курсу). Валютний курс може прив'язуватись до однієї валюти або кошика валют, які визначені за допомогою статистичних методів. Країна має відповідати статистичним критеріям цього режиму, а курс повинен залишатись стабільним завдяки діям влади. Проте цей режим не передбачає гарантій його утримання на постійному рівні.

Продовження таблиці А.1

Режим валютного курсу	Характеристика режиму
<i>Режими м'якої прив'язки (Soft pegs)</i>	
Режим повзучої прив'язки <i>(Crawling peg)</i>	Необхідне офіційне підтвердження збоку органів влади про використання цього режиму. У межах цього режиму відбувається незначне коригування курсу валюти у фіксованому визначеному розмірі або у відповідь на зміни деяких кількісних показників (ринкових індикаторів), зокрема, різниці в рівнях інфляції за певний минулий період із країнами – основними торговельними партнерами або різниці між рівнем інфляції та очікуваною інфляцією в країнах – основних торговельних партнерах. Розмір коригувань обмінного курсу може враховувати зміни інфляції, встановлюватись в фіксованому розмірі або враховувати прогнозований рівень інфляції. Правила та параметри встановлення розміру коригувань мають бути публічними або повідомлені МВФ.
Режим із можливістю коригування курсу <i>(Crawl-like arrangement)</i>	Валютний курс має залишатись у межах вузького діапазону змін у 2% та відповідати тенденціям змін фундаментальних факторів, що впливають на курсоутворення, протягом 6 місяців та більше. При цьому це не гнучкий режим курсоутворення.
Режим фіксованої прив'язки з коридорами <i>(Pegged exchange rate within horizontal bands)</i>	Необхідне офіційне підтвердження збоку органів влади про використання цього режиму. Курс має підтримуватись у межах діапазону +/- 1% відносно центрального курсу або різниці між максимальним і мінімальним значенням обмінного курсу не повинно перевищувати 2%. Центральний курс та ширина коридору мають бути публічними або повідомленими МВФ.
<i>Гнучкі режими (Floating arrangements)</i>	
Гнучкий режим <i>(Floating)</i>	Валютний курс встановлюється ринком та взагалі не передбачає встановлення будь-яких тенденцій до зміни курсу заздалегідь. Інтервенції на валютному ринку можуть бути прямими або непрямыми, їх метою є пом'якшення змін курсу та недопущення його надмірних коливань. Індикаторами для управління курсом є стан платіжного балансу, міжнародних резервів, рівень розвитку валютного ринку. Режими фіксованої або повзучої прив'язки можуть бути гнучкими за умови, що стабільність валютного курсу не є результатом дій монетарної влади.

Продовження таблиці А.1

Режим валютного курсу	Характеристика режиму
Гнучкі режими (Floating arrangements)	
Режим вільного плавання (Free floating)	Втручання в систему функціонування валютного ринку з метою його стабілізації та впорядкування ринкових умов відбуваються лише у виняткових випадках, за умови, що МВФ мають достовірну інформацію або є підтвердженні дані про те, що подібні втручання не перевищували трьох випадків за попередні шість місяців та кожне з них тривало не більше трьох днів. Якщо така інформація або дані є недоступними для співробітників МВФ, режим валютного курсу буде класифікуватись не як вільне плавання, а як гнучкий режим.
<i>Інші режими валютного курсу</i>	
Інші режими валютного курсу	До цієї групи належать країни, режим валютного курсу в яких не відповідає зазначеним вище критеріям, а також країни, у яких відбувається часта зміна валютної політики та режиму валютного курсу.

Джерело: складено автором на основі даних [8].

Додаток Б

Таблиця Б.1 Дані для побудови економетричної моделі

Квартал	EXCHANGE, грн/дол	DISCOUNT, %	INFLATION, % річних	EXPORT, % від ВВП	DEPOSITS, %
I квартал 2010 року	7,99	10,25	4,70	48,85	11,7
II квартал 2010 року	7,92	10,06	3,30	48,93	10,5
III квартал 2010 року	7,90	8,15	7,40	43,55	8,4
IV квартал 2010 року	7,93	7,75	9,10	47,65	7,6
I квартал 2011 року	7,94	7,75	3,30	56,47	6,7
II квартал 2011 року	7,97	7,75	5,90	52,67	6,2
III квартал 2011 року	7,97	7,75	4,20	44,70	6,4
IV квартал 2011 року	7,98	7,75	4,60	47,83	9,5
I квартал 2012 року	7,99	7,73	0,70	53,00	9,1
II квартал 2012 року	7,99	7,50	0,10	48,93	9,3
III квартал 2012 року	7,99	7,50	-0,30	44,75	11,6
IV квартал 2012 року	7,99	7,50	-0,20	45,58	13,9
I квартал 2013 року	7,99	7,50	0,10	49,17	10,0
II квартал 2013 року	7,99	7,38	0,20	42,98	9,1
III квартал 2013 року	7,99	6,73	-0,60	40,71	8,8
IV квартал 2013 року	7,99	6,50	0,50	40,51	9,8
I квартал 2014 року	8,86	6,50	3,00	47,87	11,2

Продовження таблиці Б.1

Квартал	EXCHANGE, грн/дол	DISCOUNT, %	INFLATION, % річних	EXPORT, % від ВВП	DEPOSITS, %
II квартал 2014 року	11,70	9,04	11,60	52,84	11,2
III квартал 2014 року	12,58	11,98	16,20	46,53	10,1
IV квартал 2014 року	14,43	13,30	24,90	47,51	9,8
I квартал 2015 року	21,12	20,57	20,30	66,45	9,3
II квартал 2015 року	21,61	30,00	40,70	54,88	13,6
III квартал 2015 року	21,72	28,57	41,40	47,02	12,5
IV квартал 2015 року	22,85	22,00	43,30	47,35	11,2
I квартал 2016 року	25,65	22,00	1,50	55,40	10,7
II квартал 2016 року	25,26	19,19	4,90	52,93	12,0
III квартал 2016 року	25,38	15,72	6,40	44,63	9,9
IV квартал 2016 року	25,89	14,29	12,40	47,10	9,4
I квартал 2017 року	27,06	14,00	3,90	57,83	9,0
II квартал 2017 року	26,46	12,95	7,90	51,38	8,3
III квартал 2017 року	25,90	12,50	10,20	42,17	7,8
IV квартал 2017 року	26,96	13,40	13,70	44,45	8,1
I квартал 2018 року	27,32	15,92	3,50	53,54	9,4

Продовження таблиці Б.1

Квартал	EXCHANGE, грн/дол	DISCOUNT, %	INFLATION, % річних	EXPORT, % від ВВП	DEPOSITS, %
II квартал 2018 року	26,18	17,00	4,40	47,44	10,2
III квартал 2018 року	27,35	17,57	5,60	40,27	11,1
IV квартал 2018 року	27,95	18,00	9,80	42,53	12,4
I квартал 2019 року	27,31	18,00	2,40	50,26	12,0
II квартал 2019 року	26,56	17,64	3,60	44,21	11,6
III квартал 2019 року	25,26	16,96	3,40	37,04	11,7
IV квартал 2019 року	24,26	15,35	4,10	36,16	10,6
I квартал 2020 року	25,05	11,62	0,70	44,77	7,4
II квартал 2020 року	26,91	8,09	2,00	40,62	6,4
III квартал 2020 року	27,60	6,00	1,70	35,24	4,5
IV квартал 2020 року	28,27	6,00	5,00	37,62	4

Джерело: складено автором на основі даних [16], [19], [26], [35], [40].