

<https://doi.org/10.15407/economyukr.2022.10.035>

УДК 339.72:336.7

JEL: E58, F31

Є.О. БУБЛИК, д-р екон. наук, с. н. с.,
провідний науковий співробітник відділу грошово-кредитних відносин
ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України»
вул. Панаса Мирного, 26, 01011, Київ, Україна
e-mail: bubl13@gmail.com
ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-6080-9341>

ПОСИЛЕННЯ ВАЛЮТНОГО РЕГУЛЮВАННЯ В УКРАЇНІ В УМОВАХ ЕСКАЛАЦІЇ ВОЄННИХ ДІЙ*

Обґрунтовано актуальність використання потенціалу валютно-курсового регулювання в Україні в умовах війни і викликів повоєнного економічного відновлення на тлі глобальної фінансової нестабільності. Показано внутрішні й глобальні передумови, що спонукають до розбудови системи валютно-курсового регулювання. Визначено особливості зміни структури платіжного балансу України після ескалації воєнних дій. Концептуалізовано першочергові напрями розвитку системи валютно-курсового регулювання, окреслено можливий спектр інструментарію для обмеження неконтрольованої волатильності обмінного курсу і боротьби з виведенням капіталу за кордон.

Ключові слова: обмінний курс; грошово-кредитна політика; валютні обмеження; платіжний баланс; транскордонні потоки капіталу.

З початком ескалації воєнних дій грошово-кредитна політика в Україні зазнала кардинальних змін. Панівний на попередньому етапі підхід до реалізації режиму інфляційного таргетування і валютної лібералізації у цих умовах виявився абсолютно неприйнятним. Натомість набуло безумовного пріоритету завдання стабілізації національної валюти. Зафіксований з початком вторгнення 24 лютого 2022 р. РФ на територію України обмінний курс гривні й запроваджені обмеження на рух капіталу дозволили на певний час ефективно запобігти девальвації. Проте на тлі економічних втрат і пов'язаних

* Стаття підготовлена в рамках наукового проекту «Фінансово-економічна стабільність України: зовнішні виклики та внутрішні можливості» (№ державної реєстрації 0122U002064).

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

з ними змін структури торговельного балансу України вжитих заходів для утримання досягнутого ефекту може виявитися недостатньо. З огляду на критичність енергетичного імпорту і залежність внутрішньої цінової стабільності від економічних страт і можливих зовнішніх фінансових шоків, тривала стабілізація національної валюти в умовах війни вимагає розбудови дієвої системи валютно-курсового регулювання.

До впровадження заходів валютного регулювання в Україні спонукає не тільки перебіг воєнних дій. Цьому сприяють і світові тенденції перегляду можливостей політики валютної лібералізації та вільно плаваючих курсів в умовах посилення волатильності міжнародних потоків капіталу. Відтак, обґрунтування перспективних напрямів розбудови політики валютного регулювання для забезпечення стійкості національної економіки в умовах війни і на етапі повоєнної відбудови виступає важливим науковим завданням.

Отже, **мета статті** — обґрунтувати необхідність і напрями розвитку валютного регулювання в Україні для забезпечення фінансової стабільності в контексті викликів воєнного часу і глобальної нестабільності.

Проблематика валютно-курсового регулювання тривалий час привертає увагу науковців. Протягом останньої хвилі глобалізації найбільш поширеним підходом, який базувався, зокрема, на працях 1960-х років Дж. Флемінга [1] і Р. Манделла [2], стало обґрунтування переваг валютної лібералізації і впровадження вільно плаваючих обмінних курсів. Утім, у більш сучасних напрацюваннях таких науковців, як Г. Рей [3], Е. Фарі [4], Г. Бекаерт [5], Б. Айхенгрін [6], робиться висновок про доцільність розширення контролю за валютним курсом, оскільки стабільність національної фінансової системи потребує запобігання раптовим девальваціям. Відповідність цих висновків реальним світовим тенденціям підкреслюють дослідження Дж. Айзенмана та інших [7; 8]. Також слід відзначити працю А. Гош, Дж. Острі та М. Шамона [9], у якій наголошується, що для ефективного інфляційного таргетування необхідно забезпечити стабільність валютного курсу.

Подібні розбіжності і еволюцію поглядів на роль валютного регулювання під впливом глобальної фінансової нестабільності помітно і серед вітчизняних науковців. Актуальні праці О. Береславської [10], А. Гальчинського [11], В. Дзюблюка [12], Ф. Журавки [13], С. Корабліна [14], Ю. Шаповал [15] спонукають до більш критичного аналізу політики інфляційного таргетування і впровадження вільно плаваючого режиму валютного курсу в Україні.

Водночас вплив волатильних міжнародних потоків капіталу, наслідків пандемії COVID-19 і особливо воєнної інтервенції в Україну призвів до безпрецедентного застосування валютних обмежень і тим самим актуалізував необхідність поглиблення досліджень потенціалу валютно-курсового регулювання в малих відкритих економіках у цілому і в Україні зокрема.

Світова практика валютно-курсового регулювання базується головним чином на системі валютних обмежень, під якою зазвичай розуміють «систему нормативних правил, що регламентують права громадян і юридичних суб'єктів ринку стосовно обміну валюти своєї країни на іноземну...» [11, с. 89]. Отже, зазвичай валютні обмеження зводяться до системи нормативно-правових актів і адміністративних вимог. Утім, останні напрацювання щодо забезпечення фінансової стабільності дозволяють розширити їх і на сферу

цілком ринкового (зокрема, такого, що прямо впливає на співвідношення попиту і пропозиції валюти на фінансових ринках — валютних інтервенцій), а також макропруденційного інструментарію.

Оскільки валютно-курсове регулювання — це елемент валютної політики держави, який безпосередньо відповідає за порядок установаження і регулювання курсу національної валюти відносно іноземних валют, то так чи інакше воно має бути орієнтоване на досягнення стратегічних цілей держави з урахуванням поточних викликів [13, с. 19].

Наприкінці ХХ — початку ХХІ ст. у світі запанував тренд валютної лібералізації і переходу до вільно плаваючих валютних курсів, який мав цілком раціональне підґрунтя для малих відкритих економік. У цей період на ринках країн, що розвиваються, спостерігався тривалий бум припливу іноземних капіталів, зумовлений стійким зростанням цін на сировинні товари і здешевленням кредитних ресурсів. Завдяки такому припливу в малих відкритих економіках переважно і забезпечувалася стабільність слабких валют¹. Окремі, хоча й численні, випадки валютних криз у таких країнах траплялись асинхронно і створювали враження несистемних флуктуацій.

Лише глобальна криза 2008—2009 рр. і особливо яскраво виражений валютний канал синхронного економічного спаду у 2014 р. в країнах, що розвиваються, спричинений обвалом цін на сировинні ресурси і «втечею» капіталів, нарешті привернули увагу до питання контролю за надмірними коливаннями курсу національних валют і міжнародних потоків капіталу як їх чинника. Як наслідок, дедалі більше досліджень підтверджували висновок, що стабільність міжнародної валютної системи потребує адекватного вибору режиму валютного курсу для уникнення раптової девальвації. Урешті-решт, це похитнуло і головний наслідок з «трилеми неможливості», оскільки в умовах глобальних фінансових циклів стало зрозуміло, що без контролю за транскордонними потоками капіталу (ТПК) проведення незалежної монетарної політики на національних рівнях є практично неможливим [3, р. 22—23; 4, р. 581—585; 5]. Оскільки неконтрольовані потоки капіталу генерували валютні кризи, то й логічним висновком для забезпечення фінансової стабільності в малих відкритих економіках, з огляду на їх структурні особливості, стала пропозиція переслідувати два взаємопов'язаних таргети — інфляції та валютного курсу [6, р. 18—20; 9, р. 174—177]. Таким чином, конструкцію «трилеми» було переглянуто в бік «дилеми» між монетарною незалежністю і фінансовою відкритістю.

Наслідки визнання недостатності механізму плаваючого валютного курсу для захисту від фінансових шоків і важливість заходів стабілізації курсу національної валюти після 2008 р. стали помітними і на практиці, що підтверджують результати наукових досліджень. Використавши запропонований Дж. Айзенманом та іншими [7; 8] метод визначення пріоритетів монетарного регулювання в рамках все тієї ж «трилеми», на основі даних з 1996 по 2018 р. на прикладі економік Центрально-Східної Європи (ЦСЄ) можна помітити тенденцію до посилення валютного регулювання (рис. 1).

Так, якщо у період з 1996 по 2008 р. у розрізі трансформаційних економік ЦСЄ проглядається тенденція переходу від відносно збалансованої ком-

¹ Кораблін С. Боргова стабільність гривні. *Дзеркало тижня*. 2001. № 46. 24 лис. С. 1—8.

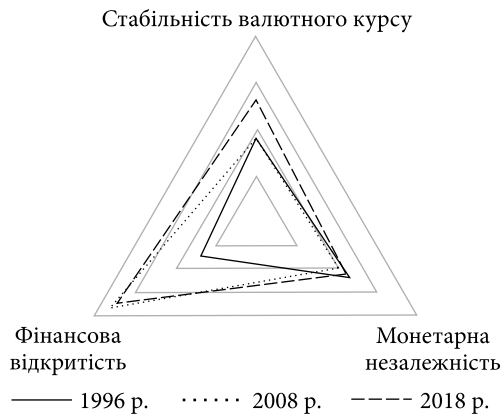


Рис. 1. Зміна композиції монетарного регулювання в країнах ЦСЄ в рамках трилеми Манделла — Флемінга, індекси
Джерело: побудовано автором за [7; 8].

вих інструментів — міжбанківських кредитів і корпоративного боргу, що відображає переважно спекулятивний, а не інвестиційний характер руху ТПК. При цьому від таких короткострокових потоків більшою мірою страждають економіки, що розвиваються [17, р. 13], оскільки в кінці хвиль припливу-відпливу вони лишаються практично з нульовими показниками чистого припливу іноземного капіталу.

На окреслені особливості руху транскордонних потоків капіталу звертають увагу і представники таких міжнародних інституцій, як МВФ, ЮНКТАД або Банк міжнародних заощаджень³. До цього слід додати, що практика обмеження надмірних коливань курсу національної валюти (тобто фактично забезпечення стабільності національної грошової одиниці) не суперечить теоретичним положенням політики інфляційного таргетування, радше, навпаки: досягнення інфляційного таргету за посиленої волатильності обмінного курсу є практично неможливим [14, с. 157]. У свою чергу, збалансований торговельний баланс і використання валютних інтервенцій для стабілізації національної валюти збільшують можливості досягнення інфляційного таргету.

Як приклад можна також навести центробанки Канади, Австралії і Данії, які, реалізуючи політику інфляційного таргетування, мають у своєму мандаті в якості допоміжної цілі стабільність національної грошової одиниці. У мандаті Банку Англії ця сама ціль формулюється як «забезпечення впевненості в національній валюті» [18]. З огляду на це, на практиці дискусійність цього питання лежить, радше, у площині ідентифікації потреб, ступеня і форм заходів, спрямованих на забезпечення стабільності національної валюти. Для цього центробанки провідних країн широко використовують валютні інтер-

позиції монетарного регулювання до яскраво вираженого пріоритету фінансової відкритості, то після 2008 р. акцент зусиль монетарних регуляторів помітно змістився в бік стабільності валютного курсу. Головним драйвером такої переоцінки попередніх підходів стало виявлене зростання волатильності міжнародних потоків капіталу, що проявилось через зменшення довжини хвиль їх припливу і відпливу [16, р. 2], зростання амплітуди і більш різкі зміни напрямків руху². У структурі транскордонних потоків капіталу помітним є зростання частки короткострокових

² Вирішення системних питань: підвищення злагодженості та узгодженості багатосторонньої політики у сфері фінансів, інвестицій, торгівлі та розвитку. Женева, ЮНКТАД, Грудень 2020. С. 4. URL: https://www.un.org/ru/documents/decl_conv/declarations/monterrey.shtml

³ 85th Annual Report. 1 April 2014 — 31 March 2015. Bank for International Settlements. Basel, 28 June 2015. 243 p. P. 94. URL: <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2015e.pdf>

венції, які лишаються дієвим інструментом регулювання валютного курсу незалежно від рівня фінансової відкритості економіки. Для малих відкритих економік, що володіють значним валютним запасом, єдиною альтернативою є обмеження волатильності попиту і пропозиції на валюту через відповідні обмеження. Також слід додати, що забезпечення стабільності обмінного курсу національної валюти відповідає вимогам міжнародної інтеграції [6, р. 15] і тому в застосуванні відповідних заходів присутній також й інтерес економічних об'єднань і міжнародних інститутів розвитку.

Отже, тимчасовий перехід до фіксованого валютного курсу в умовах війни в Україні цілком відповідає висновкам науковців і рекомендаціям міжнародних фінансових інституцій. Водночас такий перехід став кардинальним зламом попередніх офіційних підходів НБУ. Ще у 2014—2015 рр. Національний банк України формально проголосив запровадження політики інфляційного таргетування і переходу до вільного курсоутворення. Згодом було реалізовано політику поступового проведення повної валютної лібералізації до досягнення її кінцевої мети — скасування всіх наявних обмежень і переходу до режиму вільного руху капіталу. Відповідно до цього у 2018 р. було прийнято Закон України «Про валюту і валютні операції»⁴ і запроваджено ряд постанов з метою формування ліберальної системи валютного регулювання. Одним з наслідків нового закону стало формальне припинення чинності Декрету Кабінету Міністрів України «Про систему валютного регулювання і валютного контролю» 1993 р. Втім, абсолютна більшість передбачених ним обмежень, з огляду на їх дієвість і економічну обґрунтованість, продовжувала діяти до 2022 р.

Таким чином, і попри офіційне запровадження режиму вільно плаваючого валютного курсу і валютної лібералізації, НБУ на практиці весь час застосовував валютні обмеження для стабілізації курсу гривні. Після набуття чинності Закону України «Про валюту і валютні операції» НБУ ухвалив постанови, доповнені низкою інструкцій, які запроваджували декілька десятків обмежень на валютні операції як безпосередньо, так і опосередковано. Було збережено і цілий ряд старих обмежень, зокрема, заборону на кредитування резидентів у гривні.

Водночас у прагненні лібералізувати валютну сферу після 2018 р. було скасовано низку вимог, достатньо важливих для обмеження волатильності курсу. Зокрема, ідеться про процедури реєстрації зовнішніх запозичень, обмеження на дострокове погашення зовнішніх зобов'язань, суттєву лібералізацію операцій з деривативами, репатріацію дивідендів, зобов'язання експортерів продавати валютну виручку. Також було дозволено дострокове погашення позик нерезидентам і отримання позик від нерезидентів, збільшення лімітів на придбання і перекази іноземної валюти без ідентифікації. Саме ці обмеження відповідали за ускладнення впливу національного капіталу за кордон під виглядом фіктивних кредитів та інших фінансових операцій.

Характерно, що за тривалий період 2018—2021 рр. в Україні, попри ці послаблення, не сталося помітного збільшення обсягів припливу іноземних ін-

⁴ Про валюту і валютні операції. Закон України № 2473-VIII від 2018 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2473-19#Text>

вестицій, а державні фінанси зберігали свою залежність від зовнішніх запозичень і фінансової допомоги МВФ, тобто реалізовані заходи валютної лібералізації не сприяли досягненню однієї з головних поставлених цілей — залученню іноземних інвестицій. Відсутність ефекту слід вважати цілком законною, оскільки політика валютної лібералізації може бути корисною тоді, коли в національній економіці розвивається промислове виробництво, а структурно-функціональні параметри фінансового сектору забезпечують продуктивне розміщення фінансового капіталу в найбільш перспективних галузях. Якщо ж у країні відбувається скорочення промислового виробництва, це знижує привабливість відповідних галузей для іноземних інвесторів. Натомість, через обмежений функціонал недорозвинутого фінансового сектору іноземний капітал більшою мірою направляється у сфери кредитування споживчого імпорту, спекуляцій з нерухомістю, валютою і ОВДП. Іншими словами, політика вільного курсоутворення і валютної лібералізації може бути виправданою в певних фазах економічного циклу, за сприятливої структури відтворення національної економіки і розвинутих фінансових ринків. І навпаки, в умовах шоку випуску, високих ризиків фінансової нестабільності й деформації економіки валютні операції потребують посиленого контролю і регулювання для врівноваження структури попиту і пропозиції валюти й мінімізації ризику неконтрольованої девальвації. Підтвердженням такого висновку слугує і ситуація у валютній сфері України в умовах війни 2022 р.

Відразу після повномасштабного вторгнення РФ в Україну перед НБУ постало завдання запобігти стрімкій девальвації, яку могли викликати панічні настрої на валютному ринку, спроби виведення національного капіталу за кордон і скорочення припливу іноземної валюти в країну. Для цього вже з 24 лютого 2022 р. НБУ вжив низку радикальних заходів і запровадив адміністративні обмеження на операції з іноземною валютою і щодо виведення капіталу. Зокрема, офіційний курс долара був зафіксований на рівні 29,25 грн. Одночасно були заборонені всі транскордонні платежі, включно з імпортом і дивідендами, за винятком державних і тих, на які отримано спеціальний дозвіл; спочатку заборонено, а згодом істотно обмежено зняття готівки з карткових рахунків; обмежено здійснення Р2Р-переказів у гривні та іноземній валюті сумою до 100 тис. грн на місяць і заборонено купівлю цінних паперів й оплату брокерських рахунків картками українських банків.

Таким чином, своїми заходами НБУ оперативно перекрив основні легальні шляхи виведення національного капіталу за кордон і переведення внутрішніх заощаджень в іноземні валюти. Запроваджені заходи мали винятковий ефект. Протягом найбільш небезпечної фази подій, у березні 2022 р., курс поза банками (так званого готівкового ринку, представленого обмінними пунктами) зріс у середньому лише на 5% по відношенню до офіційного. Потреба у валютних інтервенціях НБУ виявилася порівняно невеликою. Йому навіть удалося купити 0,7 млрд дол. у резерви.

Проте НБУ не проявив достатньої наполегливості для закріплення ефекту. На тлі стабілізації девальваційних очікувань відбулися передчасні спроби пом'якшити валютні обмеження. У березні було дозволено знімати готівкову валюту, спочатку в еквіваленті до 30 тис. грн, а поготів — 100 тис. грн. Тоді ж було розширено перелік статей критичного імпорту, серед яких опи-

нилася низка суперечливих позицій (зокрема, сіль, молочні продукти, мінеральні води, фрукти тощо).

Невчасність цих спроб лібералізації підтвердили наступні девальваційні процеси. У квітні 2022 р. обмінний курс поза банками на 12% перевищив офіційний. Очікувано, що після цього НБУ знову довелося посилити обмеження і розширити валютні інтервенції — у квітні було витрачено 2,2 млрд дол. На початку травня банкам було скорочено ліміти відкритої довгої та короткої валютної позиції з 15 до 5% від їх регулятивного капіталу; призупинено видачу нових ощадних сертифікатів, номінованих у валюті; заборонено укладати деривативні контракти на купівлю, продаж іноземної валюти або банківських металів за гривню; скорочено до 50 тис. грн місячні ліміти зняття готівки за кордоном з карткових рахунків; тощо.

Дані заходи знову продемонстрували належний ефект і протягом квітня курс удалося стабілізувати. Проте відсутність чіткої позиції НБУ в питанні фіксації обмінного курсу зумовлює невинуватене чергування обмежень зі спробами лібералізації валютного ринку. Підтвердженням цього є передчасне скасування 21 травня 2022 р. 10-відсоткового обмеження на встановлення курсу, за яким уповноважені установи можуть продавати готівкову іноземну валюту клієнтам. Наслідком цього рішення стало тимчасове раптове, здебільшого спекулятивне, підвищення обмінного курсу відразу на 3 грн.

Характерною ознакою неможливості вирішення завдання стабілізації обмінного курсу без дієвої системи валютних обмежень є співвідношення обсягів емісії і валютних інтервенцій. Якщо в березні, як зазначалось, інтервенції виявилися доволі обмеженими, то у квітні співвідношення обсягів інтервенцій та емісії було 2:3, а у травні — вже 1:1. Отже, скільки НБУ «надрукував» гривні, стільки ж і продав іноземної валюти в гривневому еквіваленті⁵.

Динаміку зміни курсу продажу гривні банками і небанківськими установами за долари на тлі фіксованого офіційного курсу в період ескалації воєнних дій представлено на рис. 2. Для порівняння також наведено динаміку офіційного обмінного курсу євро, який НБУ не фіксував і змінював у відповідності з кон'юнктурою.

У цілому застосовані валютні обмеження показали належний потенціал регулювання в частині убезпечення від раптової девальвації. Національний банк України досить швидко і впевнено визначив основні канали шокового попиту на іноземну валюту і виведення національного капіталу за кордон. Впроваджені заходи з обмеження валютних операцій дозволили приборкати паніку і втримати курс. Такий ефект дає підстави припустити, що якби у 2014 р. були своєчасно впроваджені валютні обмеження, то падіння української економіки у 2014—2015 рр. могло би бути значно меншим за наявні 20%. Проте тоді комплекс дійсно ефективних обмежень було вжито лише наприкінці лютого 2015 р.⁶, коли курс раптово зріс з 16 до 30 грн за 1 дол. До

⁵ Шевченко К. Емісія грошей — не вихід. Потрібні інші методи для підтримки економіки. *Економічна правда*. 2022. 06 лип. URL: <https://www.epravda.com.ua/columns/2022/07/6/688893/> (дата звернення: 16.07.2022).

⁶ У лютому 2015 р. НБУ протягом тижня запровадив цілий комплекс жорстких обмежень: обов'язкову перевірку імпортерів контрактів на суму понад 50 тис. дол., обов'язкове оформлення акредитиву на контракти з попередньою передплатою на суму по-

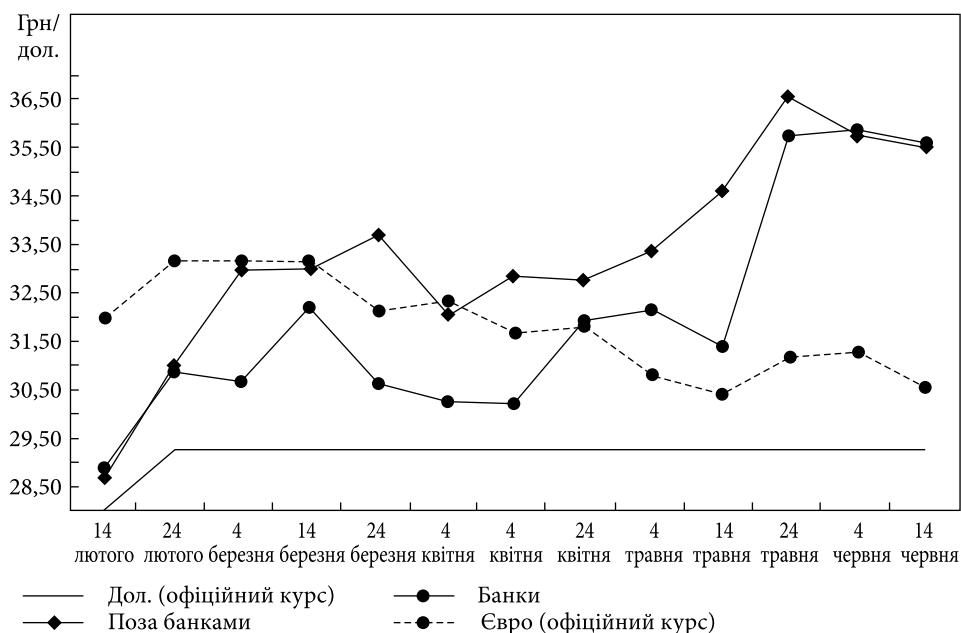


Рис. 2. Динаміка курсу пропозиції гривні до долара в лютому — червні 2022 р.

Джерело: побудовано автором за: дані НБУ. URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/exchangers>; *finance.ua*. URL: <https://charts.finance.ua/ua/currency/interbank/-/1/usd#table>

цього ж, протягом усього 2014 р., в умовах розгортання воєнного конфлікту НБУ намагався стабілізувати курс за допомогою валютних інтервенцій, витративши понад 12 млрд дол., або 70% наявних міжнародних резервів.

З огляду на це, доводиться підтримати позицію О. Дзюблюка, що якби НБУ в той час за перших ознак нестабільності на валютному ринку чітко заявив про готовність підтримувати стабільність обмінного курсу і одночасно вжив заходів щодо посилення валютного контролю й обмеження спекулятивної активності на валютному ринку, то дестабілізації, яка мала місце у 2014—2015 рр., можна було б уникнути [12, с. 44—45].

Як можна побачити з рис. 2, динаміка обмінних курсів характеризувалася відносно помірною волатильністю в період тривожних подій та жорстких валютних обмежень і посилилась у період більш позитивних новин з фронту і лібералізаційних заходів НБУ. Це дозволяє зробити декілька припущень. По-перше, найбільший девальваційний вплив на валютний ринок України справляють спекулятивні операції й панічні настрої. Саме тому валютні обмеження діють достатньо ефективно. По-друге, відносно збереження структурних параметрів попиту і пропозиції на валюту, за винятком прояву па-

над 500 тис. дол., заборону на кредитування операцій з купівлі валюти, заборону на видачу готівкової валюти за платіжними картками, заборону на виведення дивідендів, обов'язкове надання банками довідки від Державної фіскальної служби, а також установив обмеження на розмір щоденної купівлі валюти банками за власними операціями і тимчасово заборонив купівлю валюти за дорученням клієнтів (докладніше див.: НБУ ввів нові та подовжив старі обмеження на валютні операції. *BBC News Україна*. 2015. 04 бер. URL: https://www.bbc.com/ukrainian/business/2015/03/150304_nbu_new_currency_restrictions_az (дата звернення: 16.07.2022)).

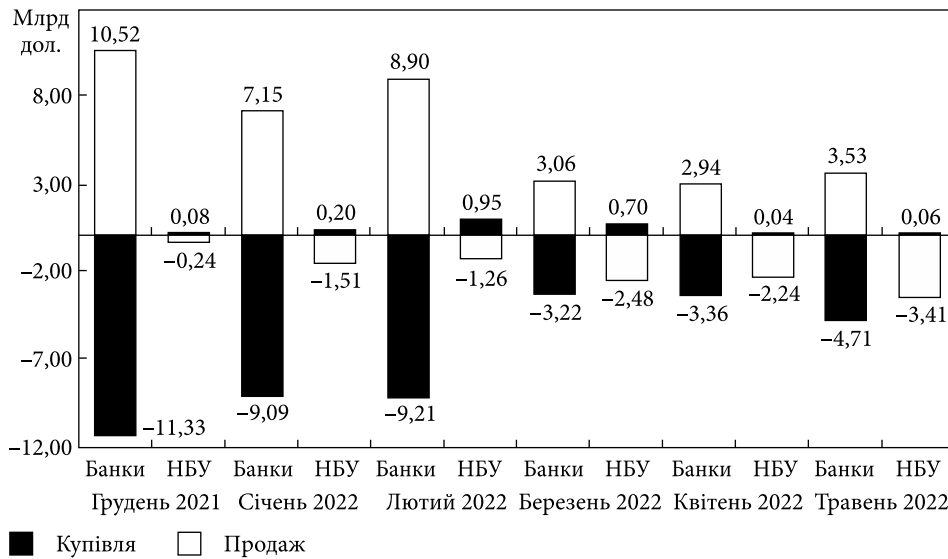


Рис. 3. Обсяги операцій з валютою комерційних банків і НБУ напередодні та під час війни, млрд дол. у еквіваленті
Джерело: побудовано автором за: дані НБУ. URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets>

нічних і спекулятивних настроїв, дозволяє утримувати курс у межах стабільного тренда стриманої девальвації.

Підтвердженнями того, що поточний неофіційний обмінний курс у цілому відповідає ринковим очікуванням, слугують динаміка офіційного курсу євро, а також ознаки нормалізації спреду пропозиції небанківськими фінансовими установами (операції яких мають більш спекулятивний характер порівняно з банками) ціни купівлі й продажу валюти. Зокрема, в останню декаду лютого такий спред сягав 2,75 грн; у березні — 0,94 грн; у квітні — 0,4 грн, у травні — 0,35 грн, а у червні знизився до 15 коп.

Унаслідок застосованих обмежень середньомісячний обсяг операцій юридичних осіб у травні скоротився у два-три рази, а фізичних осіб на порядок — з 2 млрд дол. у грудні 2021 р. до 200 млн дол. у травні 2022 р. (рис. 3).

Валютні інтервенції НБУ помітно зросли в травні як наслідок послаблення впроваджених раніше обмежень. Головною причиною цього слід вважати перманентний попит на виведення капіталу за кордон. На користь такого припущення говорить платіжний баланс України, аналіз структурних змін якого у січні — квітні 2022 р. порівняно з відповідним періодом попереднього року дає підстави для певних застережень (табл.).

Головні зміни в структурі торговельного балансу полягають у тому, що частка реальних економічних операцій заміщується фінансовими. Баланс товарів і послуг погіршився через зростання імпорту послуг (і скорочення їх експорту) на тлі згортання як імпорту, так і експорту товарів. Життєво важливі для фінансової системи перекази заробітчан поки що є практично незмінними. Водночас відбулося помітне покращення сальдо первинних і вторинних доходів. Перших — за рахунок обмеження виплат інвестиційного доходу (на 3,1 млрд дол.), других — за рахунок надходження гуманітарної

допомоги (2,0 млрд дол.). Обсяг відомих на даний момент реінвестованих доходів за вказаний період становить 713 млн дол. проти 2,6 млрд дол. у січні — квітні попереднього року. Таким чином, у фінансовій системі країни присутні 2—3 млрд дол., які без задіяних обмежень були б з неї виведені.

У структурі фінансових операцій платіжного балансу помітним є скорочення на 2 млрд дол. надходжень прямих іноземних інвестицій, які найбільшою мірою пов'язані з реальним сектором економіки. За рештою статей фінансового рахунку відбувався відплив капіталу у вигляді портфельних інвестицій за кордон (1,0 млрд дол.), торговельних кредитів за кордон (5,2 млрд дол.) і купівлі готівкової валюти (2,0 млрд дол.). Купівля валюти значною мірою відбувалася за кордоном шляхом зняття готівки з гривневих карткових рахунків. Пов'язаний з таким виведенням капіталів відплив валюти в зазначеному періоді був збалансований на 2,5 млрд дол. переважно зовнішніми залученнями сектору державного управління, а також продажем резервних активів на суму 3,6 млрд дол.

Таким чином, у зовнішньому секторі України відбуваються фінансіалізація економічних операцій і посилення залежності від міжнародної фінансової допомоги. З наведених даних видно, що розрив між потенційним попитом на валюту та її пропозицією на ринку в перші чотири місяці 2022 р. склав понад 10 млрд дол. (сума утриманих дивідендів, портфельних інвестицій, торговельних кредитів). Таку реструктуризацію платіжного балансу слід розглядати як небезпечний чинник порушення надійних джерел надходження валюти, оскільки баланс валюти в країні тепер забезпечується переважно резервами НБУ, стабільністю переказів заробітчан і дедалі значніше благодійністю міжнародних партнерів.

Зміни в структурі платіжного балансу України у 2022 р., млн дол., – надходження, + відплив

Показники	Січень — квітень 2021 р.	Січень — квітень 2022 р.	Різниця
Рахунок поточних операцій	-446	3185	3631
Баланс товарів та послуг	-603	-1641	-1038
Баланс первинних доходів	-1279	1466	2745
у тому числі оплата праці (баланс)	4498	4166	-332
Баланс вторинних доходів	1436	3360	1924
Фінансовий рахунок	-273	7313	7586
Прямі інвестиції (сальдо)	-2143	-99	2044
Портфельні інвестиції (сальдо)	-1326	1040	2366
Інші інвестиції (сальдо)	3422	6211	2789
у тому числі			
торговельні кредити	488	5232	-4744
готівкова валюта поза банками (придбання)	1544	3582	-2038
сектор державного управління	454	-2536	2990
Зведений баланс	-166	-4123	-3957

Джерело: складено автором за: Статистика зовнішнього сектору НБУ. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-external>

У цілому зрозуміло, що через історичну слабкість національної валюти і наявні економічні втрати тривожний попит на іноземну валюту залишатиметься високим, що обумовлюватиме ризик девальвації. Відтак, реалізація політики валютно-курсового регулювання в Україні як на етапі війни, так і в певний період повоєнної відбудови не має альтернативи. Впровадження такої політики повинно бути проголошено офіційно, щоб закріпити відповідні очікування учасників ринку, а сама вона має спиратися на валютні обмеження, що засвідчили свою ефективність у поточному періоді. Дані обмеження являтимуть собою широкий спектр адміністративних, ринкових і макропруденційних інструментів, зокрема, і тих, що динамічно адаптовані до спроб ринкових учасників обійти встановлені обмеження.

При цьому для розбудови системи валютного регулювання за основу може бути взято концепцію НБУ (так, як вона передбачалась у рамках політики лібералізації), оскільки вона законодавчо дає Нацбанку можливість оперативного запровадження заходів захисту у сфері валютних операцій у разі виникнення обставин, що загрожуватимуть стабільності фінансової системи. Так само і розбудова системи валютно-курсового регулювання концептуально повинна проголошувати право і зобов'язання Національного банку України встановлювати валютні обмеження для забезпечення стабільності курсу національної валюти в умовах шоків або лібералізувати ці обмеження за сприятливих макроекономічних умов.

Відкрите підпорядкування регуляторного тренду щодо посилення або лібералізації валютних обмежень поточним економічним обставинам сприятиме мінімізації валютного ризику, отже, і посиленню впевненості ринкових учасників і скороченню трансакційних витрат. На тлі високих девальваційних очікувань це більшою мірою, ніж лібералізаційні заходи, може привабити іноземних інвесторів. Водночас щоб валютні обмеження не мали суто репресивний характер, раптові адміністративні заборони повинні використовуватися в особливих випадках, а валютно-курсове регулювання здебільшого має спиратися на ринковий інструментарій.

Насправді ефективний інструментарій валютного регулювання включає не лише адміністративні обмеження на фінансові операції з валютою. Монетарна влада повинна виступати активним ринковим учасником у валютній сфері, застосовуючи інтервенції на валютному ринку і операції з державними цінними паперами. Макропруденційний інструментарій, орієнтований на мінімізацію валютної складової системного ризику, також має переважно ринковий характер у тих випадках, коли він не забороняє здійснення операцій, а вимагає збільшення резервування, власного капіталу, диференціації структури активних операцій або обмеження доходності через додаткові витрати.

Перелік макропруденційних інструментів є доволі великим. Відповідно до рекомендацій Базельського комітету з банківського нагляду, досить активно відбувається імплементація таких інструментів, як LTV, DSTI, CCB, ACB for SII й більш обмежено LTI. Дані інструменти підходять і для регулювання обсягів валютообмінних операцій у конкретних сегментах фінансових ринків [19]. Можливі комбінації макропруденційного інструментарію для хеджування валютної складової системного ризику розглянуто в спіль-

ній праці фахівців МВФ і Банку Італії [20], які підкреслюють, що більшу увагу слід приділяти групам інструментів з регулювання ліквідності та кредитної активності. Перевага використання макропруденційного інструментарію для валютного регулювання полягає в можливості встановлення на етапах сприятливої макроекономічної композиції нульового значення впроваджених нормативів.

Для належної ефективності заходів валютного регулювання комплекс застосованих для його реалізації інструментів повинен відповідати ряду вимог:

- найбільш рестрикційні адміністративні заходи в основному повинні мати обмежений час дії або слід переглядати сфери їх запровадження, оскільки за довгострокового періоду зацікавлені контрагенти знаходять шляхи їх обходу;

- заходи повинні бути орієнтовані на реальні загрози і не стосуватися операцій, які не несуть таких загроз, оскільки перманентні обмеження стимулюватимуть тіньовий ринок або накопичення структурних деформацій на ринках;

- ринковий інструментарій потрібно розглядати як стратегічний, тоді як адміністративний — як оперативний; відповідно, регулювання структури валютного попиту і пропозиції доцільно здійснювати ринковими інструментами, а волатильних сплесків — адміністративними заходами [21, с. 213—214]. Разом з тим не слід нехтувати високою ефективністю адміністративних обмежень на здійснення операцій з валютою [22, с. 262]. Саме завдяки ним удалося здолати паніку і спекулятивний попит у грудні 2008 р., у січні 2015 р. і лютому — березні 2022 р. Ефективність таких обмежень буде вищою, а радикальність меншою, якщо вони застосовуватимуться заздалегідь на підставі прозорої системи раннього попередження і доповнюватимуться заходами інших політик у сфері фінансової стабільності, контролю й оподаткування спекулятивних потоків капіталу, напрямів інвестицій, обмеження валютизації фінансових ринків, відповідного інформаційно-комунікаційного забезпечення тощо.

Крім прозорої макроекономічної обґрунтованості важливою умовою успішності валютно-курсного регулювання є його узгодженість на міжнародному, принаймні регіональному, рівні. Валютне регулювання не повинно виступати зброєю в торговельних протистояннях, а має слугувати виключно стабілізуючим цілям. За такого підходу валютне регулювання може бути застосоване економіками, що розвиваються, без міжнародного напруження й критики.

ВИСНОВКИ

Після ескалації воєнних дій в Україні обмінний курс національної валюти опинився під серйозним тиском: порушилася структура платіжного балансу, відбулося скорочення надходжень від експорту, істотно зріс внутрішній попит на валюту через панічні й спекулятивні настрої. Завдяки впровадженим обмеженням на операції з валютою НБУ вдалося приборкати панічні настрої і спекулятивний попит, а також певним чином стримати виведення капіталу за кордон. Проте ефективність такої необхідної ініціативи було

значно знижено фрагментарністю впроваджених обмежень і невчасними спробами їх лібералізації. Через це спостерігалось виведення значних сум коштів за кордон у формі портфельних інвестицій, торговельних кредитів, експорту послуг, зняття готівки. На даний момент на внутрішньому ринку зберігається значний незадоволений попит на валюту, посилений негативними девальваційними очікуваннями і подальшим скороченням валютних надходжень від експорту. Запобігання пов'язаному з девальвацією ризику системної фінансової нестабільності вимагає розбудови раціональної системи валютно-курсового регулювання і нагляду. Така система повинна компенсувати розрив між попитом і пропозицією валюти на внутрішньому ринку в умовах війни і зовнішніх економічних шоків.

Актуальність потреби в реалізації заходів валютно-курсового регулювання в малих відкритих економіках засвідчують останні наукові дослідження і рекомендації міжнародних інституцій. Угоди про асоціацію з ЄС, про співпрацю з МВФ також дозволяють упроваджувати валютні обмеження в разі виняткової необхідності на термін до шести місяців з наступною можливою пролонгацією. Запобігання неконтрольованій девальвації цілком відповідає і вимогам євроінтеграції, зокрема, у частині приєднання до механізму ERM II, який вимагає забезпечення стабільності національної валюти в межах 15-відсоткового коридору. Відтак, розбудова системи валютно-курсового регулювання, покликана підвищити макроекономічну стабільність національної економіки і передбачуваність її регуляторного поля, є необхідною передумовою вступу до ЄС і забезпечення відповідної дерегуляції на стабільній основі.

Зважаючи на це, розбудова раціональної системи валютного регулювання з офіційно проголошеними цілями стабілізації обмінного курсу, доповнена впровадженням політики регулювання фінансової відкритості та контролю за потоками капіталу, зокрема засобами макропруденційного інструментарію, є важливим завданням для вітчизняних фінансових регуляторів. Його вирішення допоможе в реалізації дієвої макроекономічної політики в умовах воєнних дій, а також у досягненні стійкого зростання і структурного розвитку економіки на етапі повоєнного відновлення і вступу до ЄС.

Узагальнити коло першочергових заходів для України, орієнтованих на обмеження надмірних коливань валютного курсу і переходу до розбудови системи валютно-курсового регулювання, можна через:

- декларування наміру забезпечити стабільність валютного курсу гривні всім доступним інструментарієм;
- офіційне проголошення розбудови системи валютно-курсового регулювання і розширення функціоналу системи валютного нагляду;
- приділення особливої уваги ідентифікації та обмеженню спекулятивних дій на валютному ринку;
- узгодження дій НБУ і Мінфіну в частині змін попиту і пропозиції іноземної валюти, у контексті державних видатків, визначення переліку критичного імпорту, державних запозичень тощо;
- доповнення інструментарію валютно-курсового регулювання системою макропруденційних інструментів, контролем за міжнародними потоками капіталу і відповідними заходами комунікаційної політики.

Більш конкретні вимоги до впроваджених обмежень — встановлення норм регулювання обов'язкового продажу частини валютних надходжень і граничних строків розрахунків за операціями експорту-імпорту, запровадження лімітів на здійснення окремих валютних операцій, перелік критичного імпорту, встановлення правил здійснення операцій, пов'язаних з рухом капіталу, тощо — залежатимуть від оцінки поточних потреб збалансування попиту і пропозиції іноземної валюти на ринку.

СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ

1. Fleming J.M. Domestic financial policies under fixed and floating exchange rates. *IMF Staff Papers*. 1962. Vol. 9. P. 369—379. <https://doi.org/10.2307/3866091>
2. Mundell R. Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates. *Canadian Journal of Economic and Political Science*. 1963. Vol. 29. No. 4. P. 475—485. <https://doi.org/10.2307/139336>
3. Rey H. Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence. *NBER Working paper series*. 2015. P. 1—42. URL: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w21162/w21162.pdf
4. Farhi E., Werning I. Dilemma not trilemma? Capital controls and exchangerates with volatile capital flows. *IMF Economic Review*. 2014. No. 62. P. 569—605. URL: <https://www.jstor.org/stable/43297892>
5. Bekaert G., Mehli A. On the global financial market integration «Swoosh» and the Trilemma. *NBER Working Papers*. 2017. No. 23124. URL: <https://ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/23124.html>
6. Eichengreen B. The Endogeneity of Exchange-Rate Regimes. In: Understanding Interdependence. Princeton University Press, 2021. P. 3—33. <https://doi.org/10.1515/9780691231136-004>
7. Aizenman J., Chinn M., Ito H. The Emerging Global Financial Architecture: Tracing and Evaluating the New Patterns of the Trilemma's Configurations. *Journal of International Money and Finance*. 2010. Vol. 29. No. 4. P. 615—641. URL: https://web.pdx.edu/~ito/Aizenman_Chinn_Ito_hi_Oct7_2009.pdf
8. Aizenman J., Chinn M., Ito H. The 'Impossible Trinity' Hypothesis in an Era of Global Imbalances: Measurement and Testing. *Review of International Economics*. 2013. Vol. 21. No. 3. P. 447—458. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2071311>
9. Ghosh A.R., Ostry J.D., Chamon M. Two targets, two instruments: Monetary and exchange rate policies in emerging market economies. *Journal of International Money and Finance*. 2016. Vol. 60. P. 172—196. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2015.03.005>
10. Береславська О.І. Валютно-курсова політика в умовах інфляційного таргетування в Україні. Зб. наук. праць Університету державної фіскальної служби України. 2017. № 2. С. 24—36.
11. Гальчинський А.С. Теорія грошей. Навч. посібник. 4-те вид. Київ, Вид-во Соломії Павличко «Основи», 2001. 411 с.
12. Дзюблюк О.В. Валютна політика як фактор макроекономічної стабілізації. *Фінанси України*. 2016. № 11. С. 33—51.
13. Журавка Ф.О. Механізм реалізації валютної політики в Україні. Дис. на здобуття ... д-ра екон. наук. Спец. 08.00.08. Суми, 2009. 418 с.
14. Кораблін С.О. Макроекономічна динаміка України: пастка сировинних ринків. Ін-т екон. та прогнозів. НАН України. Київ, 2017. 308 с.
15. Шаповал Ю. Контроль за рухом капіталу: особливості сучасних підходів і висновки для України. *Український соціум*. 2018. № 2. С. 102—129.
16. Kaminsky G. Boom-bust capital flow cycles. National Bureau of Economic Research. May 2019. Working Paper 25890. 21 p. URL: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w25890/w25890.pdf
17. Goldberg L., Krogstrup S. International capital flow pressures. *IMF Working Papers*. 2018. No. WP/18/30. 58 p. <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2018/02/16/International-Capital-Flow-Pressures-45629>

18. Gagnon J. Flexible Exchange Rates for a Stable World Economy. Peterson Institute, 2011.
19. Ghosh A., Ostry J., Qureshi M. Policy responses to capital flows in emerging markets: Some new evidence. *Vox Portal*, 2017. URL: <https://voxeu.org/article/policy-responses-capital-flows-emerging-markets> (дата звернення: 16.07.2022).
20. Lim C., Columba F., Costa A. et al. Macprudential policy: what instruments and how to use them? Lessons from country experiences. *IMF Working Paper*. 2011. WP/11/238. 86 p.
21. Бублик Є.О. Фінансова відкритість транзитивних економік. НАН України; Ін-т. екон. та прогнозів. Київ, 2020. 324 с.
22. Даниленко А.І. Фіскально-бюджетна та грошово-кредитна політика України: проблеми та шляхи посилення взаємозв'язку. Моногр. НАН України; Ін-т екон. та прогнозів. Київ, 2010. 456 с.

Надійшла 23.06.2022

Прорецензована 08.07.2022

Доопрацьована 18.07.2022

Підписана до друку 29.07.2022

REFERENCES

1. Fleming J.M. Domestic financial policies under fixed and floating exchange rates. *IMF Staff Papers*, 1962, Vol. 9, pp. 369–379. <https://doi.org/10.2307/3866091>
2. Mundell R. Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates. *Canadian Journal of Economic and Political Science*, 1963, Vol. 29, No. 4, pp. 475-485. <https://doi.org/10.2307/139336>
3. Rey H. Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence. *NBER Working paper series*, 2015, pp. 1-42, available at: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w21162/w21162.pdf
4. Farhi E., Werning I. Dilemma not trilemma? Capital controls and exchange rates with volatile capital flows. *IMF Economic Review*, 2014, No. 62, pp. 569-605, available at: <https://www.jstor.org/stable/43297892>
5. Bekaert G., Mehli A. On the global financial market integration «Swoosh» and the Trilemma. *NBER Working Papers*, 2017, No. 23124, available at: <https://ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/23124.html>
6. Eichengreen B. The Endogeneity of Exchange-Rate Regimes. In: Understanding Interdependence. Princeton University Press, 2021, pp. 3-33. <https://doi.org/10.1515/9780691231136-004>
7. Aizenman J., Chinn M., Ito H. The Emerging Global Financial Architecture: Tracing and Evaluating the New Patterns of the Trilemma's Configurations. *Journal of International Money and Finance*, 2010, Vol. 29, No. 4, pp. 615-641, available at: https://web.pdx.edu/~ito/Aizenman_Chinn_Ito_hi_Oct7_2009.pdf
8. Aizenman J., Chinn M., Ito H. The 'Impossible Trinity' Hypothesis in an Era of Global Imbalances: Measurement and Testing. *Review of International Economics*, 2013, Vol. 21, No. 3, pp. 447-458. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2071311>
9. Ghosh A.R., Ostry J.D., Chamon M. Two targets, two instruments: Monetary and exchange rate policies in emerging market economies. *Journal of International Money and Finance*, 2016, Vol. 60, pp. 172-196. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2015.03.005>
10. Bereslavskaya O.I. Currency policy in conditions of inflation targeting in Ukraine. *Proceedings of the University of the State Fiscal Service of Ukraine*, 2017, No. 2, pp. 24-36 [in Ukrainian].
11. Halchynskiy A.S. The Theory of Money. Kyiv, 2001 [in Ukrainian].
12. Dzyublyuk O. Foreign exchange policy as a macroeconomic stabilization factor. *Finance of Ukraine*, 2016, No. 11, pp. 33-51 [in Ukrainian].
13. Zhuravka F.O. Mechanism for the implementation of currency policy in Ukraine. Dr. Sci. (Econ.) Thesis. Sumy, 2009 [in Ukrainian].
14. Korablin S.O. Macroeconomic dynamics of Ukraine: the commodity markets trap. Kyiv, 2017 [in Ukrainian].
15. Shapoval Yu.I. Capital flows control: features of innovative approaches and insights for Ukraine. *Ukrainian Society*, 2018, No. 2, pp. 102-129 [in Ukrainian].

16. Kaminsky G. Boom-bust capital flow cycles. National Bureau of Economic Research, May 2019. Working Paper 25890, available at: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w25890/w25890.pdf
17. Goldberg L., Krogstrup S. International capital flow pressures. *IMF Working Papers*, 2018, No. WP/18/30, available at: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2018/02/16/International-Capital-Flow-Pressures-45629>
18. Gagnon J. Flexible Exchange Rates for a Stable World Economy. Peterson Institute, 2011.
19. Ghosh A., Ostry J., Qureshi M. Policy responses to capital flows in emerging markets: Some new evidence. *Vox Portal*, 2017, available at: <https://voxeu.org/article/policy-responses-capital-flows-emerging-markets> (accessed on: 16.07.2022).
20. Lim C., Columba F., Costa A. et al. Macroprudential policy: what instruments and how to use them? Lessons from country experiences. *IMF Working Papers*, 2011, WP/11/238.
21. Bublik Ye.O. Financial openness of transitive economies. Kyiv, 2020 [in Ukrainian].
22. Danylenko A.I. Fiscal-budgetary and monetary and credit policy of Ukraine: problems and ways to strengthen the relationship. Kyiv, 2010 [in Ukrainian].

Received on June 23, 2022

Reviewed on July 8, 2022

Revised on July 18, 2022

Signed for printing on July 29, 2022

Yevhen Bublik, Dr. Sci. (Econ.), Senior Research Fellow,
Leading Research Fellow of the Department of Monetary Relations
Institute for Economics and Forecasting of the NAS of Ukraine
26, Panasa Myrnoho St., Kyiv, 01011, Ukraine

STRENGTHENING FOREIGN EXCHANGE REGULATION IN UKRAINE AMID THE ESCALATION OF HOSTILITIES

The relevance of using the potential of foreign exchange regulation in Ukraine in time of war and post-war economic reconstruction is substantiated. Using the example of the National Bank of Ukraine's foreign exchange regulation measures in wartime, the efficiency of foreign exchange restrictions for curbing panic and speculative interests, preventing domestic capital's flight and general stabilization of national currency's exchange rate has been confirmed. It is noted that the measures to stabilize the exchange rate could have been more efficacious if they had been implemented within the framework of efficient foreign exchange regulation system.

Based on Ukraine's balance of payments data indicated sources of devaluation pressure in the forms of: trade credits going abroad, import of services, and withdrawal of cash currency from hryvnia card accounts. The signs of impairment in the balance of payments structure due to a decrease in income from product exports and remittances that are replaced by international financial aid are outlined.

The identified threats confirm the need to develop a domestic system of foreign exchange regulation and supervision to prevent the withdrawal of domestic capital, limit speculative and panic demand for foreign currency, and increase supply on the foreign exchange market. It is noted that the strengthening of measures to stabilize the national currency fully corresponds to the current views of scientists, the recommendations of international financial institutions and the requirements of European integration, especially considering the circumstances of the war.

The primary areas of development of the foreign exchange regulation system are conceptualized, including the official recognition of the need for such a system and expansion of the foreign exchange supervision system's functionality, an emphasis on limiting speculative and panic demand, the fight against illicit ways of withdrawing capital abroad. An effective toolkit for such regulation should include a wide range of measures, including the use of macroprudential policy tools, control over capital flows and currency interventions on a long-term basis, prompt use of administrative requirements to secure identified ways of avoiding established restrictions.

Keywords: exchange rate; monetary and credit policy; currency restrictions; the balance of payments; cross-border capital flows.