

MANAGEMENT OF NATIONAL ECONOMY DEVELOPMENT

DOI: <https://doi.org/10.30525/978-9934-26-275-3-1>

Olena Bereslavska

*Doctor of Economic Sciences, Professor,
Professor at the Department of Financial Markets and Technologies
State Tax University*

THE EXCHANGE RATE AS AN INSTRUMENT OF MACROECONOMIC STABILIZATION AND DEVELOPMENT OF THE NATIONAL ECONOMY OF UKRAINE

Summary

The exchange rate is an instrument of state influence on macroeconomic and macro-financial processes. A correctly chosen exchange rate regime and its effectiveness create conditions for the development of the national economy, maintaining low inflation rates, achieving balance of payments balance, ensuring macroeconomic stability, raising the standard of living of the population, and strengthening the confidence of investors in the national monetary unit. International practice proves that the introduction of an adequate exchange rate regime helps to overcome crisis phenomena in the country's economy. When developing a market economy, Ukraine implemented various exchange rate regimes – from rigidly fixed, regulated to free floating. At the beginning of the war in Ukraine, the monetary authorities returned to the fixed exchange rate regime, which allowed to stabilize inflation and contribute to reducing the decline of the economy. In this context, the chapter examines theoretical approaches to the choice of the exchange rate regime, conducts a retrospective analysis of the impact of the exchange rate regime on the main macroeconomic indicators of the national economy. An assessment the impact of the regime free floating of the hryvnia on the development the economy is carried out. The advantages of returning to a fixed exchange rate regime during wartime are considered. The result of the conducted assessments and analysis is the conclusion that the influence of the exchange rate regime in Ukraine was multi-vector. The regime of regulated hryvnia exchange rate was the most effective for the country, but its inadequacy in certain time periods and external shocks led to wave devaluations, which provoked crisis phenomena and had a negative impact on the main economic indicators.

Вступ

Війна в Україні загострила всі проблеми в економіці, які існували до її початку і це не залишає права на помилки, що можуть стати фатальними. Дестабілізація макроекономічних показників в умовах воєнних дій та спричинена ними криза (зокрема стрімке зростання рівня інфляції, суттєве падіння обсягів валового внутрішнього продукту, підвищення процентних ставок, девальвація національної валюти, зміна структури торговельного балансу та зростання його негативного сальдо) актуалізує вибір такої економічної політики, яка б дозволила у короткостроковому періоді нейтралізувати негативні наслідки кризового стану, а у довгостроковому – створити умови для розвитку національної економіки.

Нормативна теорія економічної політики Я. Тінбергена визначає наступний порядок дій для вибору оптимальної економічної політики: визначення цілей, виокремлення цільових показників, підбір економічних інструментів для отримання найвищих результатів. Зазвичай, цілей в економіці може бути набагато більше, ніж інструментів. При цьому використання будь-якого інструмента породжує як позитивні, так і негативні економічні і соціальні ефекти.

Кожна з складових економічної політики, будь-то фіскальна, грошово-кредитна, валютна мають свій специфічний набір інструментів для їх реалізації з метою досягнення максимального ефекту в макроекономічній стабілізації і управлінні розвитком національної економіки. Зокрема, фіскальна політика має невеликий набір інструментів. Це – видатки державного бюджету та податки, а сфера їх застосування – державні фінанси. Грошово-кредитна політика має більший перелік інструментів, якими може регулювати пропозицію грошей через процентні ставки, нормативи обов'язкового резервування коштів банків, операції на відкритому ринку; сфера їх впливу – грошовий обіг. Набір інструментів валютної політики також є невеликим, але дієвим. Це – встановлення режиму валютного курсу, регулювання його динаміки через проведення валютних інтервенцій. При цьому сфера впливу валютного курсу розповсюджується на грошовий обіг (показник монетарної інфляції), зовнішньо-економічну діяльність (сальдо торгового балансу), бізнес (девальваційні очікування), фінансовий ринок (індекс фінансового стресу). Виходячи з більш широкої сфери впливу на показники макроекономічної стабілізації та розвиток національної економіки в цілому, вагомим значення набувають дослідження теорії і практики використання валютного курсу як інструменту макроекономічної стабілізації та управління розвитком національної економіки. Зазначені аспекти представляють мету нашого дослідження, досягнення якої здійснюватиметься через розгляд загальних теоретичних підходів до видів режимів валютного курсу, аналіз особливостей української

практики щодо формування та реалізації курсової політики і впливу валютного курсу на показники розвитку вітчизняної економіки.

Дослідження процесів курсоутворення національних грошових одиниць, використання режимів валютного курсу та впливу валютного курсу на макроекономічну та макрофінансову стабілізацію, а також використання валютного курсу як інструменту управління економіки та монетарної сфери здійснювали такі зарубіжні вчені, як А. Крюгер, Ф. Ларрейн, Р. Манделл, Ф. Мишкін, Ед. Себастіон, Д. Тарр, Дж. Френкел, Дж. Флемінг, Х. Дж. Шац. Українські вчені також активно досліджували як теорію валютного курсу, так і практику його формування, впливу фундаментальних чинників. Серед них зокрема, О. Береславська, Ф. Журавка, В. Козюк, В. Міщенко, С. Науменкова, А. Петрик, А. Удовіченко. Особливий інтерес представляють праці, в яких досліджуються впливи девальваційних шоків на економіку країни [1]. Проте кожна країна має свої особливості у використанні режимів валютного курсу, їх впливу на стан національної економіки, зокрема й Україна, що потребує додаткових досліджень та аналізу практичних ситуацій.

Розділ 1. Теоретичні підходи до вибору режиму валютного курсу

Валютний курс, будучи одним з найважливіших макроекономічних індикаторів, здійснює великий вплив на багато економічних процесів. Ключові макроекономічні показники – від темпів інфляції до стану державного бюджету, прямо або опосередковано відчують на собі наслідки зміни валютного курсу, як номінального, так і реального. Від рівня та динаміки валютного курсу залежить конкурентоспроможність національних товарів на світових ринках, обсяги експорту та імпорту. Валютний курс впливає також на напрямки руху міжнародних потоків капіталу. Рішення про вкладення капіталу в активи тієї чи іншої країни приймається виходячи з очікуваного реального прибутку на інвестований капітал, який залежить від процентної ставки та очікуваних змін валютного курсу. Динаміка валютного курсу, ступінь та частота його коливань зрештою є показниками економічної та політичної стабільності країни. Тому валютний курс неминуче стає як об'єктом, так і інструментом макроекономічної політики.

Роль, яку відіграє валютний курс у функціонуванні та розвитку національної економічної системи, а також його місце в комплексі заходів макроекономічного регулювання багато в чому залежить від того, який режим валютного курсу обирає країна. Режим валютного курсу, безумовно, не є нейтральним елементом економічної системи. Численні дослідження вказують на можливість прояву певних тенденцій у розвитку

економіки залежно від застосовуваного країною режиму валютного курсу.

Особливості вибору того чи іншого режиму валютного курсу визначаються макроекономічною ситуацією в країні, ступенем розвитку національної економіки, станом платіжного балансу, експортним потенціалом та обсягами золотовалютних резервів (ЗВР) центрального банку. У зв'язку з цим країни обирають режим валютного курсу, який є найбільш адекватним економічним умовам і який вони можуть забезпечити. Якщо ж монетарна влада ставить перед собою нереальні завдання у сфері регулювання курсу національної валюти, це негативно позначається не тільки на платіжному балансі, але й на загальному стані національної економіки.

У контексті вищезазначеного можливо стверджувати, що оптимальний вибір режиму валютного курсу все ще залишається одним із складних завдань валютної політики. Міжнародна практика доводить, що найбільша кількість валютних криз спостерігалась саме у тих країнах, де відбувалася реалізація або неадекватного режиму валютного курсу, або так званих проміжних режимів, до яких відносяться “м'які” форми фіксації валютного курсу у вигляді повзучої прив'язки і валютних коридорів.

Низька ефективність проміжних режимів навела економістів на думку про те, що у сучасному глобальному світі з його високим ступенем інтеграції міжнародних фінансових ринків життєздатними можуть бути тільки два полярних режими: або вільне плавання, або жорстка форма фіксації курсу. Проте це не означає, що на сьогодні у світовій практиці країн, особливо в тих країнах, що реформують і розвивають свою національну економіку, використовують тільки два цих режими. Спектр режимів валютного курсу залишається ще досить широким, хоча за останнє десятиріччя він суттєво еволюціонував. І хоча ХХІ століття пов'язують з епохою вільно плаваючих валютних курсів, все ще трапляються країни, які використовують або режим фіксованого валютного курсу, або різні типи регульованого валютного курсу. При цьому окремі країни, що стикаються з глибокими кризами не фінансового походження, повертаються до режиму фіксованого валютного курсу. Прикладом такої ситуації є Україна. Причини та наслідки переходу від режиму вільного плавання курсу гривні до його фіксації розглядатимуться нами у третьому параграфі.

Не вдаючись у тонкощі та переваги двох полярних режимів валютного курсу зупинимося на загальних положеннях, які мотивують країну обрати той чи інший режим валютного курсу. Зокрема, в країнах з режимом вільного плавання валютного курсу центральний банк не втручається (або втручається достатньо рідко, коли спостерігається висока волатильність курсу) в ринковий механізм функціонування валютного

ринку, де курс формується під дією попиту і пропозиції. За такої ситуації курс може підлягати значним коливанням (шокам) і навіть під час економічної рівноваги та макроекономічної стабільності є динамічним показником. Однак, така динаміка дозволяє економіці адаптуватися до зовнішніх умов, які суттєво впливають на відкриту економіку.

У країнах з фіксованим режимом валютного курсу центральний банк прив'язує вартість національної валюти до курсу валюти чи кошика валют країн, в яких спостерігається низький рівень інфляції (зазвичай це міжнародні валюти). Для протидії природнім коливання курсу під дією попиту і пропозиції, тобто його збереження на встановленому рівні, центральний банк використовує валютні інтервенції купує (у ситуації надлишку) і продає (у ситуації дефіциту) валюту за фіксованим курсом. Для використання даного режиму країна повинна мати достатній обсяг ЗВР для протидії відхилення курсу від визначеного рівня.

Наслідки змін валютного курсу в царині його впливу на основні макроекономічні показники достатньо глибоко проаналізовані в теоріях посткейнсіанських моделей економічного зростання і регулювання платіжного балансу [2]. В цих моделях обмінний курс валюти є найважливішим параметром, який пов'язує економічне зростання з сукупним попитом і станом платіжного балансу. Зниження валютного курсу (девальвація) призводить до відносного зниження цін на вітчизняні товари та послуги на внутрішньому та зовнішньому ринках порівняно з такими самими імпортними товарами. І це, за логікою, повинно сприяти підвищенню попиту на вітчизняні товари і його зниження – на імпортні. Результатом повинно стати збільшення зовнішньоторговельного профіциту платіжного балансу, або зниження його дефіциту. З іншого боку, відносне зростання експорту призводить до зміцнення курсу національної валюти (ревальвації), наслідком чого стає вирівнювання цін на вітчизняні та імпортні товари.

Проте на практиці зазначені вище впливи не завжди призводять до таких результатів. Дослідження, що були проведені ще у середині минулого століття показують, що знецінення валюти ефективно для країн, в яких ВВП формується переважно за рахунок експортних доходів. Реальний девальваційний ефект, що веде до стабілізації платіжного балансу, отримує лише експортний сектор економіки як сукупність виробничих ланцюгів, що об'єднують виробників вітчизняних товарів, що постачаються на експорт. Якщо ж лівова частка ВВП формується за рахунок внутрішнього попиту, то девальвація сприяє зниженню кінцевого споживання та валового нагромадження, що призводить не тільки до скорочення імпорту, а й до економічного падіння [3].

Узагальнення досліджень зарубіжних і вітчизняних науковців доводить, що режим фіксованого валютного курсу може бути

ефективним, по-перше, за наявності достатньо великих обсягів ЗВР центрального банку, про що вже згадувалося вище; по-друге, у короткостроковому періоді, так як при довгостроковій реалізації такого режиму часто формується тіньовий валютний ринок з множиною валютних курсів, що веде до збільшення обсягів спекулятивних операцій і стимулює девальвацію національної валюти.

Поляризація режимів валютного курсу, на наш погляд, віддзеркалює проблему “несумісної трійці”, або “трилеми”, коли країна повинна здійснити вибір між характером мобільності капіталів, режимом валютного курсу та незалежною монетарною політикою [4, с.11]. Посилення та поглиблення інтеграційних процесів міжнародних фінансових ринків зумовлює центральний банк здійснити вибір між стабільним валютним курсом і незалежною монетарною політикою.

Слід зауважити, що ще у 1923 році Дж.М. Кейнс у “Трактаті про грошову реформу” визначив головну проблему міжнародної валютної системи – ні одна країна не може водночас підтримувати валютну і цінову стабільність [5]. Практика показує, якщо центральний банк обирає режим фіксованого валютного курсу, він втрачає контроль над рівнем цін та інфляцією. Проте якщо як пріоритет монетарної політики обирається рівень інфляції (стабільність цін), центральний банк змушений “віддати” процес курсоутворення у власність ринкових цін.

Якщо країна обирає режим фіксованого або регульованого валютного курсу, це означає, що проміжною ціллю монетарної політики стає встановлення контролю за курсовою динамікою. Для економік, що мають слабкі ринкові інститути такий контроль має низку переваг, зокрема: встановлення номінального якоря у вигляді валютного курсу прив’язує внутрішній рівень інфляції до темпів зростання цін товарів, що продаються на внутрішньому ринку; отримання можливості для центрального банку проводити послідовну монетарну політику; простота і прозорість курсоутворення для економічних агентів.

Основною умовою ефективності режиму фіксованого або регульованого валютного курсу є узгодженість між монетарною та фіскальною політиками, особливо в частині провокування зростання рівня інфляції через збільшення видатків держбюджету, які не адекватні надходженнями до нього.

Міжнародний досвід реалізації контролю за курсовою динамікою продемонстрував і серйозні його недоліки, до яких належать:

– звуження можливостей центрального банку в управлінні монетарною політикою. З одного боку, необхідність підтримки встановлених параметрів зміни номінального обмінного курсу національної валюти обмежує можливості використання цього інструменту монетарної політики для макрофінансової стабілізації у випадку економічних

потрясінь, а з іншого – економіка країни стає вразливою до зовнішніх шоків;

- ризик спекулятивних атак на обмінний курс національної валюти;
- стимулювання припливу капіталів у вигляді портфельних інвестицій, що веде до зростання грошової бази і темпів інфляції, а це загрожує стабільності в цілому економічній системі;
- унеможливлення вирішення проблеми цінової стабільності у довгостроковому періоді. Тому, як вже зазначалося, встановлення та використання режиму фіксованого валютного курсу повинно бути тимчасовим заходом.

Вибір режиму валютного курсу та регулювання динаміки останнього завжди розглядається у контексті його впливів на основні економічні показники, а ефективність його застосування визначається через забезпечення макроекономічної стабільності та сприяння розвитку національної економіки. В Україні в різні часові періоди запроваджувалися різні режими валютного курсу гривні, які мали неоднозначний вплив на економіку. В наступних параграфах розглянемо та проаналізуємо цей вплив на основні показники розвитку національної економіки.

Розділ 2. Ретроспективний аналіз впливу режиму валютного курсу на економічні показники розвитку в Україні

В Україні відповідно до законодавства, основною функцією Національного банку є забезпечення стабільності національної грошової одиниці, що означає підтримку стабільної динаміки обмінного курсу гривні та збереження її купівельної спроможності. Відповідно до цього, Національний банк України (НБУ) досить довгий період часу (1992–2015 рр.) у якості пріоритетної цілі грошово-кредитної політики встановлював контроль за динамікою валютного курсу гривні, запроваджуючи спочатку (1993 р. – перше півріччя 1994 р.) режим фіксованого валютного курсу, а з другого півріччя 1994 р. до 2015 рр. включно – режим регульованого валютного курсу. На таких часових періодах НБУ досить жорстко з використанням різних ринкових та не ринкових інструментів контролював процес курсоутворення гривні на вітчизняному валютному ринку.

Необхідність у даному режимі валютного курсу гривні досить довгий час зумовлювалася необхідністю: по-перше, забезпечити макроекономічну стабілізацію; проводити незалежну грошово-кредитну політику; створити умови для розвитку національної економіки через пригнічення інфляції та девальваційних очікувань бізнесу; забезпечити макрофінансову стабільність. Аналіз основних показників, які характеризують розвиток національної економіки, наведений у таблиці 1, дає можливість зробити висновок, що в цілому режим регульованого валютного курсу,

який реалізовував НБУ з 1996 року, в цілому мав позитивний вплив, особливо у 2000–2009 рр.

Зауважимо, що між показником валютного курсу і зростанням ВВП немає прямого зв'язку, про що свідчить велика кількість досліджень вітчизняних та зарубіжних науковців. Більш чіткий та прямий зв'язок існує між показником ВВП на душу населення та рівнем інфляції, та сальдо рахунку поточних операцій. Таким чином, за даними інформації у таблиці 1, можна зробити висновок, що режим регульованого валютного курсу, який де-факто у період 2002–2007 рр. був фіксованим, виконав одну зі своїх функцій – стимулювати розвиток національної економіки, який відзначився зростанням ВВП, збільшенням доходів ВВП на душу населення, а також зростанням позитивного сальдо рахунку поточних операцій включно до 2005 року.

Зауважимо, що плюсове сальдо рахунку поточних операцій, яке сформувалося, в основному на доходах від сировинних ресурсів, стало найважливішим чинником економічного зростання і джерелом покращення рівня життя. Воно забезпечувало вирішення трьох важливих завдань для економіки України:

- 1) формувало левову частку доходів державного бюджету;
- 2) забезпечувало оплату імпорту і, в першу чергу, критичного імпорту енергоносіїв та машин і обладнання;
- 3) дозволяло підтримувати на високому рівні золотовалютні резерви, за рахунок який фактично підтримувався режим фіксованого курсу гривні.

Теорія говорить, що довгий час утримування валютного курсу на певній позначці (його фактична фіксація) за умови зростання обсягів зовнішньоекономічних операцій призводить до його завищення. На той час і аналітики, і експерти Міжнародного валютного фонду (МВФ) рекомендували послабити валютний курс з метою уникнення в подальшому стрімкої девальвації гривні, зумовленої впливом цінових змін на світових товарних ринках, або кризою. Досвід продемонстрував, що країни, які намагаються підтримувати завищені обмінні курси національних валют, значно ускладнюють своє економічне зростання у середньо- та довгостроковій перспективі. Теорія, міжнародні статистичні данні, дослідження та історія конкретних країн – все це підтверджує базовий висновок, що завищення обмінного курсу національної валюти може знизити економічну ефективність, сприяти неправильному розміщенню економічних ресурсів, посилити “втечу” капіталу з країни, і, що найбільш згубно, призвести до адміністративного контролю за валютними та торговельними операціями [8].

**Динаміка основних показників розвитку економіки України
за 1998–2015 роки**

| Роки | ВВП (% до попереднього року) | Номінальний ВВП на душу населення (дол США) | Сальдо рахунку поточних операцій (млрд дол США) | Інфляція | Обсяги ЗВР (млрд дол США) | Зміна курсу гривні (девальва- ція / ревальвація(-)) |
|-------------|---|--|--|-----------------|--|--|
| 1998 | -1,9 | 840 | -1,207 | 20,0 | 0,941 | 81,9 |
| 1999 | -0,2 | 646 | 0,997 | 19,2 | 0,753 | 52,2 |
| 2000 | 5,9 | 632 | 1,406 | 25,8 | 1,475 | 4,2 |
| 2001 | 9,2 | 782 | 1,402 | 6,1 | 3,089 | -2,5 |
| 2002 | 5,2 | 879 | 3,173 | -0,6 | 4,417 | 0,7 |
| 2003 | 9,5 | 1048,8 | 2,891 | 8,2 | 6,937 | -0,1 |
| 2004 | 12,1 | 1367,5 | 6,909 | 12,3 | 9,534 | 0 |
| 2005 | 3,0 | 1829,2 | 2,531 | 10,3 | 19,391 | 0 |
| 2006 | 7,4 | 2303,8 | -1,617 | 11,6 | 22,358 | 0 |
| 2007 | 7,6 | 3069 | -5,272 | 16,6 | 32,462 | 0 |
| 2008 | 2,3 | 3892,5 | -12,763 | 22,3 | 31,541 | 52,4 |
| 2009 | -14,8 | 2546 | -1,732 | 12,3 | 26,505 | 3,7 |
| 2010 | 3,8 | 2974,4 | -3,018 | 9,1 | 34,576 | -0,3 |
| 2011 | 5,5 | 3570,8 | -10,245 | 4,6 | 31,795 | 0,4 |
| 2012 | 0,2 | 3856,8 | -14,315 | -0,2 | 24,547 | 0,04 |
| 2013 | 0 | 4030,3 | -16,355 | 0,5 | 20,416 | 0 |
| 2014 | -6,6 | 3014,6 | -4,556 | 24,9 | 7,533 | 97,3 |
| 2015 | -9,8 | 2115,4 | 5,035 | 43,3 | | 52,2 |

Джерело: складено та розраховано автором за даними [6; 7]

У 2008 році відбулася глибока світова фінансово-економічна криза, яка спричинила стрімку девальвацію гривні – на 52,4%. У попередньому параграфі відзначалося, що у теорії, знецінення обмінного курсу національної валюти сприяє суттєвому покращенню торговельного балансу країни. Проте, інформація, наведена у таблиці 2, свідчить про практичну відсутність девальваційного ефекту протягом наступних років. Винятком був тільки 2009 р., упродовж якого темпи падіння імпорту дещо перевищували темпи падіння експорту, проте це не сприяло появи

позитивного сальдо рахунку поточних операцій, хоча і дещо зменшило його від'ємне значення протягом 2009–2010 рр.

Наслідками знецінення курсу гривні стало значне падіння ВВП – мінус 14,8%, суттєве скорочення ВВП на душу населення – на 34,6% у 2009 р. При цьому рівень інфляції у 2009 р. суттєво знизився – до 12,3% з 22,3% у 2008 р.

Таблиця 2

**Динаміка показників розвитку зовнішнього сектору економіки
за 2008–2014 рр.**

| Роки | Сальдо поточного рахунку (млрд дол США) | Сальдо поточного рахунку до ВВП (%) | Експорт товарів та послуг до ВВП (%) | Імпорт товарів та послуг до ВВП (%) | Темпи зростання, % до попереднього року | |
|------|---|-------------------------------------|--------------------------------------|-------------------------------------|---|---------------------------|
| | | | | | Експорту товарів та послуг | Імпорту товарів та послуг |
| 2008 | -12,763 | -7,0 | 47,1 | 55,0 | 133,8 | 138,5 |
| 2009 | -1,732 | -1,5 | 46,3 | 48,0 | 63,4 | 56,2 |
| 2010 | -3,018 | -2,2 | 50,7 | 53,7 | 127,7 | 130,3 |
| 2011 | -10,245 | -6,3 | 54,4 | 60,6 | 128,3 | 135,2 |
| 2012 | -14,315 | -8,1 | 51,1 | 59,2 | 101,3 | 105,4 |
| 2013 | -16,355 | -9,0 | 46,9 | 55,4 | 94,8 | 96,6 |
| 2014 | -4,556 | 3,5 | 52,0 | 55,5 | 80,2 | 96,8 |

Джерело: складено і розраховано автором за даними НБУ

Так як економіка України сформувалася як сировинна та орієнтована на експорт (частка експорту у обсягах ВВП у середньому за досліджуваний період перевищує 50%), то знецінення гривні не викликало структурних зрушень у внутрішньому виробництві, тобто імпортозаміщення окремих галузей виробництва не відбулося. Більше того, світова фінансова криза 2008–2009 рр. відкинула промисловість України до рівня 2003 р. і загострила проблеми технологічної деградації та масового зниження високотехнологічного виробництва, стрімкого нарощування сировинної складової, домінування продукції з низькою доданою вартістю та зниження конкурентоспроможності. Найбільшого спаду за два кризові роки зазнало машинобудування (-44,7%), металургія (-35,7%), хімічна промисловість (-31,0%).

Падіння обсягів галузей внутрішнього виробництва під час девальваційного шоку відбулося ще й тому, що сумарний негативний ефект від знецінення валюти відчувають у першу чергу ті галузі, які

орієнтовані на внутрішній ринок і мають у структурі своїх витрат суттєву частку імпортованої сировини та енергоресурсів.

Відновлення світової економіки після кризи позначилося сплеском сировинної кон'юнктури міжнародних ринків і частка експорту України у обсягах ВВП зросла у 2011 р. і у 2012 р. до 54,4% та 51,1% відповідно, що сприяло темпам зростання ВВП у 2011 р. на 5,5%; підвищенню рівня доходів на душу населення, зменшення інфляції та повернення до помірної динаміки валютного курсу гривні. Водночас, знецінення гривні сприяло гіпертрофічному експортоорієнтованому розвитку України, що базується на продукції з низькою доданою вартістю. Це – продукція сільського господарства, чорної та кольорової металургії та продукція хімічної галузі.

Після стрімкої девальвації гривні відбувся процес її відкату до нового рівноважного значення, після чого знову де-факто НБУ реалізувалася політика фіксованого курсу, за якої сальдо рахунку поточних операцій залишалось від'ємним. Коли країна переживає дефіцит торгового балансу, це означає, що її видатки перевищують доходи. Тобто, торговельний дефіцит дозволяє країні споживати або витратити більше, ніж її доходи, а коли витрати не дорівнюють доходам, то порушується її “внутрішній баланс”. Ці дисбаланси можуть серйозно перешкоджати економічній діяльності країни і саме від цих дисбалансів вона страждає у разі впливу зовнішніх шоків, з якими вона часто стикається.

Хоча девальвація курсу призначена для корекції зовнішньоторговельного балансу, вона також важлива і для забезпечення внутрішнього балансу, що означає, що торговий дефіцит не може бути скоригований шляхом девальвації номінального обмінного курсу. У багатьох країнах, де ринкові інститути не є повністю сформовані, торговий дефіцит відображає дефіцит державного бюджету, який часто фінансується шляхом грошово-кредитної експансії. Грошово-кредитна експансія, своєю чергою, призводить до інфляції. Найбільш ймовірно, що вплив девальвації номінального обмінного курсу національної валюти на реальний обмінний курс у цьому середовищі розмивається інфляцією, оскільки висока інфляція призводить до подорожчання реального обмінного курсу національної валюти, що робить проблематичним усунення торговельного дефіциту [8].

Загалом, грошово-кредитна та фіскальна політики повинні поєднуватися з політикою обмінного курсу для одночасного досягнення рівноваги як внутрішнього, так і зовнішнього балансів. Це є особливим випадком загального принципу економічної теорії, який полягає в тому, що множинність цілей політики вимагає застосування безлічі інструментів, про що зазначалося вище. Однак ми концентруємо увагу на використанні валютного курсу як інструменту економічної політики.

Відносно стабільна макроекономічна ситуація у післякризовий період була порушена наступною хвилею девальвації гривні, яка спостерігалася у 2014 р. та зумовила НБУ перейти до режиму вільного плавання валютного курсу гривні.

Розділ 3. Оцінка впливу режиму вільного плавання валютного курсу гривні на розвиток національної економіки України

Третя хвиля стрімкої девальвації відбулася у 2014 р. За рік обмінний курс гривні знецінився на 97,3%. Але причини девальвації були дещо інші, ніж під час перших двох. Політична нестабільність в країні через проведення антитерористичної операції та надзвичайно стрімкий відтік іноземного капіталу з внутрішнього ринку спричинили не тільки знецінення гривні, а й банківську кризу та суттєве падіння обсягів ЗВР НБУ (резерви скоротилися з 20,416 до 7,533 млрд дол США, що загрожувало Україні дефолтом). Це стало основною причиною відмови НБУ від режиму регульованого валютного курсу та перехід до вільного плавання гривні з обранням проміжної цілі монетарної політики – встановлення контролю за показником інфляції, або інфляційне таргетування.

Знецінення курсу національної грошової одиниці зумовило падіння ВВП у 2014 р. на 6,6% (табл. 1), а у 2015 р. ВВП – на 9,8% (табл. 3) та суттєвий стрибок інфляції. З 0,5% у 2013 р. інфляція зросла до 24,9% у 2014 р., але найбільшого піку вона досягла у 2015 р., коли зростання спостерігалось на рівні 43,4%.

Висока інфляція та девальвація гривні не сприяють стабільності грошового обігу та ведуть до зниження життєвого рівня громадян. Так, за даними інформації, наведеної у таблицях 1 і 3, спостерігалось значне зниження ВВП на душу населення. Порівняно з 2013 р. цей показник знизився на 71,2%. При цьому, за даними Державної служби статистики України, номінальна зарплата у 2014 р. зросла з 3619 до 4012 грн., але у доларовому виразі вона знизилася з 453 до 254 дол., або у 1,78 рази [10]. Отже, через девальвацію гривні національна економіка України опинилася на стадії рецесії.

Разом з тим, знецінення гривні позитивно вплинуло на показник торговельного балансу країни, про що доводить аналіз його динаміки, наведений у таблицях 1 і 2. Так, у 2014 р. сальдо рахунку поточних операцій скоротилося до мінус 4,556 млрд. дол. порівняно з мінус 16,355 млрд. дол. у 2013 р. В той же час, вже у 2015 р. сальдо рахунку поточних операцій за багато попередніх років стало позитивним – плюс 5,035 млрд. дол. Однак внесок саме девальвації гривні у покращення торговельного балансу України дещо важко оцінити, так як показники

платіжного балансу в цілому з 2014 р. почали рахуватися без АР Крим та м.Севастополь і у наступні роки без частини Луганської та Донецької областей.

Таблиця 3

**Динаміка основних показників розвитку економіки України
за 2015–2022 рр.**

| Роки | ВВП (% до Поперед- нього року) | Номінальний ВВП на душу населення (дол США) | Сальдо рахунку поточних операцій (млрд дол США) | Інфляція | Обсяги ЗВР (млрд дол США) | Зміна курсу гривні (девальва- ція / ревальвація (-)) |
|------------------|--|--|--|----------|---------------------------------------|---|
| 2015 | -9,8 | 2115,4 | 5,035 | 43,3 | 13,299 | 52,2 |
| 2016 | 2,2 | 2185,9 | -1,866 | 12,4 | 15,539 | 15,7 |
| 2017 | 2,5 | 2640,3 | -3,473 | 13,7 | 18,808 | 0,4 |
| 2018 | 3,4 | 3095,2 | -6,432 | 9,8 | 20,820 | -4,1 |
| 2019 | 3,2 | 3659,8 | -4,124 | 4,1 | 25,302 | -14,7 |
| 2020 | -4,0 | 3725,6 | 5,267 | 5,0 | 29,133 | 13,4 |
| 2021 | 3,4 | 4834,3 | -3,249 | 10,0 | 30,941 | -3,2 |
| 2022 (10 міс) | - 35,0 | н/д | 7,8 | 24,8 | 25,246 | -27,0 |

Джерело: складено та розраховано автором за даними [6; 7; 9]

Необхідність виводу вітчизняної економіка з рецесії стимулювала органи монетарної влади перейти до режиму інфляційного таргетування (ІТ). Також причинами до впровадження режиму ІТ в Україні ще стали: втрата лівової частки ЗВР; брак стійкого зв'язку між грошима й інфляцією – недієвість цілей за монетарними агрегатами; необхідність швидкої дезінфляції; посилення незалежності НБУ та уникнення фіскального домінування.

У контексті зазначеного вітчизняна монетарна політика в межах ІТ націлена на: 1) підвищення гнучкості механізмів курсоутворення; 2) посилення незалежності НБУ у виборі цілей і інструментів та розроблення ним спеціальної комунікаційної політики; 3) формування і розвиток у НБУ власної науково-аналітичної бази.

Для реалізації визначених у Дорожній карті НБУ з ІТ цілей протягом 2014–2015 рр. була суттєво модернізована грошово-кредитна та курсова політики. По мірі підвищення гнучкості процесу курсоутворення гривні реалізовано комплекс заходів, спрямованих на підвищення дієвості

відсоткової політики, а саме: визначення ключовою відсотковою ставкою відсоткову ставку за основною операцією з регулювання ліквідності (наразі операції з депозитними сертифікатами (ДС)); уніфікація облікової ставки та ставки за основною операцією; звуження коридору відсоткових ставок НБУ за кредитами овернайт і ДС овернайт; збереження інших операцій для згладжування впливу на процентні ставки значних коливань ліквідності на ринку та сприяння розвитку фінансових ринків [11]. Водночас також застосовувалися заходи з поступового скасування адміністративних обмежень на валютному ринку та лібералізації механізму валютного регулювання.

Підсумки впровадження режиму ІТ в Україні показують, що обраний режим дозволив НБУ досягти суттєвого уповільнення інфляції. Інформація, наведена у таблиці 3 характеризує спадну динаміку показника інфляції, починаючи з 2016 р. і до 2020 р. включно. Ефективність ІТ обумовлюється необхідністю створення відповідних економічних, правових, інституційних, соціальних та інших умов, без яких неможлива реалізація будь-якого режиму таргетування. До таких умов належать: збалансованість державних фінансів; прозорість ціноутворення на внутрішньому ринку і забезпечення повної лібералізації цін; інституційна незалежність центрального банку; відсутність будь-якого бюджетного чи політичного тиску на нього, що увійшов би у протиріччя з цільовими орієнтирами інфляції; координація діяльності уряду і монетарної влади; використання широкого спектра інформації і методів моделювання та прогнозування рівня та динаміки інфляції; мінімальний рівень доларизації економіки; розвиненість ринку капіталів, надійність банківської системи та стійкість фінансово-кредитної системи в цілому.

На жаль, до теперішнього часу половини з цих умов ще не створено. Державні фінанси не є збалансованими, рівень доларизації високий, ринок капіталів не розвинений, а фінансово-кредитна система не є стійкою як до внутрішніх, так і зовнішніх шоків.

Досягнута макроекономічна та макрофінансова стабілізація, у тому числі й завдяки ІТ та стабільній курсовій динаміці гривні, створила умови для подальшого розвитку національної економіки, який був достатньо повільним. Починаючи з 2016 р. і до 2019 р. ВВП зростав у середньому на 2,8%. Також мали тенденцію до зростання обсяги ВВП на душу населення. Проте вже у 2020 р. економіка України знову опинилася в кризі, яка була спричинена пандемією коронавірусної хвороби. Знову спостерігалось падіння ВВП на рівні мінус 4%. За інформацією НБУ, основними чинниками падіння ВВП у 2020 році стали карантинні обмеження, запроваджені в Україні та у світі у відповідь на поширення COVID-19, а також зниження внутрішнього попиту, передусім

інвестиційного, через пов'язану з пандемією невизначеність. Водночас українська економіка виявилася більш стійкою до поточної кризи порівняно із попередніми. Коронакриза не супроводжувалася стрімкою девальвацією та інфляцією, а падіння реального ВВП виявилось не таким суттєвим, як очікувалося на початку кризи. Ключовим фактором падіння ВВП у 2020 р. було скорочення інвестицій. Зокрема, упродовж всього року спостерігалось суттєве зменшення валового нагромадження основного капіталу (24,4% р/р) майже в усіх видах діяльності. На скорочення інвестицій вплинуло погіршення ділових очікувань підприємств через поширення захворюваності й невизначеність стосовно розвитку пандемії, а також невирішені питання в сфері альтернативної енергетики.

У 2021 р. МВФ у своїх прогнозах зазначав про відновлення світової економіки після пандемії. В Україні за цей рік також спостерігалось повільне відновлення економіки, що реалізувалось у зростанні ВВП – до 3,4%. Вільне плавання обмінного курсу національної валюти та його стабільна динаміка стали основою для відновлення темпів зростання національної економіки, про що засвідчують показники, наведені у таблиці 3.

Четверта хвиля девальзації гривні була зумовлена війною, яка розпочалася у кінці лютого 2022 р. і спонукала НБУ внести кардинальні зміни в політику щодо обрання проміжної цілі та вибору режиму курсоутворення. Для збереження обсягів ЗВР, приборкання процесу розкручування інфляції НБУ знову повернувся до контролю за динамікою валютного курсу та запровадив режим фіксованого офіційного номінального обмінного курсу гривні. Щодо курсоутворення гривні на ринку готівкових продажів, то обмеження на його формування не застосовувалися, однак встановлювався ліміт на обсяги купівлі іноземної валюти.

Фіксація гривні спочатку на позначці 29,25 грн./дол., а з липня 2022 р. на рівні 36,56 грн./дол. відбулася ще й тому, що курс гривні для України є універсальним показником не лише для стану макроекономічного середовища, торговельного балансу та інвестиційної привабливості, а й для економічних очікувань домогосподарств і бізнесу. Фіксація курсу в умовах війни була необхідним рішенням, яке разом із запровадженням низки валютних обмежень дозволило зберегти ЗВР, не допустити впливу коштів з банків та дефолту країни в цілому, а також та контролювати інфляцію. За інформацією НБУ, фіксація офіційного курсу гривні себе виправдала: річна інфляція в червні могла б становити не 21,5%, а 30%. Водночас інфляція залишалася високою – на рівні 26,5% за 10 місяців поточного року через наслідки повномасштабної війни проти України, серед яких порушення ланцюгів постачання, руйнування

виробництв, скорочення пропозиції товарів та послуг, збільшення виробничих витрат бізнесу, дефіцит електроенергії.

Зростання інфляції протягом поточного року зумовлювалося не тільки девальвацією гривні та зростанням цін на споживчі товари, але й зростанням грошової пропозиції з боку НБУ, який повинен купувати державні цінні папери (воєнні облігації) на первинному ринку в Міністерства фінансів України. Це вимушений захід, так як економіка країни значно скоротилася і надходження до державного бюджету у вигляді податків так само скоротилися. За прогнозами Світового банку на кінець 2022 р. ВВП знизиться на 35%. Інформація, наведена у таблиці 5 засвідчує, що портфель цінних паперів уряду за 9 місяців 2022 р. збільшився у два рази – темп приросту складає 105,5%, а темп приросту грошової маси за цей період складав 11,6% [9]. Зниження тиску грошової пропозиції від НБУ здійснюється через проведення операцій з депозитними сертифікатами. За вказаний період темп приросту даних операцій складав 21% (табл. 4).

Таблиця 4

**Окремі показники консолідованого звіту НБУ за 2021–2022 рр.
(млн. грн.)**

| Активи | | | | Пасиви | | | |
|----------------|----------------|----------------|--------------------|--------------------------------------|----------------|----------------|--------------------|
| Стаття | На 31.12. 2021 | На 30.09. 2022 | Темпи приросту (%) | Стаття | На 31.12. 2021 | На 30.09. 2022 | Темпи приросту (%) |
| ЗВР | 864877 | 896484 | 3,7* | Банкноти та монети в обігу | 627819 | 677059 | 7,8 |
| ЦП України | 323943 | 665824 | 105,5 | Кошти банків | 57136 | 88498 | 54,9 |
| Кредити банкам | 99861 | 68792 | -31,1 | Депозитні сертифікати, емітовані НБУ | 212926 | 257720 | 21% |

Джерело: складено і розраховано за даними [12; 13]

Поряд з значним падінням ВВП – за 10 місяців поточного року на 30%, спостерігалось також суттєве скорочення експортно-імпоротної діяльності України. Зокрема, за той же період профіцит поточного рахунку становив всього 7,8 млрд. дол. Експорт товарів зменшився на 38,7%, їх імпорт скоротився на 22,7%.

Повернення до режиму фіксованого валютного курсу є тимчасовим заходом. У міру відновлення здатності валютного ринку до ринкового

збалансування НБУ почне послаблювати валютні та капітальні обмеження і поступово повернеться до режиму вільного плавання курсу гривні. Важлива передумова для цього – відчутне зростання обсягів пропозиції валюти, зокрема з боку експортерів в умовах пожвавлення виробництва та відновлення транспортної логістики. Поступова відмова від фіксованого курсу та послаблення обмежень дадуть змогу уникнути накопичення значних макроекономічних дисбалансів. Зниження невизначеності та посилення дієвості каналів монетарної трансмісії дозволять НБУ повернутися до традиційного режиму ІТ. НБУ відновить прогностичний цикл та повернеться до застосування ключової ставки як основного монетарного інструменту для зниження інфляції до цілі НБУ 5% та утримання під контролем інфляційних очікувань.

Щодо зростання національної економіки України після закінчення війни, у прийнятому Держбюджеті на 2022 р. реальний ВВП повинен зрости на 3,2%. Зростанню та подальшому розвитку сприятимуть кредити та грантові надходження від іноземних партнерів, виплата репарацій країною-агресором, розвиток перспективних галузей, таких як інформаційні технології, а також військово-промисловий комплекс.

Висновки

В цілому, можна зробити висновок, що режим валютного курсу сприяє або, навпаки, перешкоджає досягненню деяких найважливіших цілей макроекономічної політики та розвитку національної економіки. Тому вибір режиму валютного курсу має бути скоординований як з цілями, які ставить перед собою країна, так і з можливістю використання інших інструментів макроекономічної політики.

Кожний з двох полярних режимів валютного курсу має свої особливі переваги. Перевага гнучких режимів валютного курсу полягає в тому, що вони дозволяють подолати обмеження, що накладаються трилемою монетарної політики і як би розв'язують руки центральному банку при проведенні цілеспрямованої грошово-кредитної політики. При цьому, однак, у фіскальній політиці виникають неприємні макроекономічні наслідки, що знижують її ефективність.

Перевагою режиму фіксованого валютного курсу є можливість його використання у якості “номінального якоря” для боротьби з інфляцією, і його запроваджують з метою проведення макроекономічної стабілізації. Однак для ефективного функціонування та реалізації даного режиму потрібні суттєві ЗВР.

В Україні у різні часові періоди використовувалися різні режими валютного курсу – від фіксованого, регульованого і до плаваючого. Проведений аналіз впливу режимів валютного курсу гривні на основні показники економічного розвитку доводить, що за умов макро-

економічної стабілізації відбувалося зростання ВВП, знижувався рівень інфляції, покращувалося сальдо рахунку поточних операцій платіжного балансу України та підвищувався рівень життя населення, досягалась макрофінасова стабільність.

Відкритість вітчизняної економіки та режим регульованого валютного курсу, який не завжди був адекватним економічним умовам (завищений курс) сформували умови для існування високої залежності впливів зовнішніх шоків у вигляді криз різного характеру походження на внутрішній ринок України, наслідками яких ставало стрімке знецінення курсу національної грошової одиниці.

Девальвація гривні відбувалася певними хвилями і мала різновекторний вплив на основні показники розвитку національної економіки. Якщо ВВП та рівень життя населення мали тенденцію до зниження, а інфляція – до зростання, то практично у всіх випадках спостерігалось покращення сальдо рахунку поточних операцій.

Війна в Україні спонукала НБУ відмовитися від контролю за показником інфляції та повернутися до режиму фіксованого номінального валютного курсу гривні. В цілому, це дозволило стримати розкручування інфляції та призупинити більш суттєве падіння економіки, встановити певну рівновагу на валютному ринку, досягти тривкої макроекономічної стабілізації. Однак, при відбудові вітчизняної економіки після закінчення воєнних дій, особливу увагу необхідно сконцентрувати, а інвестиції – спрямувати у розвиток тих високо-технологічних галузей, які вироблятимуть продукцію з високим обсягом доданої вартості.

Список використаних джерел:

1. Береславська О.І. Девальваційні шоки та їх наслідки для економіки України. *Економіка і прогнозування*. 2015. № 4. С. 29–41.
2. Ribeiro R., McCombie J., Lima G.O. A reconciliation proposal of demand-driven growth models in open economies. *Journal of Economic Studies*. 2015. Vol. 44. Iss. 2. P. 226–244. URL: http://www.repec.eae.fea.usp.br/documentos/Ribeiro_McCombie_Lima_01WP.pdf.
3. Alexander S.S. Effects of a deviation on the trade balance. *International Monetary Fund Staff Papers*. 1952. Vol. 2. P. 263–278. URL: [https://www.scirp.org/\(S\(lz5mqp453edsnp55rrgjt55\)\)/reference/referencespapers.aspx?referenceid=3098619](https://www.scirp.org/(S(lz5mqp453edsnp55rrgjt55))/reference/referencespapers.aspx?referenceid=3098619).
4. Козюк В. Монетарна політика в глобальних умовах: монографія. Тернопіль. Підручники і посібники. 2007. 512 с.
5. Кейнс Дж.М. Трактат про грошову реформу. Загальна теорія зайнятості, процента та грошей : реферат- дайджест / референт-уклад. В.М. Феценко.; Київ: Асоціація українських банків, 1999. 189 с. (Вершини економічної думки)
6. Офіційний сайт Національного банку України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-external>.
7. Мінфін – все про фінанси. URL: <https://index.minfin.com.ua/ua/economy/gdp>.
8. Шац Х.Дж., Тарр Д.Г. Завышение курса национальной валюты и торговый протекционизм: уроки опыта. 2004. URL: <http://siteresources.worldbank.org/INTRA->

NETTRADE/Resources/Topics/Accession/438734-1109706732431ProblemsofExchangera teOvervaluation_Rus.doc.

9. Офіційний сайт Світового банку в Україні. URL: <https://data.worldbank.org/country/ukraine?locale=uk>.

10. Державний комітет статистики України. URL: <https://ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2005/vvp/vvpric/vvpu.htm>.

11. Дорожня карта Національного банку України з переходу до інфляційного таргетування (ІТ). URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/dorojnya-karta-natsionalnogo-banku-z-perehodu-do-inflyatsiynogo-targetuvannya>.

12. Проміжна скорочена консолідована звітність за період, що закінчився 30 вересня 2022 р. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/promijna-skorochena-konsolidovana-finanova-zvitnist-natsionalnogo-banku-ukrayini-za-period-scho-zakinchiv-sya-30-veresnya-2022-roku>.

13. Річний звіт НБУ за 2021 рік URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/richniy-zvit-natsionalnogo-banku-ukrayini-za-2021-rik>.

References:

1. Bereslavsjska O.I. (2015) Devaljvacijni shoky ta jikh naslidky dlja ekonomiky Ukrajinjy [Devaluation shocks and their consequences for the economy of Ukraine]. *Economics and forecasting*, no. 4, pp. 29–41.

2. Ribeiro R., McCombie J., Lima G.Ò. (2017) A reconciliation proposal of demand-driven growth models in open economies. *Journal of Economic Studies*, vol. 44, iss. 2, pp. 226–244. Available at: http://www.repec.eae.fea.usp.br/documentos/Ribeiro_McCombie_Lima_01WP.pdf (accessed 24 November 2022).

3. Alexander S.S. (1952) Effects of a deviation on the trade balance. *International Monetary Fund Staff Papers*, vol. 2, pp. 263–278. Available at: [https://www.scirp.org/\(S\(lz5mqp453edsnp55rrgjt55\)\)/reference/referencespapers.aspx?referenceid=3098619](https://www.scirp.org/(S(lz5mqp453edsnp55rrgjt55))/reference/referencespapers.aspx?referenceid=3098619) (accessed 16 November 2022).

4. Kozjuk V. (2007) *Monetarna polityka v globaljnykh umovakh* [Monetary policy in global conditions]. Ternopil: Pidruchnyky i posibnyky. (in Ukraine).

5. Kejns Dzh.M. (1999) *Traktat pro ghroshovu reformu. Zagaljna teorija zajnjatosti, procenta ta ghroshej* [Treatise on monetary reform. The general theory of employment, interest and money]. Kyiv: Asociacija ukrajinsjkykh bankiv. (in Ukraine).

6. *Oficijnyj sajt Nacionaljnogho banku Ukrajinjy* [Official website of the National Bank of Ukraine]. Available at: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-external> (accessed 2 December 2022).

7. *Minfin – vse pro finansy* [The Ministry of Finance is all about finances]. Available at: <https://index.minfin.com.ua/ua/economy/gdp/> (accessed 2 December 2022).

8. Shats Kh., Tarr D.G. (2004) *Zavyzhenie kursa natsijnalnoy valyuty i togovyy proteksionizm: uroki opyta* [Overvaluation of the national currency and trade protectionism: lessons from experience]. Available at: <http://siteresources.worldbank.org/INTRANET-TRADE/Resources/Topics/Accession/438734-1109706732431/> (accessed 6 December 2022).

9. *Oficijnyj sajt Svitovogho banku v Ukrajinjy* [The official website of the World Bank in Ukraine]. Available at: <https://data.worldbank.org/country/ukraine?locale=uk> (accessed 7 December 2022).

10. *Derzhavnyj komitet statystyky Ukrajinjy* [State Statistics Committee of Ukraine]. Available at: https://ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2005/vvp/vvp_ric/vvp_u.htm (accessed 7 December 2022).

11. Dorozhnja karta Nacionaljnogho banku Ukrajinj z perehodu do infljacijnogho targhetuvannja (IT) [Roadmap of the National Bank of Ukraine for the transition to inflation targeting (IT)]. Available at: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/dorojnya-karta-natsionalnogo-banku-z-perehodu-do-inflyatsijnogo-targetuvannja> (accessed 8 December 2022).

12. Promizhna skorochena konsolidovana zvitnistj za period, shho zakinchivsja 30 veresnja 2022 r. [Interim condensed consolidated financial statements for the period ended September 30, 2022]. Available at: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/promijna-skorochena-konsolidovana-finansova-zvitnist-natsionalnogo-banku-ukrayini-za-periodscho-zakinchivsya-30-veresnya-2022-roku> (accessed 9 December 2022).

13. Richnyj zvit NBU za 2021 rik [Annual report of the NBU for 2021]. Available at: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/richnij-zvit-natsionalnogo-banku-ukrayini-za-2021-rik> (accessed 9 December 2022).