

*М. І. Макаренко,
д. е. н., професор, завідувач кафедри міжнародної економіки,
ДВНЗ «Українська академія банківської справи Національного банку України», м. Суми
Т. О. Маринич,
асистент кафедри моделювання складних систем, Сумський державний університет, м.
Суми*

ОСОБЛИВОСТІ РЕАЛІЗАЦІЇ МЕХАНІЗМУ ВАЛЮТНОЇ ПОЛІТИКИ НБУ В УМОВАХ ФІНАНСОВОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ

*М. І. Makarenko,
doctor of economics, professor, head of the International economics' department,
Ukrainian academy of banking of the National bank of Ukraine, Sumy
Т. О. Marynych,
assistant lecturer, Sumy State University, Sumy*

FEATURES OF THE CURRENCY POLICY MECHANISM OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE UNDER FINANCIAL INSTABILITY

В статті представлено підходи до аналізу механізму реалізації валютної політики НБУ в умовах посилення фінансових дисбалансів в Україні та світі. Розглянуто та проаналізовано основні напрями виявлення та попередження валютної кризи.

The paper deals with approaches to analyze the currency policy mechanism of the National bank of Ukraine. Main directions to identify and prevent the foreign exchange crisis are considered.

Ключові слова: валютна політика, фінансова стабільність, валютний курс, валютна криза, золотовалютні резерви, монетарний режим.

Keywords: currency policy, financial stability, foreign exchange rate, currency crisis, international reserves, monetary regime.

Постановка проблеми. В умовах зростання фінансових дисбалансів в Україні та світі значну роль у забезпеченні фінансової стабільності економіки відіграють механізми валютної політики. Проблематичність, істотність впливу на економічні процеси, а також специфічність методів та інструментів реалізації пояснюють її відокремлення від грошово-кредитної політики в країнах з ринками, що формуються. Зростаючі виклики фінансової глобалізації, розповсюдження фінансово-економічних криз у світі та їх негативні наслідки для економіки переносять акцент у діяльності центрального банку на підтримку стабільного функціонування та розвитку фінансової системи, необхідних для реалізації макроекономічних цілей та структурних перетворень в цих країнах. Це вимагає пошуку механізмів взаємодії валютної, грошово-кредитної та макропруденційної політики центрального банку в контексті забезпечення фінансової стабільності економіки України.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Вагомий внесок у дослідження проблем фінансової та валютної стабільності, їх регулювання засобами валютної політики зробили зарубіжні економісти: А. Деміргук-Кунт (А. Demirguc-Kunt), Е. Детражіаچه (Е. Detragiache), С. Дробишевський, М. Єршов, Б. Ейхенгрін (В. Eichengreen), М. Обстфельд (М. Obstfeld), К. Рейнхарт (С. Reinhart), К. Рогофф (К. Rogoff), А. Роуз (А. Rose), Н. Рубіні (N. Roubini), П. Трунін та інші. Вивченню механізмів та ефективності реалізації валютної політики присвячено чимало робіт вітчизняних науковців. Серед них: О. Барановський, Я. Белінська, О. Береславська, А. Гальчинський, В. Геєць, О. Дзюблюк, Ф. Журавка, С. Кораблін, В. Міщенко, О. Петрик, В. Стельмах, Т. Унковська, В. Шевчук, Т. Шемет та інші. Незважаючи на наявність суттєвого вітчизняного та міжнародного наукового доробку у дослідженні валютної політики, на сьогодні немає комплексного та формалізованого бачення з приводу місця валютної політики в системі забезпечення

фінансової стабільності економіки в умовах трансформації монетарних режимів, пошук надійних моделей прогнозування, оцінювання та попередження валютної кризи.

Метою статті є дослідження викликів та завдань валютної політики НБУ в умовах загострення кризових процесів в Україні та світі, а також розбудова механізму їх реалізації.

Виклад основного матеріалу. Механізм реалізації валютної політики представляє систему елементів, форм та інструментів, які використовуються суб'єктами валютної політики з метою впливу на валютний ринок країни.

Основні форми валютної політики включають:

1) валютно-курсову політику, яка має на меті регулювання валютного курсу відповідно до встановленого режиму валютного курсу та монетарного режиму;

2) політику управління золотовалютними резервами, основною задачею якої є забезпечення стабільності на валютному ринку та міжнародної валютної ліквідності;

3) політику регулювання платіжного балансу, яка шляхом підтримки активного сальдо платіжного балансу має забезпечувати зовнішньоекономічну рівновагу країни.

Загальноприйнятими елементами реалізації валютної політики (рис. 1) є валютний контроль та валютне регулювання. Деякі автори включають до їх складу міжнародне валютне співробітництво та участь у міжнародних фінансових організаціях [1, р. 471]. На нашу думку, до них слід додати прогнозування валютного курсу, яке формує основу валютної політики при плаваючому режимі обмінного курсу; визначення причинно-наслідкових зв'язків між заходами валютної політики та фінансовою стабільністю; планування як визначення ключових орієнтирів валютної політики. Ще одним важливим елементом є комплексне забезпечення, що складається з нормативно-правових актів, методичних розробок, інформаційної та програмно-технічної підтримки, а також відповідного розвитку інфраструктури.

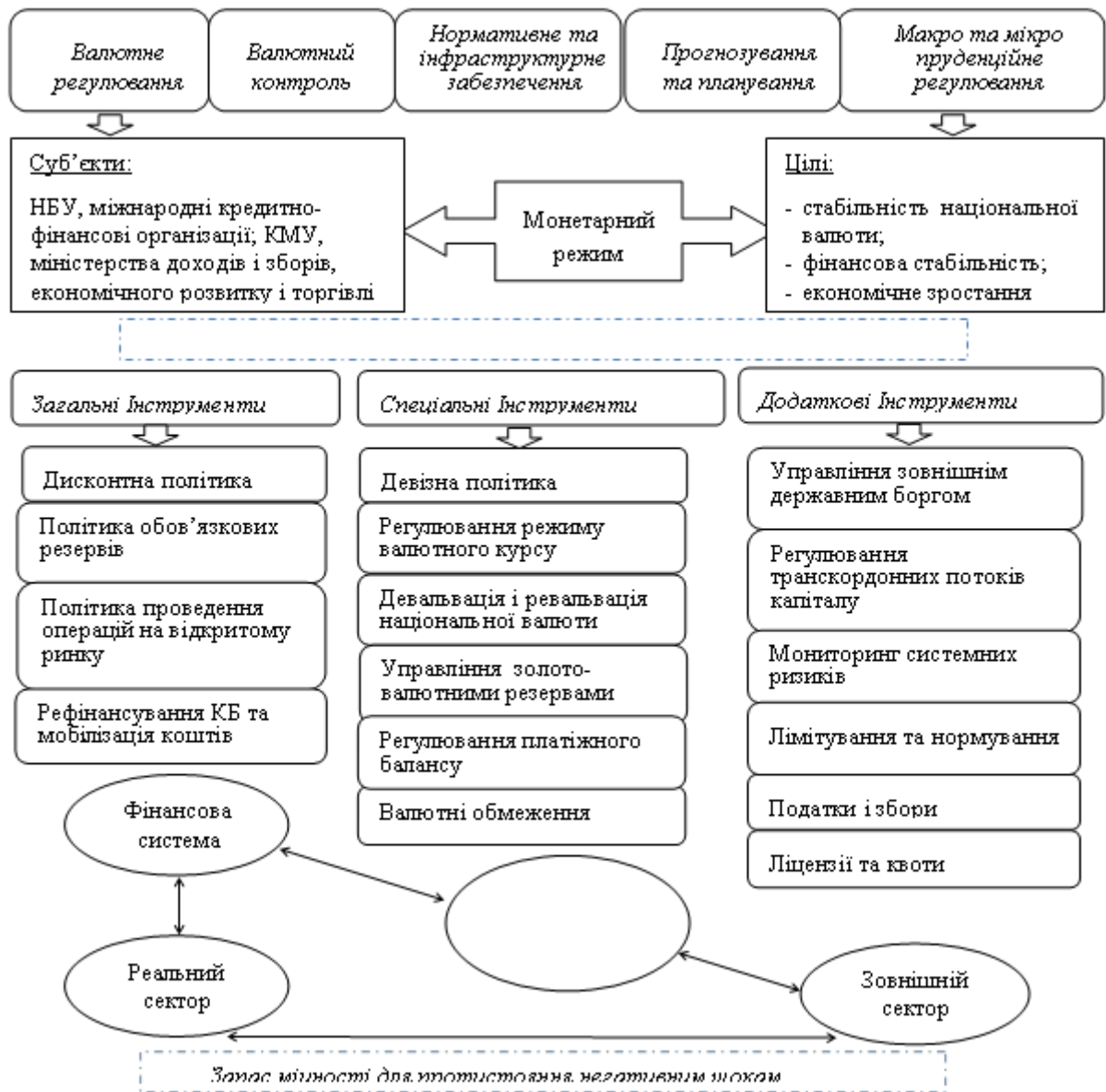


Рисунок 1. Механізм реалізації валютної політики

Головним суб'єктом здійснення валютної політики в Україні є Національний банк України. В умовах зростання фінансових дисбалансів у світі змінюються підходи до визначення пріоритетності цілей та інструментів їх досягнення (див. рис. 1). На наш погляд, пріоритетним завданням валютної політики НБУ є забезпечення фінансової стабільності економіки, яка включає стабільність національної валюти, та виступає необхідною умовою для стійкого розвитку економіки. Досвід багатьох країн вказує на необхідність створення наглядового органу при НБУ або запровадження двох окремих органів регулювання та нагляду за фінансовою системою. В цьому процесі валютне регулювання тісно переплітається із макро та мікропруденційними інструментами, покликаними мінімізувати валютні ризики банківських установ, збільшуючи їх стійкість, та протидіяти виникненню валютної кризи чи інших проявів системних ризиків.

Ефективність механізму валютної політики істотно залежить від обраної монетарної стратегії. Сучасні виклики зумовлюють зміни існуючих монетарних моделей по всьому світі. Перехід до режиму інфляційного таргетування в Україні ускладнюється як високим рівнем бюджетного дефіциту, нерозвинутістю процентного каналу монетарної трансмісії, так і відсутністю незалежності центрального банку та гнучкості валютного курсу. Значна доларизація та боргове навантаження економіки, негативне сальдо зовнішньої торгівлі підвищують фінансову вразливість країни. Тому, на наш погляд, при зміні монетарного устрою в Україні дуже важливо враховувати в цільовій функції центрального банку окрім показників інфляції та економічного зростання, ще й валютний курс, залишаючи інфляційний пріоритет.

Функція реакції представляє певну залежність інструментальної змінної від значень цільових показників. Базове правило класичного інфляційного таргетування, що визначає залежність основного інструменту монетарної політики – короткострокової номінальної відсоткової ставки від її реального значення, відхилення поточного значення темпу інфляції і ВВП від їхніх цільових значень, було запропоновано Дж. Тейлором у 1993 р. [2]. Цільова функція гібридного правила «відкритої економіки» доповнює цілі монетарної політики обмінним курсом, зменшення волатильності якого повинно узгоджуватися із довгостроковою інфляційною стратегією ЦБ. Використання такого підходу на практиці вимагає збільшення волатильності валютного курсу та підвищення ефективності трансмісійної дії процентного каналу. Наразі можливості впливу процентних інструментів НБУ на вартість міжбанківських позик, кредитів для реального сектору економіки та інші макроекономічні змінні (інфляцію, ВВП та валютний курс) є обмеженими. Серед причин – непрозора політика рефінансування центральним банком комерційних банків, невідповідність між ставками рефінансування та мобілізації коштів, а також відсутність зв'язку між ставками міжбанківського кредитного ринку та обліковою ставкою. Більшість центральних банків розвинутих країн використовують правило «процентного коридору», яке передбачає орієнтування процентної політики на ринкову ставку (процентну ставку овернайт на міжбанківському ринку). Застосування цього правила дозволило б зменшити волатильність короткострокових ставок на міжбанківському кредитному ринку та покращити ліквідність банківської системи.

Ефективна зміна режиму курсоутворення в Україні (від фіксованого до керованого плавання) потребує виконання наступних технічних передумов:

- проведення комунікаційної політики з метою інформування населення щодо напрямів і цілей монетарної політики. Це підвищить довіру до політики НБУ, сприятиме зниженню інфляційних очікувань і рівня доларизації;
- розвиток ринку хеджування валютних ризиків;
- зниження тиску короткострокового спекулятивного капіталу на обмінний курс гривні. Перехід до гнучкого режиму валютного курсу доцільно проводити за наявності ревальваційної динаміки;
- спрямування бюджетної політики, що проводиться урядом, на стимулювання виробництва за умови дотримання бездефіцитності;
- стабільна політична ситуація;
- зняття адміністративних обмежень щодо здійснення валютних операцій, натомість створення економічних стимулів для дедоларизації та залучення внутрішніх валютних ресурсів в економіку.

Оскільки в сучасних умовах механізм реалізації валютної політики направлений на підтримання фінансової стабільності, він має базуватися на керованості реального валютного курсу та здатності протистояти зовнішнім та внутрішнім шокам. Цей критерій, на нашу думку, є ключовим у оцінюванні результативності валютної політики НБУ з точки зору впливу на фінансову стабільність економіки.

Для цього на першому етапі пропонується визначити керованість реального валютного курсу гривні до долара США (розраховується як добуток середньозваженого міжбанківського курсу UAH/USD та співвідношення рівнів інфляції в США та Україні) в контексті спроможності зберігати параметри у чітко визначених межах протягом тривалого часу. З цією метою використано відповідний критерій керованості – знаходження реального обмінного курсу в межах одного стандартного відхилення від свого трендового значення (рис. 2). Коридор коливань валютного курсу визначено з урахуванням граничних відхилень, передбачених у Методиці розрахунку економічної безпеки України [3]. Хоча реальний курс знаходиться в межах допустимого коридору, показник відношення золотовалютних резервів до грошової бази (рис. 2) вказує на зменшення ступеню забезпеченості національної валюти.

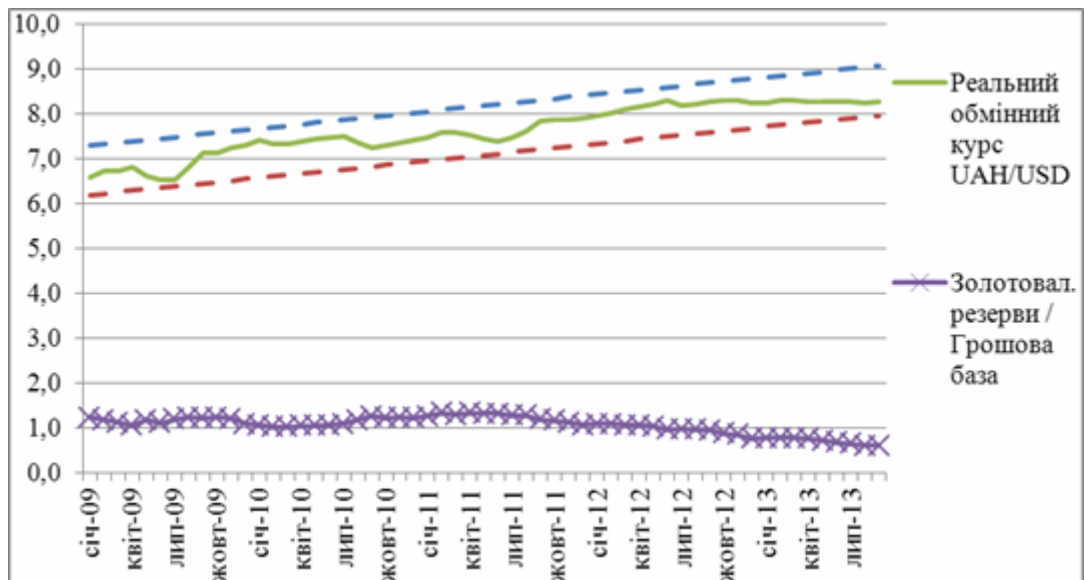


Рисунок 2. Динаміка реального курсу гривні до долара США та коридору його відхилень

Емпіричне підтвердження керованості валютного курсу у 2010-2013 рр. засвідчує проведення НБУ політики «міцної» гривні. Така направленість стимулює перехід від сировинної експортної орієнтації економіки до розвитку технологічного конкурентного експортного сектору. Суттєвим фактором, що впливає на визначення ефективності підтримання стабільності валютного курсу, є ступінь втручання НБУ у цей процес. Для цього оцінюємо активність валютних інтервенцій (частка в загальному обсязі міжбанківського валютного ринку) та їх вплив на динаміку золотовалютних резервів країни. Від'ємні значення показників у табл. 1 вказують на негативне сальдо інтервенцій внаслідок перевищення операцій з продажу іноземної валюти над її купівлею [4]. Як видно з табл. 1, якщо у 2005 р. інтервенції НБУ сприяли поповненню золотовалютних резервів, то починаючи з 2008 р., ця тенденція змінилася на протилежну. Хоча частка валютних інтервенцій в обсязі міжбанківського валютного ринку з 2010 р. є незначною, вважати керованим обмінний курс при стрімкому падінні золотовалютних резервів не можна.

Таблиця 1. Сальдо інтервенцій НБУ по відношенню до обсягу валютного ринку та золотовалютних резервів

Показники / Рік	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	9 міс. 2013
інтервенції % операцій на МВРУ	11,4	0,9	5,1	-1,9	-7,2	0,7	-1,1	-1,4	-0,3
інтервенції % золото-валютних резервів	53,9	4,1	23,4	-12,3	-39,4	3,8	-11,8	-30,6	-5,1

Підтримання стабільності обмінного курсу не повинно зменшувати запас міцності для протистояння валютній кризі, яка виражається у стрімкому значному послабленні валютного курсу або швидкому істотному скороченні золотовалютних резервів, які супроводжуються (але необов'язково) різким зростанням реальних процентних ставок в національній валюті.

Можна виділити три основні історичні підходи до визначення факторів валютної кризи. Перший підхід базується на моделях *Krugman* (1979), *Flood, Garber* (1984), які фокусуються на золотовалютних резервах країни [5]. Валютну кризу пов'язують з інфляційними наслідками великого бюджетного дефіциту або стрімкого зростання грошових агрегатів. Прискорення інфляції (у порівнянні з торговельними партнерами) на фоні фіксованого валютного курсу веде до подорожчання валюти, зростання дефіциту поточного рахунку та вимивання золотовалютних резервів країни. Це формує негативні очікування суб'єктів ринку щодо зменшення резервів та девальвації національної валюти, які дають поштовх до спекулятивних атак раніше, ніж золотовалютні резерви країни досягнуть критичного рівня. Другий підхід бере початок у працях *Obstfeld* (1994), емпіричним матеріалом яких стали спекулятивні атаки на Європейський Валютний Механізм (ERM) у 1992 р. [5]. Дослідження показало, що спекулятивні атаки на валютному ринку можуть відбутися не зважаючи на бажання та політичні можливості захистити валюту. Розвиток третього підходу пов'язаний з Азійською кризою 1997-98 рр. та зростаючою занепокоєністю через невідповідність фінансових активів та зобов'язань країн за строками та валютами. Сучасні моделі виходять із спостережень, що ряд макроекономічних показників напередодні валютної кризи починають відхилятися від своєї рівноважної траєкторії. При чому девальвація національної валюти не є обов'язковою, посилення тиску на обмінний курс може нейтралізовуватися валютними інтервенціями або підвищенням процентних ставок центрального банку.

Ідентифікація валютної кризи у більшості наукових робіт проводиться за допомогою індексу тиску на валютний ринок (*Exchange Market Pressure Index, EMPI*), який розраховується як середньозважене значення трьох показників: темпу приросту курсу національної валюти за місяць, темпу приросту золотовалютних резервів (зі зворотнім знаком), рівня відсоткової ставки (для України – це процентна ставка міжбанківського кредитного ринку) [6]. Валютна криза визначається подією, коли EMPI перевищив порогові значення, яке визначається як середнє арифметичне значення індексу плюс 1,5 – 2 його стандартних відхилення.

Динаміка індексу EMPI в Україні представлена на двох відносно стабільних інтервалах часу (рис. 3 та рис. 4) через різкий стрибок у значеннях його складових внаслідок кризових явищ 2008 р.. У період з січня 2005 р. по вересень 2008 р. критична позначка у 1,5 стандартних відхилення була перетнута наприкінці 2005 р. та у 2008 р. (рис. 3), чому сприяло істотне підвищення процентних ставок на міжбанківському кредитному ринку. На початку 2009 р. усі три складові індексу зробили внесок у перевищення EMPI критичної позначки: девальвація курсу гривні, зменшення золотовалютних резервів та зростання відсоткових ставок (рис. 4). Надалі схожі тенденції відбувалися наприкінці кожного наступного року, але з більшою амплітудою, що пояснюється, передусім, збільшенням попиту на валютні ресурси для погашення зовнішнього боргу країни та, відповідно, зменшенням золотовалютних резервів НБУ.

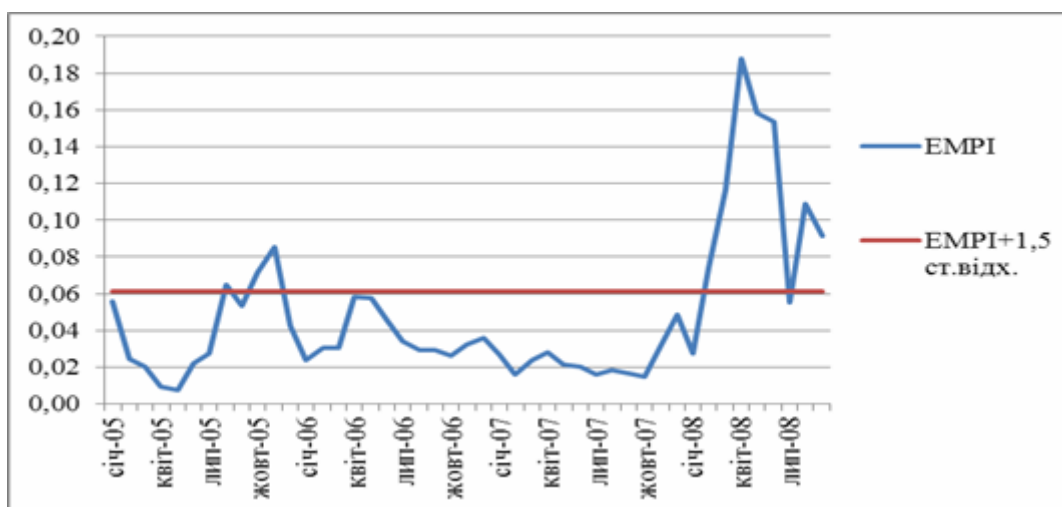


Рисунок 3. Динаміка індексу тиску на валютний ринок у 2005-2008 рр.

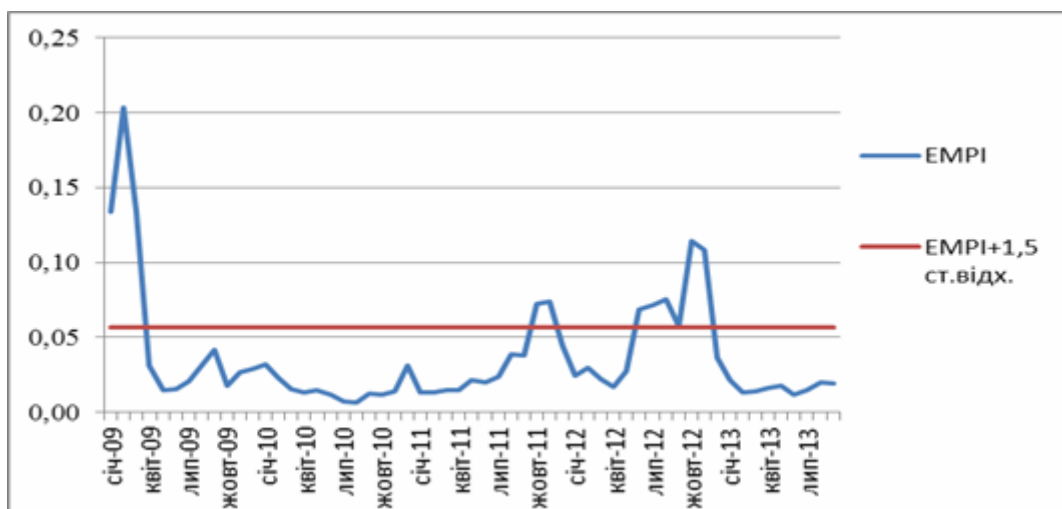


Рисунок 4. Динаміка індексу тиску на валютний ринок у 2009-2013 рр.

Джерело: власні розрахунки на підставі [4].

Показник золотовалютних резервів набуває особливої актуальності для країн із постійним зовнішньоторговельним дефіцитом, обмеженим доступом до міжнародних фінансових ринків або значним короткостроковим зовнішнім боргом, до яких відноситься і Україна. Виконуючи страхову функцію для державних фінансів і національної економіки в цілому, вони виступають одним з критеріїв економічної безпеки держави та, одночасно, механізмом, який її забезпечує. Зниження обсягу резервів погіршує інвестиційну привабливість країни та провокує відтік іноземних інвестицій. Дослідження проблеми

адекватності золотовалютних резервів [7] підтвердило їх недостатній рівень та поставило питання щодо можливостей їх збільшення.

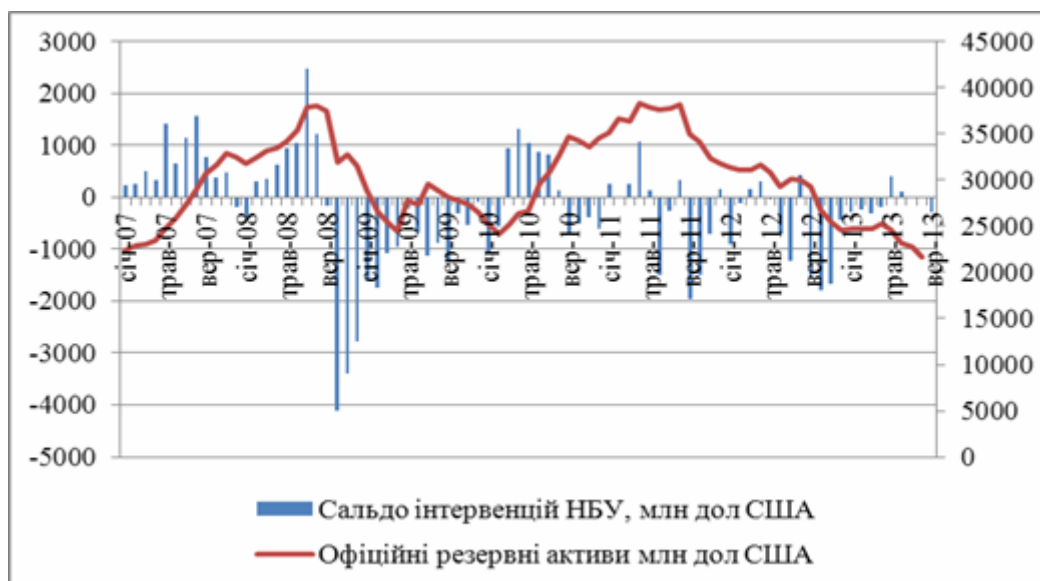


Рисунок 5. Динаміка міжнародних резервів та валютних інтервенцій НБУ в 2007–2013 рр.

Найбільш логічним способом є отримання кредиту МВФ, який видає кредити державам виключно з метою поповнення золотовалютних резервів під самі низькі відсоткові ставки у світі. Вперше Україна отримала кредит МВФ у 1999 р. після кризи 1998 р. та повернула його у 2004 р. Вдруге, у 2008-2009 рр. було отримано 13 млрд. доларів США, з яких станом на кінець листопада 2013р. погашено 9 млрд. дол. США. Наразі Україна обговорює з фондом можливість отримання 15 млрд. дол. США. Якщо вимоги МВФ щодо посилення гнучкості обмінного курсу НБУ поступово намагається реалізувати, то підвищувати тарифи на газ та опалення, заморожувати пенсії і заробітну плату бюджетникам український уряд не береться, що заводить перемовини у глухий кут.

Другим варіантом виступає купівля НБУ готівкової іноземної валюти у населення або її залучення через випуск казначейських зобов'язань. За оцінками експертів на руках у населення України знаходиться близько 87 млрд. доларів США [8]. Отримання цього ресурсу дозволило б НБУ вирішити одразу декілька проблем: збільшити золотовалютні резерви, зменшити доларизацію та покращити сальдо платіжного балансу. На практиці заохотити українців продавати свої валютні заощадження заважають значні девальваційні очікування та нестабільність в країні. В умовах значного підвищення попиту на іноземну валюту та подальшого скорочення золотовалютних резервів можуть бути запроваджені податок на продаж валюти або, навіть, примусова конвертація вкладів в іноземній валюті у гривню. Подібні пропозиції обговорюються економістами вже не перший рік і розглядаються як крайні заходи через негативні наслідки як для банківської системи, так і для економіки в цілому.

Розміщення у 2012 р. через Ощадбанк казначейських зобов'язань в іноземній валюті номінальною вартістю 500 доларів США терміном 24 місяці було успішним. Казначейські зобов'язання серії А на суму 100 млн. дол. США із дохідністю 9,25% річних були реалізовані повністю за півтора місяці. Казначейські зобов'язання серії Б на загальну суму 100 млн. дол. США із дохідністю 8% розміщені повністю лише наприкінці 2013 р. [9]. При зменшенні відсоткових ставок за депозитами в іноземній валюті цей інструмент може стати альтернативою для населення за умови політичної та валютної стабільності, а також проведення роз'яснювальної роботи органами влади.

Третім способом є розміщення ОВДП в іноземній валюті. За 2011-2013 рр. через валютні ОВДП Мінфіном було залучено 11,52 млрд. дол. США, в той час як через облігації зовнішньої державної позики (ОЗДП) – 9,85 млрд. доларів [10]. Термін розміщення – переважно короткостроковий: один – два роки; хоча в 2013 р. деякі випуски ОВДП мали термін три – п'ять років. Введення у 2011 р. даного інструменту дозволило:

- покрити дефіцит державного бюджету;
- перевести валютну ліквідність банківської системи (через обмежене валютне кредитування) в економіку;
- задовольнити попит на іноземну валюту, не витрачаючи золотовалютні резерви;
- нейтралізувати зайву гривневу ліквідність. Компенсація емісійної гривні відповідним випуском валютних ОВДП (що дорівнює в еквіваленті розміру ОВДП в національній валюті) усуває додатковий попит на іноземну валюту [10].

Негативною стороною ОВДП в іноземній валюті є переважно короткостроковий характер розміщення, який вимагає підтримання постійного попиту на облігації. Через скорочення обсягу валютних депозитів (внаслідок збільшення резервування, зменшення процентних ставок за вкладями в іноземній валюті

та підтриманні стабільності курсу національної валюти), зменшення можливостей випуску єврооблігацій державними банками, подальший викуп банківською системою валютних ОВДП стає проблемним. В умовах збільшення дефіциту держбюджету та «Нафтогазу» України емісійне фінансування фіскального розриву та погашення валютних боргів значно збільшує девальваційні ризики та загрожує золотовалютним резервам країни, що підвищує ризики суверенного дефолту.

Четвертим варіантом є розміщення єврооблігацій на міжнародному ринку. Даний інструмент активно застосовувався урядом у 2012 р., коли було розміщено облігацій на суму 5,85 млрд. доларів США. На даний момент можливість розміщення єврооблігацій існує, проте відсоткові ставки через високу ризик-премію країни значно підвищилися.

П'ятим способом поповнення золотовалютних резервів є викуп НБУ іноземної валюти на міжбанківському валютному ринку у разі перевищення експортної виручки над імпортними платежами. У 2002-2004 рр. такий сценарій було реалізовано завдяки низьким цінам на російський газ. В умовах незбалансованості попиту і пропозиції на міжбанківському валютному ринку НБУ, в залежності від стану золотовалютних резервів, зовнішньої кон'юнктури та доступу до міжнародних фінансових ринків, використовує інструменти обов'язкового продажу валютних надходжень та зміни строків розрахунків за операціями з експорту та імпорту. Діючі з 20 листопада 2013 р. правила [11] вимагають проведення обов'язкового 50% продажу не лише валютної виручки експортерів, а усіх надходжень в іноземній валюті 1-ї групи Класифікатора та в російських рублях. Виключення стосуються лише надходжень на користь держави або під державні гарантії; за кредитами, позиками, що залучаються відповідно до міжнародних договорів України та за проектами міжнародної технічної допомоги. За умови значного погіршення ситуації на валютному ринку НБУ може вдатися до 100% обов'язкового продажу валютних надходжень, проте користь від такого заходу є сумнівною, оскільки більшість експортерів використовують валютну виручку для проведення імпорتنих операцій. Стабільне поповнення золотовалютних резервів, без якого Україна не зможе повернути зовнішні та внутрішні валютні борги, потребує досягнення позитивного зовнішньоторговельного сальдо. На даному етапі можливості збільшення експорту є в конкурентоспроможних галузях (продукція сільського господарства та переробки, а також ІТ-технології); металургії, хімічній промисловості та машинобудуванню необхідні енергоефективні технології, які дозволять зменшити собівартість продукції та обсяги критичного імпорту.

Шостий варіант можливий у разі перевищення притоку іноземних інвестицій над їх відтоком. Подібна ситуація в Україні спостерігалася у 2006-2008 рр. як у банківському секторі, так і промисловості. У 2009-2013 рр. негативне сальдо поточного рахунку майже повністю перекривалося профіцитом фінансового рахунку. Проте, для отримання активного сальдо платіжного балансу необхідний значно вищий рівень надходження інвестицій. Наразі великі сподівання покладаються на підписання договору щодо створення зони вільної торгівлі та асоціації з ЄС. Крім того, очікується укладання угоди про співпрацю і торгівлю з Китаєм, яка дозволить залучити інвестиції в авіабудування та ІТ-технології, а також отримати товарні кредити під продукцію АПК.

Сьомим способом є отримання кредиту від Російської федерації. В червні 2010 р. Росія надала Україні через банк ВТБ кредит на суму 2 млрд. дол. США під 6,7% річних терміном на півроку, який було продовжено тричі ще на 1,5 роки. В червні 2012 р. Україна повернула 1 млрд. дол. США та всі нараховані відсотки на повну суму позики і домовилася про погашення решти боргу у червні 2014 р. Продовження співпраці у цьому напрямі носить суто політичний характер та ув'язується із закупівлею газу, що ускладнює можливість поповнення золотовалютних резервів цими коштами.

Серед розглянутих джерел поповнення золотовалютних резервів перевагу мають: у короткостроковій перспективі – кредит МВФ та випуск казначейських зобов'язань в іноземній валюті, у довгостроковому періоді – стимулювання конкурентоспроможного експорту та зовнішніх інвестицій.

Крім адекватності та можливих джерел поповнення актуальним стає питання структури золотовалютних резервів НБУ. Валютні війни, що спалахнули у другій половині 2010 р., та монетарні політики кількісного пом'якшення (*Quantitative Easing, QE*), запроваджені центральними банками розвинутих країн після кризових подій 2007 р., формують значні ризики як для національної валютної системи, так і для економіки України в цілому. Вони стосуються зміни умов доступу на міжнародний фінансовий ринок, втрати вартості золотовалютних резервів країни, підвищення рівня цін всередині країни через імпорту інфляції та погіршення фінансової стійкості економіки.

Прив'язка гривні до мультивалютного кошику може згладити несприятливий вплив коливань зовнішніх ринків та, одночасно, сприяти переходу до плаваючого курсу національної валюти. При такому підході Національний банк буде орієнтуватися на усереднений розрахунковий показник по кошику валют. Якщо, наприклад, долар зміцниться на 5%, а євро послабиться на 5%, середній показник для гривні залишиться незмінним, що не дає підстави для здійснення інтервенцій НБУ. В той же час, прив'язка до кошика валют дозволить коливатися гривні навіть при стабільному доларі США, що сприятиме зменшенню ролі НБУ у підтриманні заданого курсу національної валюти. Для переходу на нові стандарти у курсовій політиці необхідно створити прозору, адекватну вимогам українського ринку схему розрахунку валютного курсу, забезпечити наявність золотовалютних резервів у відповідних валютах та запровадити дієвий механізм таргетування інфляції з метою підтримання фінансової стабільності в країні в разі девальвації національної валюти.

Більшість економістів вважає, що склад кошика валют, до якого має бути прив'язаний курс гривні, залежить від поточного та прогнозованого товарообігу держави, а також від складу золотовалютних резервів країни [173]. Рекомендується включити до кошику всі валюти основних торговельних партнерів України – долар США, євро, юань, російський рубль, польський злотий, турецьку ліру та білоруський рубль. Більша кількість валют, на думку експертів, може ускладнити процеси регулювання, прогнозування та контролю за коливаннями валютного курсу. Обмеження двома чи трьома валютами (в Росії – це долар та євро; в республіці Білорусь – це долар, євро та російський рубль) в умовах валютних та торговельних війн є також недоречним.

Запровадженню мультивалютного кошику мають передувати відповідні заходи по стабілізації економічної ситуації в країні, забезпеченню керовано низького бюджетного дефіциту та дефіциту платіжного балансу, а також формування адекватного обсягу та структури золотовалютних резервів центрального банку. Поспішність у реалізації зазначених змін у валютній політиці може ще більше дестабілізувати економіку, знецінити гривню та збільшити частку тіньових розрахунків. Крім того, для зменшення репутаційних ризиків потрібно змінити комунікаційну політику уряду та НБУ щодо непохитності валютного курсу. Адже населенню, яке орієнтується на курс долара як на показник стабільності української валюти, буде дуже важко перестроїтися.

Висновки і перспективи подальших розвідок. На сучасному етапі механізм реалізації валютної політики НБУ має формуватися з урахування внутрішніх та зовнішніх ризиків та орієнтуватися на підтримання фінансової стабільності та можливості попередити валютну кризу. Ключовими факторами при цьому є забезпечення керованості валютного курсу, низького індексу тиску на валютний курс та достатнього рівня диверсифікованих золотовалютних резервів.

В подальшому, після досягнення фінансової стабілізації в країні, валютна політика має переорієнтуватися на мультивалютну прив'язку та на плаваючий режим курсоутворення. Фактори, що забезпечують можливість такого переходу, включають:

- досягнення цільових показників інфляції при збільшенні волатильності обмінного курсу та прогнозованої динаміки його коливань;
- зменшення валютних інтервенцій НБУ на міжбанківському валютному ринку та підвищення прозорості їх використання;
- зменшення рівня девальваційних та інфляційних очікувань суб'єктів господарювання і населення, збільшення довіри щодо підтримання центральним банком обраного валютного та монетарного режимів;
- зростання ступеня інформаційної відкритості щодо мотивів і заходів у сфері формування та реалізації валютної політики; забезпечення системності, прозорості та передбачуваності у валютному законодавстві;
- підтримання незалежності центрального банку як у формуванні пріоритетної цілі, виборі інструментів її досягнення, так і у відносинах з урядом, які унеможливають участь центрального банку у фінансуванні бюджетного дефіциту;
- зменшення рівня доларизації економіки: зниження попиту на іноземну валюту з боку населення та комерційних банків, усунення валютних дисбалансів в структурі активів і пасивів фінансових установ, запровадження альтернативних інструментів інвестування, залучення іноземної валюти, що знаходиться на руках у населення, в економіку країни;
- пом'якшення валютного контролю та лібералізація валютного ринку з одночасним посиленням пруденційного нагляду за системою управління ризиками комерційних банків; запровадження інструментів для страхування валютних ризиків економічними агентами;
- забезпечення адекватного розміру та диверсифікації золотовалютних резервів, збалансованості платіжного балансу та безпечного рівня зовнішнього боргу країни;
- попередження кризових ситуацій, які характеризуються індексом тиску на валютний ринок (EMPI).

Література.

1. Центральний банк та грошово-кредитна політика : підручник / А. М. Мороз, М. Ф. Пуховкіна. та ін. – К. : КНЕУ, 2005. – 556 с.
2. Roger S. Hybrid Inflation Targeting Regimes / S. Roger, J. Restrepo, C. Garcia // International Monetary Fund. – 2009. [Electronic resource]. – Mode of access: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp09234.pdf>.
3. Методика розрахунку рівня економічної безпеки: Наказ Міністерства економіки України № 60 від 02.03.2007. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.kmu.gov.ua/control/ru/publish> (дата звернення 02.10.2012).
4. Офіційний сайт Національного банку України // [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/Statist/>
5. Isard P. Equilibrium Exchange Rates: Assessment Methodologies / P. Isard // IMF. – 2007. [Electronic resource]. – Mode of access: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2007/wp07296.pdf>.
6. Мониторинг финансовой стабильности в РФ, странах с переходной экономикой и развивающихся странах: монография / П. Трунин, Т. Киблицкая. – М.: ИЭПП, 2010. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.iepp.ru/index.php?option=com_bibiet&Itemid=50&catid=124&.
7. Makarenko M. I. Analysis of the effectiveness of the currency policy as a factor of financial stability in Ukraine / M. I. Makarenko, T. Marynych. – Nauka I Studia. – 2013. – N 19 (87). – p. 94–100.

8. Охрименко О. 6 альтернатив кредиту МВФ для України [Електронний ресурс] / О. Охрименко // FINANCE.UA Про гроші. Режим доступу: www.news.finance.ua/ua/~2/2013/12/03/314101.

9. Офіційний сайт міністерства фінансів України // [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.minfin.gov.ua/>.

10. Паращій О. На порозі дефолту / О. Паращій // Економічна правда. – 2013. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.epravda.com.ua/publications/2013/07/31/387551/>.

11. Про зміну строків розрахунків за операціями з експорту та імпорту товарів і запровадження обов'язкового продажу надходжень в іноземній валюті: постанова Правління НБУ від 14 листопада 2013 р. № 453. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.zakon.rada.gov.ua>. (Дата звернення 30.11.2013).

References.

1. Moroz, A. M. Pukhovkina, M. S. and others (2005), *Centralnyi bank ta groshovo-kredytna polityka* [Central bank and monetary policy], KNEU, Kyiv, Ukraine.

2. Roger, S. (2009), “Hybrid Inflation Targeting Regimes”, *International Monetary Fund* [Online], available at: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp09234.pdf> (Accessed 9 Sept 2013).

3. Ministry of economics of Ukraine (2007), “The methodology of the economic security level estimation”, available at: <http://www.kmu.gov.ua/control/ru/publish> (Accessed 2 Oct 2012).

4. The official site of the National Bank of Ukraine (2013), “Statistics”, available at: <http://www.bank.gov.ua/Statist> (Accessed 2 Dec 2013).

5. Isard, P. (2007), “Equilibrium Exchange Rates: Assessment Methodologies”, *International Monetary Fund* [Online], available at: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2007/wp07296.pdf> (Accessed 5 Nov 2013).

6. Trunin, P. and Kiblitckaja, T. (2010), *Monitoring finansovoj stabilnosti v RF, stranakh s perekhodnoj ekonomikoj i razvivajutshisja stranakh* [Financial stability monitoring in Russian Federation, countries with emerging markets and developing countries], IETP, Moscow, Russia.

7. Makarenko, M. I. and Marynych, T. (2013), “Analysis of the effectiveness of the currency policy as a factor of financial stability in Ukraine”, *Nauka I Studia*, pp. 94 – 100.

8. Okhrymenko, O. (2013), “6 alternatives to IMF loan for Ukraine”, *Finance.UA* [Online], available at: www.news.finance.ua/ua/~2/2013/12/03/314101 (Accessed 3 Dec 2013).

9. The official site of the Ministry of Finance of Ukraine (2013), “T-bills”, available at: <http://www.minfin.gov.ua/> (Accessed 2 Dec 2013).

10. Paratshiy, O. (2013), “On the verge of default”, *Ekonomichna Pravda* [Online], available at: <http://www.epravda.com.ua/publications/2013/07/31/387551> (Accessed 31 Jul 2013).

11. National bank of Ukraine (2013), “On the change in the timing of payments for exports and imports transactions and mandatory sale of foreign exchange earnings”, available at: <http://www.zakon.rada.gov.ua>. (Accessed 30 Nov 2013).

Стаття надійшла до редакції 19.12.2013 р.

Макаренко, М.І. Особливості реалізації механізму валютної політики НБУ в умовах фінансової нестабільності [Текст] / М.І. Макаренко, Т.О. Маринич [Електронний ресурс] // Ефективна економіка. – 2013. – № 12. - Режим доступу:

<http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=2627>