

**Мелих О.Ю.** Валютно-курсова політика та монетарні ефекти її реалізації в Україні / О. Мелих // Актуальні проблеми міжнародних відносин: Збірник наукових праць. – Випуск 77 (Частина 1) – К.: Київський національний університет імені Тараса Шевченка, Інститут міжнародних відносин. – 2008. – С. 211 – 225.

*Мелих Оксана Юріївна*  
аспірант кафедри фінансів  
Тернопільського національного економічного університету  
**Науковий керівник:**  
**д.е.н., професор Луцишин Зоряна Орестівна**

## **ВАЛЮТНО-КУРСОВА ПОЛІТИКА ТА МОНЕТАРНІ ЕФЕКТИ ЇЇ РЕАЛІЗАЦІЇ В УКРАЇНІ**

*The features of influence of course vibrations on monetary indexes are investigation, and in particular standard of prices, amount of money, dollarization of economy. The estimation of domestic practice of realization of exchange rate policy of the state is conducted.*

В умовах поглиблення економічної інтеграції, за якої курс національної грошової одиниці виступає засобом інтернаціоналізації грошових відносин, забезпечує цінове порівняння розвитку структурно-товарних елементів країн, вартісний перерозподіл, та як стверджує Дж. Сорос: "... суттєво впливає на фундаментальні умови розвитку держав", тобто темпи економічного зростання, рівень цін, обсяг грошової маси, стан торговельного балансу та ін., привертає до себе увагу проблема валютно-курсової політики держави, метою якої є досягнення та підтримка обмінного курсу, який сприяє розвитку стабілізаційних процесів у економіці, покращенню сальдо платіжного балансу та підтримці конкурентоспроможності вітчизняних товарів на світових ринках.

У системі державного регулювання економіки виділяють сукупність заходів, які проводяться національним банком у сфері грошового обігу і валютних відносин. Зазвичай виділяють дві форми заходів державного регулювання – дисконтну та девізну валютну політику, які проводяться з метою

впливу на параметри грошового й валютного ринків для досягнення стабільності національної грошової одиниці та оптимального її курсу, щодо валют по відношенню до яких здійснюється котирування.

Найпоширенішою формою реалізації валютно-курсової політики в Україні є девізна політика, яка полягає у регулюванні процесу курсоутворення шляхом купівлі – продажу Національним банком України іноземної валюти, що виконує роль резервного активу. Так, з метою зниження (підвищення) вартості національної грошової одиниці, центральний банк держави проводить валютні інтервенції з купівлі (продажу) іноземної валюти<sup>1</sup>.

Окрім того, варто зазначити, що валютні інтервенції здійснюють вплив на курсову динаміку, як через зміну грошової маси та відсоткових ставок, так і через зміну очікувань економічних агентів.

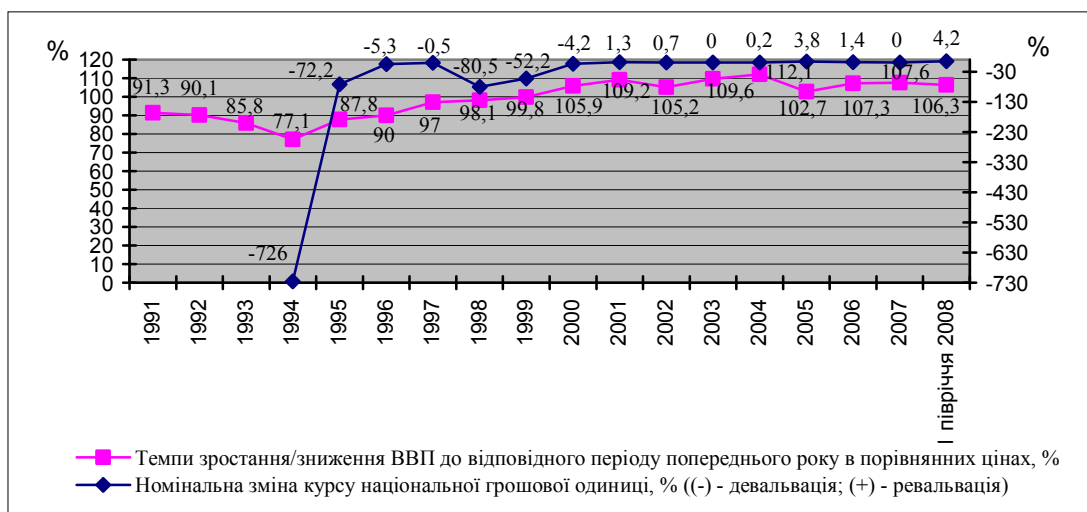
Згідно переконань Яніни Белінської, в умовах дії плаваючого режиму курсоутворення, на відміну від фіксованого, валютна інтервенція виступає короткостроковим інструментом курсової політики, оскільки, як зазначає учена, згідно розрахунків західних економістів, офіційні інтервенції знижують дводенні відхилення обмінного курсу майже на 2/3, тижневі – наполовину, місячні – лише на 8% [1].

В Україні, даний інструмент реалізації курсової політики широкого поширення набув у 1997 році, із запровадженням режиму валютного коридору та використовувався для подолання надмірних флуктуацій обмінного курсу гривні щодо долара США і його підтримки в офіційно встановлених межах.

Підтримуючи курсову стабільність національної грошової одиниці шляхом проведення операцій на валютному ринку, НБУ суттєво впливає на кількість грошової маси в обігу, а у подальшому – і на величину сукупного попиту в економіці та обсяг вітчизняного виробництва (див. рис. 1).

---

<sup>1</sup> Валютна інтервенція, як інструмент реалізації валютно-курсової політики держави, широкого поширення набула у XIX ст. в Росії та Австро – Угорщині, а у XXст., в період економічної кризи 1929 – 1933 рр., застосовувалась центральними банками країн Америки і Європи (США, Канади, Великобританії, Франції, Італії) для створення умов для валютного демпінгу. У рамках Бреттон - Вудської валютної системи, валютна інтервенція систематично проводилась з метою підтримки фіксованих валютних курсів [13].



Джерело: Розроблено та розраховано автором на основі даних розміщених на Інтернет – сторінці Національного банку України - Доступ з: <http://www.bank.gov.ua/Macro/index.htm>;  
[http://www.bank.gov.ua/kurs/last\\_kurs1.htm](http://www.bank.gov.ua/kurs/last_kurs1.htm).

**Рис. 1. Динаміка темпів економічного зростання та змін обмінного курсу національної грошової одиниці відносно дол. США у 1991 – 1 пів. 2008 рр.**

Купівля іноземної валюти, яка проводиться з метою недопущення апреціації курсу вітчизняної грошової одиниці, викликаючи зростання монетарних агрегатів та зниження номінальної, а в подальшому – і реальної процентної ставки, стимулює сукупний попит й у довгостроковій перспективі виступає фактором економічного зростання. В умовах коли реальні процентні ставки знижуються, знижується і альтернативна вартість інвестицій, відповідно кількість прибуткових інвестиційних проектів зростає, і тому виробничий інвестиційний попит підвищується. При зниженні відсоткових ставок, окрім зростання інвестиційних витрат підприємств має місце і зростання приватних споживчих витрат й витрат органів державної влади.

Отже, інтервенції Національного банку України, які спрямовані на усунення ревальваційного потенціалу, зумовлюючи зростання грошової маси, зниження відсоткових ставок, сприяють зростанню внутрішньої абсорбції, в умовах незмінності внутрішніх споживчих цін і цін виробників, та розширенню сукупного випуску продукції.

Зростання грошової маси за рахунок проведення інтервенцій в умовах девальвації національної валюти, незважаючи на вплив капіталів через зниження процентної ставки, супроводжується покращенням торговельного

балансу, зростанням чистого експорту та, як наслідок – зростанням реального обсягу виробництва.

Проведення експансійної грошово-кредитної політики поряд із політикою заниженого курсу національної грошової одиниці, зумовлюючи зниження ставки процента, збільшує курсову вартість цінних паперів, величину багатства їх власників за рахунок приросту капіталу та збільшення поточного споживання і національного продукту [17].

Ревальвація національної грошової одиниці, яка досягається завдяки продажу резервної валюти, окрім стримування інфляційних процесів, сприяючи зниженню витрат на погашення і обслуговування боргових зобов'язань держави, модернізації економіки (за рахунок здешевлення інвестиційного імпорту), підвищенню довіри до національної грошової одиниці, зменшенню витрат виробництва (в частині придбання імпортової сировини і комплектуючих), ліквідації диспропорцій у структурі експорту, розширенню внутрішнього ринку (в результаті посилення конкуренції з імпортом товарів) [19,128], викликає скорочення банківських депозитів, надлишкових резервів та кредитів, а в подальшому скорочення інвестиційних витрат, сукупного попиту й національного виробництва.

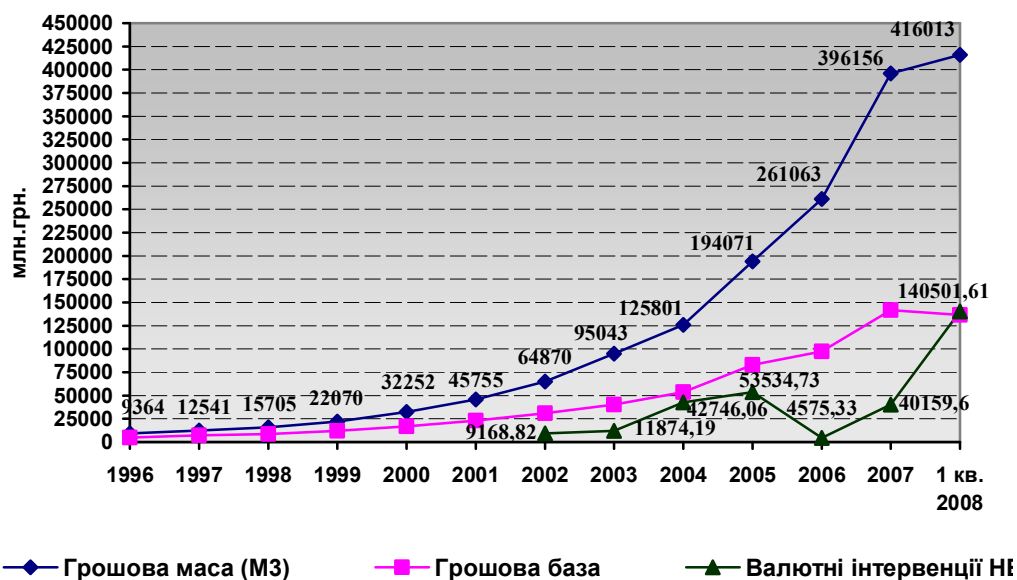
Враховуючи тему дослідження зупинимось більш детально на монетарних ефектах реалізації курсової політики Національного банку України, зокрема її впливі на грошову масу, рівень цін в державі та доларизацію економіки.

В Україні роль валютних інтервенцій, як інструменту зміни грошової маси в обігу посилилась із 2000 року, що було зумовлено запровадженням жорстких умов роботи Міжбанківського валютного ринку після фінансової кризи 1998 – 1999 років, визначенням Національного банку України основним учасником торгів на ньому, запровадженням режиму регульованого плавання. Із другої половини 90 – х років ХХ століття до 2000 року, в умовах проведення рестрикційної грошово-кредитної політики та відсутності монетарного права НБУ здійснювати купівлю – продаж резервної валюти на міжбанку, інтервенції

не виступали визначальним джерелом поповнення грошової маси в обігу, а збільшення монетарних агрегатів проводилось через операції на відкритому ринку.

Як свідчить аналіз рисунку 2, динаміка руху грошових показників збігається з динамікою руху валютних інтервенцій НБУ. Плавні лінії грошових агрегатів свідчать про проведення стерилізованих інтервенцій, які не викликають кількісних змін грошової маси в обігу, а зумовлюють лише структурні зміни часток внутрішніх і зовнішніх активів у портфелях економічних агентів [3].

Згідно досліджень проведених М. Савлуком із 1992 по 2005 рр. через здійснення валютних інтервенцій в грошовий обіг було спрямовано 60,6% грошової маси.



Джерело: Розроблено автором на основі даних розміщених на Інтернет – сторінці Національного банку України - Доступ з: <http://www.bank.gov.ua/Statist/Money/mon.htm>.; [http://www.bank.gov.ua/Fin\\_ryn/Pot\\_tend\\_v/index.htm](http://www.bank.gov.ua/Fin_ryn/Pot_tend_v/index.htm).

**Рис. 2. Динаміка грошових показників та сальдо валютних інтервенцій НБУ у 1996 – 1 кв. 2008 роках**

Емпіричний аналіз дає можливість зробити висновок, що упродовж 2002 – 2004 рр. Національним банком України через купівлю іноземної валюти на валютному ринку в грошовий обіг було направлено 80% грошової маси, і лише

20% приросту грошового агрегату МЗ припадало на рефінансування комерційних банків та проведення операцій на відкритому ринку.

Так, у 2002 році частка інтервенцій НБУ у прирості грошової маси в обігу становила 48% (див. табл. 1).

**Таблиця 1**

**Приріст широких грошей МЗ та частка інтервенцій НБУ у прирості грошової маси в обігу у 2002 – 1 кв. 2008 роках**

Показники	2002	2003		2004		2005		2006		2007		I кв. 2008
		I кв.	II кв.	I кв.	II кв.	I кв.	II кв.	I кв.	II кв.	I кв.	II кв.	
Грошова маса (МЗ) млн. грн.	64870	79034	95043	113971	125801	156339	194071	214136	261063	303016	396156	416013
Приріст грошової маси у млн. грн.	19115	14164	16009	18928	11830	30538	37732	20065	46927	41953	93140	19857
Сальдо інтервенцій НБУ у млн. грн.	9168,8	7247,9	4626,2	15320,9	11745,9	24009,9	29524,8	-7996,6	12572	17190,2	22969,4	140501,61
Частка інтервенцій НБУ у прирості грошової маси в обігу, у %	48	51,2	28,9	80,9	99,3	78,6	78,2	-39,9	26,8	41	24,7	707,6

*Джерело:* Розраховано автором на основі даних розміщених на Інтернет – сторінці Національного банку України - Доступ з: <http://www.bank.gov.ua/Statist/Money/mon.htm>;  
[http://www.bank.gov.ua/Fin\\_ryn/Pot\\_tend\\_v/index.htm](http://www.bank.gov.ua/Fin_ryn/Pot_tend_v/index.htm).

*Примітка:* Сальдо інтервенцій НБУ: “+” - купівля іноземної валюти; “-” - продаж іноземної валюти.

За підсумками першого та другого півріччя 2003 року купівля іноземної валюти Національним банком України на суму 7247,93 та 4626,26 млн. гривень забезпечила зростання грошової маси на 51,2% і 28,9% відповідно (див. табл. 1).

За роки незалежності України найбільшу питому вагу у прирості грошових показників інтервенції становили у 2004 році.

У зв'язку із посиленням політичної нестабільності у другій половині 2004 року викликаній президентськими виборами та зростанням чистого попиту на іноземну готівку і відповідно готівкового курсу долара із 5,29 грн. у серпні до 5,38 грн. у грудні поточного року [10], зумовлених нею, з метою недопущення значного знецінення гривні Національний банк держави здійснював операції з

продажу іноземної валюти у результаті яких сальдо інтервенцій виявилось негативним і становило за листопад – грудень 2004 року (– 1477,5) млн. дол. США (7839,57 млн. грн.), а величина широких грошей МЗ знизилась за даний період на 423 млн. грн. У четвертому кварталі 2004 р., частка інтервенцій НБУ у загальному обсязі приросту грошової маси становила лише 29,9%.

Із скасуванням обов'язкового продажу валютної виручки експортерами у 2005 році, роль валютних інтервенцій, як інструменту грошово-кредитної політики знизилась. За даний період (2005 – 2007 рр.), обсяг купівлі іноземної валюти відповідав 36,3% приросту грошової маси в обігу. У 2006 – 2007 рр. питома вага квартальних інтервенцій у прирості грошового агрегату МЗ коливалась від 44,5% до 6,9%.

Поточна ситуація в національній економіці свідчить, що однією з найактуальніших проблем сьогодення є стрімке зростання споживчих цін та цін виробників. В умовах сімнадцятивідсоткової споживчої інфляції та 23% інфляції цін виробників, яка спостерігалась у 2007 році і їх зростання упродовж трьох місяців із 1 січня 2008 року на 9,4%<sup>2</sup> та 11,9% відповідно<sup>3</sup>, ключовим завданням економічної, і зокрема – грошово-кредитної політики України виступає досягнення цінової стабільності.

Зниження темпів інфляції вимагає, перш за все, виявлення факторів, які впливають на механізм інфляційних процесів, і особливо оцінки впливу курсових коливань на цінову динаміку в державі, та їх подальшої локалізації.

Так, тривалий час у вітчизняній науці превалювали погляди монетаристів (І. Фішера, Я. Френкеля, М. Мусси та ін.), які стверджували, що інфляція є суто грошовим явищем, а динаміка цін визначається зміною кількості грошової маси та швидкості її обігу.

Ще у XVI – XVII ст., у час “революції цін”, іспанські теологи вперше пов'язували зростання цін, із припливом дорогоцінних металів, і зокрема золота та срібла із американського континенту у Європу.

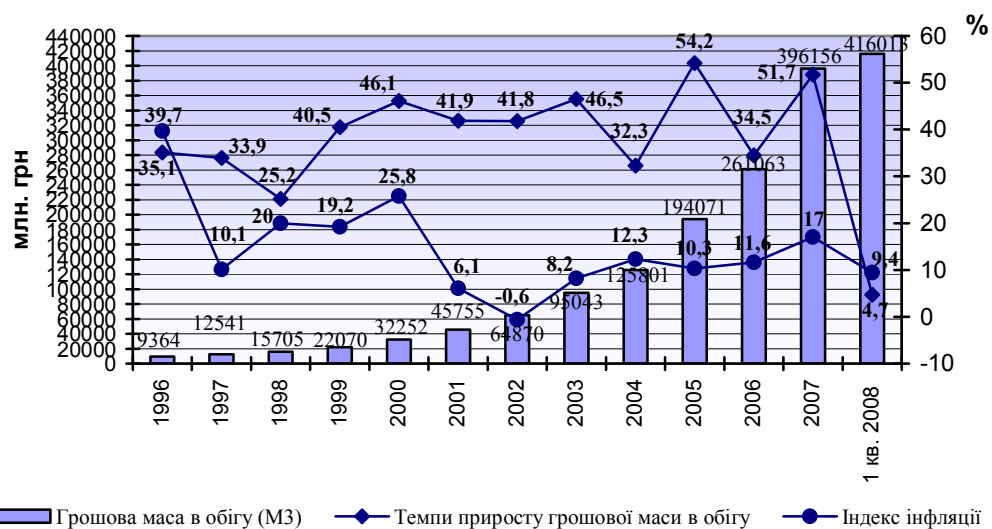
---

<sup>2</sup> Основними засадами грошово-кредитної політики на 2008 рік, схвалених рішенням Ради Національного банку України, передбачено утримання інфляції на рівні 9,6%.

<sup>3</sup> В квітні 2008 року, у річному вимірі споживча інфляція та інфляція цін виробників становили 30,2% та 37,6% відповідно.

У XVIII ст. Д. Рікардо стверджував, що зростання цін на дорогоцінні метали та продукцію вітчизняного виробництва зумовлене надлишковою емісією. Проте, широкого поширення погляди про монетарний характер інфляції набули у 60 – х роках XX століття. На даному етапі економічного розвитку суспільства домінували погляди вчених – дослідників Дж. Сакса та Я. Карнаї, які, як першопричину інфляції розглядали дефіцит державного бюджету, джерелом покриття якого виступала грошова емісія, що зумовлювала зростання грошової маси в обігу та рівня цін у державі [9].

Проте в Україні, з 1996 року стійкий кореляційний зв'язок між інфляцією і темпами приросту грошової маси було втрачено (див. рис. 3).



Джерело: Розроблено та розраховано автором на основі даних розміщених на Інтернет – сторінці Національного банку України - Доступ з: <http://www.bank.gov.ua/Statist/Money/mon.htm>.; [http://www.bank.gov.ua/Publication/Of\\_vydan/index.htm#Бюлетень](http://www.bank.gov.ua/Publication/Of_vydan/index.htm#Бюлетень) Національного банку України.

**Рис. 3. Темпи приросту грошової маси в обігу та рівня цін в Україні у 1996 – 1 кв. 2008 роках**

У 1996 році при 35% темпах приросту грошової маси, рівень інфляції в державі за поточний період становив близько 40%. Попри їх скорочення в Україні спостерігалось подальше зростання цін. Так, зниження темпів приросту грошової маси до 32% у 2004 році, при 47% у 2003 році, супроводжувалось підвищенням темпів приросту індексу споживчих цін з 8,2% до 12,3%. У відповідь на досить високі темпи зростання грошового агрегату МЗ упродовж березня – вересня 2004 року від 3,9% до 7,2% за місяць, інфляція залишалась



низькою, у межах 0,4 – 0,7%, а на різке скорочення грошей в обігу у жовтні (- 3,1%) та листопаді (- 0,8%), економіка відреагувала зростанням цін на 2,2% у жовтні, у листопаді на 1,6%, у грудні на 2,4% [19].

Аналогічна ситуація спостерігалась і в 2006 році (див. рис. 3). В умовах 35% зростання грошової маси, що на 19,2% нижче порівняно з 2005 роком, спостерігалось зростання рівня інфляції із 10,3% до 11,6%. У 2004 – 2005 роках при зростанні грошової маси на 32,3% та 54,2% відповідно, спостерігалось зниження річних темпів інфляції із 12,3% до 10,3% річних.

І у 2007 році, збільшення грошової маси не мало вирішального впливу на формування інфляційної динаміки. По – перше, в структурі випуску грошей в обіг превалював викуп Національним банком України іноземної валюти на міжбанківському ринку, і як наслідок частка емітованих коштів спрямовувалась не на споживчий ринок, а на поповнення оборотних коштів підприємств – експортерів. По – друге, розширення грошової маси відбувалося за умов зростання депозитів фізичних осіб, що відволікало кошти населення від споживчого ринку. По – третє, завдяки активній діяльності банків з кредитування населення значна частка доходів громадян також відволікалась від споживчого ринку [6].

Виходячи із вище проведеного аналізу необхідно зазначити, що на даному етапі економічного розвитку України, грошова пропозиція, одним із основних джерел поповнення якої залишаються інтервенції НБУ, не виступає ключовим чинником інфляційних процесів.

Проте, згідно емпіричних досліджень проведених К. Каріщенком, зростання грошової маси на 1% за рахунок проведення нестерилізованих інтервенцій, зумовлює підвищення темпів інфляції на 0,06%.

Із 1995 року, в Україні однією із першопричин інфляції вважався також бюджетний дефіцит, одним із джерел покриття якого виступала грошова емісія. Згідно досліджень проведених Р. Піонтківським, дефіцит Державного бюджету України упродовж 1995 – 2000 рр. мав статично значущий вплив на зростання цін. Однак, у післякризовий період, попри скорочення дефіциту бюджету, в

українській економіці збереглися доволі високі темпи інфляції, які зазвичай визначались двозначним показником [4,9].

Тому, сьогодні загально визнаним є той факт, що окрім монетарних чинників, рівень інфляції визначають і немонетарні фактори, та зокрема: імпортована інфляція або інфляція витрат (зростання цін на імпортовані товари, і зокрема енергоносії), перевищення темпів підвищення заробітної плати над темпами зростання продуктивності праці (зростання грошових виплат населенню), швидкі темпи зростання попиту, політична нестабільність (урядові кризи, зміни Кабміну), високі інфляційні очікування, зміни стратегічних і тактичних орієнтирів економічної та валютно-курсової політик, відсутність прозорої довгострокової валютної стратегії, і особливо динамічні коливання курсу національної грошової одиниці.

Найтісніший, з точки зору Я. Белінської, зв'язок між цінами і валютним курсом існує: по – перше, через конкурентоспроможність товарів і експортні надходження іноземної валюти, що формують співвідношення попиту і пропозиції на валютному ринку; по – друге, через грошову масу й процентні ставки в економіці; по – третє, через інфляційні очікування, які діють у напрямі девальвації національної грошової одиниці [1].

Згідно теорії “ефекту переносу”, як зазначає О. Береславська [4], курс національної грошової одиниці впливає на рівень цін через зміну: цін на імпортовану продукцію, попиту на товари вітчизняного виробництва, векторної спрямованості прямих іноземних інвестицій.

Так, апреціація (депреціація) курсу вітчизняної валюти зумовлюючи зниження (зростання) цін на імпортовану продукцію призводить до зміни рівня внутрішніх споживчих цін та цін виробників. У той же час, девальвація курсу національної грошової одиниці призводить і до зниження попиту на продукцію, що імпортується та його зростання на товари вітчизняного виробництва, таким чином викликаючи підвищення цін на внутрішньому ринку. У свою чергу, зарубіжні компанії, аби не втрачати ринки збуту продукції при падінні попиту зумовленого девальвацією, переносять свою виробничу діяльність у країну де

спостерігається депреціація курсу, що веде до нагромадження інфляційного потенціалу.

Одна із форм впливу курсу національної грошової одиниці на інфляцію в державі відома під назвою “голландська хвороба”, яка передбачає зростання грошової маси внаслідок масштабного припливу в країну іноземної валюти, як результат значного розширення експорту, стійкого курсу національної валюти в умовах нестабільності валют інших країн [9].

Таким чином, центральний банк здійснюючи валютно-курсову політику, яка полягає у виборі валютного режиму та регулюванні процесу курсоутворення впливає не лише на динамічні коливання обмінного курсу, але й на рівень внутрішніх цін.

Згідно емпіричних досліджень проведених Я. Белінською у періоди кризових потрясінь темпи знецінення національної валюти перевищують темпи зростання цін у країні, але потім починається результативне прискорення інфляційних процесів на тлі відносної стабілізації обмінного курсу. У нестабільних економіках існує стійке перевищення темпів цінової динаміки над темпами девальвації обмінного курсу.

Інфляція в Україні, яка спостерігалась із 1996 року (див. табл. 2) у більшості випадків була обумовлена курсовою політикою Національного банку України, яка була спрямована на підтримку заниженого курсу гривні з метою захисту внутрішнього ринку, подолання дефіциту платіжного балансу і нагромадження золотовалютних резервів.

Незважаючи на те, що в економічній літературі домінує думка, згідно якої зростання вартості національної грошової одиниці забезпечує зниження цін та уповільнення темпів інфляції, варто зазначити, з врахуванням накопиченого вітчизняного досвіду, що ревальвація національної валюти породжує “ефект храповика”<sup>4</sup> (ratchet effect), а отже, не призводить до уповільнення темпів інфляції в державі.

---

<sup>4</sup> Апреціація обмінного курсу не викликає зниження цін, вони можуть залишатись незмінними або зростати, оскільки володіють високою гнучкістю лише в сторону підвищення. Експерти стверджують, що дефляція на

Таблиця 2

**Динаміка рівня інфляції та змін обмінного курсу гривні відносно долара США у 1996 – II кв. 2008 роках**

<i>Показники</i>	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	I кв. 2008	II кв. 2008
Курс гривні до долара США на кінець року	1,89	1,90	3,43	5,22	5,44	5,37	5,33	5,33	5,32	5,12	5,05	5,05	5,05	4,84
Номінальна зміна у % (-) – девальвація; (+) – ревальвація	-5,3	-0,5	80,5	52,2	-4,2	+1,3	+0,7	0	+0,2	+3,8	+1,4	0	0	+4,2
Індекс інфляції у %	39,7	10,1	20,0	19,2	25,8	6,1	-0,6	8,2	12,3	10,3	11,6	17	9,4	15,5

*Джерело:* Розроблено та розраховано автором на основі даних розміщених на Інтернет – сторінці Національного банку України - Доступ з: [http://www.bank.gov.ua/kurs/last\\_kurs1.htm](http://www.bank.gov.ua/kurs/last_kurs1.htm); [http://www.bank.gov.ua/Publication/Of\\_vydan/index.htm#Бюлетень](http://www.bank.gov.ua/Publication/Of_vydan/index.htm#Бюлетень) Національного банку України.

З одного боку, хоча ревальвація знижує вартість імпортової складової споживчого кошика, проте зниження цін у цілому може і не відбутися, наприклад, внаслідок бажання посередників збільшити прибутки, або здешевлення імпортованих товарів буде перекрите підвищенням цін унаслідок зростання інфляційних очікувань чи зростання цін на товари національного виробництва внаслідок зростання інфляції витрат [19].

Ревальвація обмінного курсу гривні, яка спостерігалась у період економічного зростання (2000 – 2007 рр.), (див. табл. 2) та була зумовлена припливом іноземної валюти й перевищенням її пропозиції над попитом, не сприяла зниженню темпів приросту рівня внутрішніх цін. Так, апреціація курсу гривні, особливо в 2005 й 2006 роках була одним із визначальних факторів подальшого зростання споживчих цін у 2006 – 2007 роках. Зміцнення позицій національної грошової одиниці, підірвавши довіру населення до долара США, як засобу нагромадження, спричинило вихід на внутрішній ринок валютних заощаджень домашніх господарств, зростання попиту та, відповідно, суттєве підвищення рівня внутрішніх цін.

Незважаючи на підтримку курсової стабільності гривні щодо долара США упродовж 2006 – 1 кв. 2008 років, темпи інфляції були досить високими, що було наслідком не лише ревальвації, яка мала місце у попередніх періодах,

---

рівні 2% спостерігається у країнах з ринковою економікою та 1% - у країнах, що розвиваються, за умови ревальвації курсу вітчизняної валюти на 10%.

високого рівня доларизації, подальшої девальвації вітчизняної валюти відносно європейської, але і проведення стимулюючої фіскальної політики, різкого збільшення обсягів соціальних трансфертів<sup>5</sup>, високих темпів підвищення заробітної плати й зростання попиту, імпортованої інфляції<sup>6</sup>, високих інфляційних очікувань (15,6%), зростання грошової пропозиції, незважаючи на проведення стерилізованих операцій Національним банком України, за рахунок масового припливу капіталу в умовах незмінності курсу гривні до американського долара.

Упродовж 1 кварталу 2008 року курсова політика залишалась незмінною, НБУ продовжував накопичувати міжнародні резерви. Однак зважаючи на необхідність стримування інфляції, центральний банк значно знизив свою участь на Міжбанківському валютному ринку починаючи із середини квітня, внаслідок чого обмінний курс гривні до долара США на міжбанку почав укріплюватись та, як результат, гривня ревальвувала до 4,84 за американський долар, що у свою чергу сприяло уповільненню інфляції й забезпечило 0,5% дефляцію, яка спостерігалась у липні 2008 року [8].

Ще одним із монетарних ефектів реалізації валютно-курсової політики є доларизація економіки. Сімсотвідсоткова девальвація національної грошової одиниці, в певній мірі, як результат реалізації валютно-курсової політики держави та важкого економічного становища, у перші роки незалежності України, сприяла поширенню неофіційної доларизації вітчизняної економіки, що полягала у витісненні національної грошової одиниці стабільною іноземною валютою і проявлялась у валютному заміщенні та заміщенні активів і пасивів.

Паралельне використання іноземної валюти у внутрішньому грошовому обігу, як справедливо стверджував І. Лукінов "... підриває національні інтереси країни, сприяє незаконному відпливу капіталу за кордон, збіднює суспільство і

---

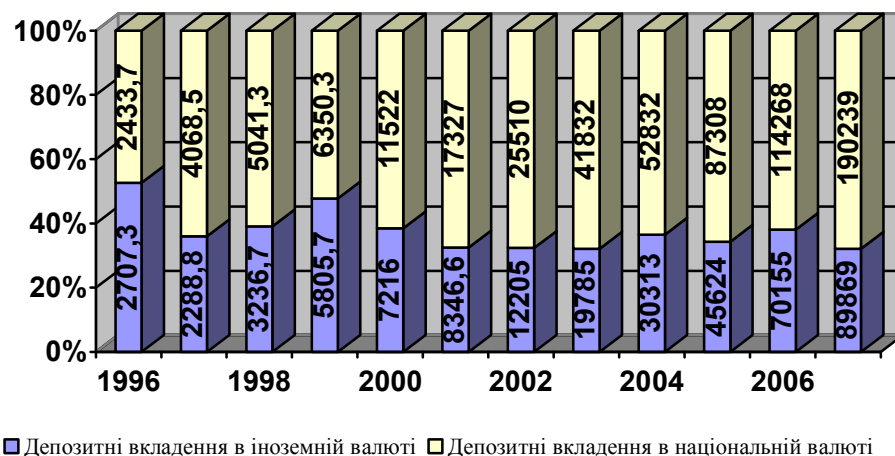
<sup>5</sup> Проведення соціальної політики, спрямованої на підвищення мінімальних державних гарантій та виплати знецінених вкладів викликало підвищення заробітної плати працівникам бюджетної сфери на 44,8% у першому кварталі 2008 року, проти 12,8% у відповідному періоді минулого року та зростання трансфертів населенню на 124,1% [8].

<sup>6</sup> З початку року ціни на імпортований з Росії газ підвищились майже на 40%, а ціни на продовольчу продукцію за даними ООН у річному вимірі зросли на 57% [8].

державу, штучно знецінює і деформує структуру грошового обігу” [11], а також суттєво впливає на темпи інфляції, сприяє зростанню чутливості попиту до зміни процентної ставки і обмінного курсу, ускладнює регулювання грошово-кредитної сфери, сприяє зростанню коливань валютного курсу й призводить до втрати сенсьороажу.

В умовах економічної нестабільності, перманентної девальвації національної грошової одиниці, недовіри економічних суб’єктів до монетарної й курсової політик держави у 1992 – 1995 рр. спостерігалось валютне заміщення українського карбованця, купоно-карбованця американським долларом, який виконував функції засобу обігу, платежу та нагромадження, а рівень доларизації згідно методики МВФ становив: 48,9% у 1993 році, 56% - 1994 році, 34,6% - у 1995 році [2].

Незважаючи на те, що динаміка фінансової доларизації<sup>7</sup> має низхідний характер (станом на 01.01.2008 р. даний показник становив 32,1%), її рівень все ще досить високий (див. рис. 4). Тому, фаза “дедоларизації”, через яку економіка проходить у даний час, є далекою від завершення.



Джерело: Розроблено автором на основі даних розміщених на Інтернет – сторінці Національного банку України - Доступ з: [http://www.bank.gov.ua/Fin\\_ryn/Pot\\_tend/index.htm](http://www.bank.gov.ua/Fin_ryn/Pot_tend/index.htm).

**Рис. 4. Зобов’язання банків за коштами залученими на депозитні рахунки в національній та іноземній валюті (у млн. грн.)**

<sup>7</sup> Аналізуючи рівень доларизації вітчизняної економіки, найчастіше говорять про відношення депозитів у іноземній валюті до загальної суми зобов’язань банків за коштами залученими на депозитні рахунки фізичних і юридичних осіб.

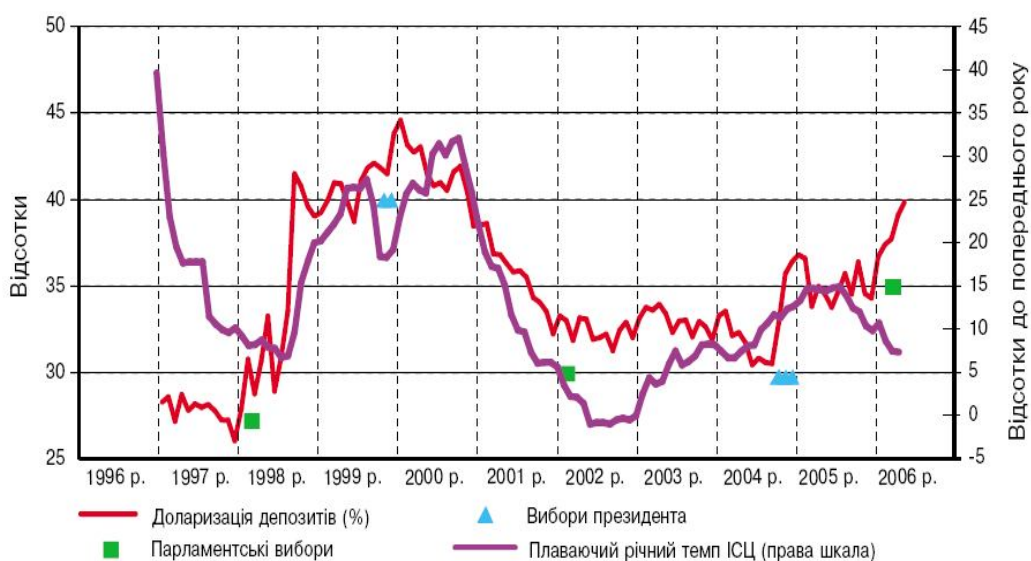
Досягнення макроекономічної, і особливо, курсової стабільності у 2000 році, першопричиною якої була побудова оптимальної валютно-курсової стратегії, що передбачала перехід до режиму плаваючого валютного курсу, за умови збереження прив'язки до долара США, сприяли зростанню депозитних вкладень у національній валюті значно вищими темпами, ніж в іноземній валюті, що забезпечило зниження рівня депозитної доларизації (див. табл. 3), за виключенням 2004 та 2006 років, для яких характерною була політична нестабільність зумовлена проведенням президентських виборів і кризою владної коаліції (див. рис. 5).

**Таблиця 3**

**Темпи приросту депозитних вкладень та кредитів у економіку України в 1997 – 2007 рр. (у %)**

Показники	1997	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Темп приросту депозитів в національній валюті	67,2	26	81,4	50,4	47,2	64	26,3	65,3	30,9	66,5
Темп приросту депозитів в іноземній валюті	84,5	79,4	24,3	15,7	46,2	62,1	53,2	50,5	53,8	28,1
Темп приросту кредитів в національній валюті	26,6	11,7	84,9	49,9	54,4	61,7	29,4	58,8	52,4	72,6
Темп приросту кредитів в іноземній валюті	55,6	61,6	48,3	39,0	40,3	60,9	32,2	66,2	95,4	75,4

*Джерело:* Розроблено та розраховано автором на основі даних розміщених на Інтернет – сторінці Національного банку України - Доступ з: [http://www.bank.gov.ua/Fin\\_gyn/Pot\\_tend/index.htm](http://www.bank.gov.ua/Fin_gyn/Pot_tend/index.htm).



**Рис. 5. Показник доларизації депозитів та плаваючий річний темп індексу споживчих цін [16,42]**

Так, упродовж 2000 – 2003 рр., частка депозитних вкладень фізичних і юридичних осіб в іноземній валюті у загальній сумі депозитних зобов'язань банків скоротилась із 38,51% до 32,11% (див табл. 4).

**Таблиця 4**

**Динаміка рівня фінансової доларизації в Україні**

<i>Показники</i>	<i>1997</i>	<i>1999</i>	<i>2000</i>	<i>2001</i>	<i>2002</i>	<i>2003</i>	<i>2004</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>	<i>2007</i>
Зобов'язання банків за коштами залученими на депозитні рахунки фізичних і юридичних осіб (млн. грн.)	6357	12156	18738	25674	37715	61617	83146	132932	184423	280107
у тому числі:										
в національній валюті	4068,5	6350,3	11522	17327,4	25510,4	41831,8	52832	87308	114268	190239
в іноземній валюті	2288,5	5805,7	7216,0	8346,6	12204,6	19785,2	30313	45624	70155	89869
Депозитна доларизація (%)	36,0	47,8	38,5	32,5	32,4	32,1	36,5	34,3	38,0	32,1
Вимоги банків за кредитами, наданими в економіку України (млн. грн.)	7295	11787	19574	28373	42035	67835	88571	143433	245312	426927
у тому числі:										
в національній валюті	5194,8	5715,5	10568	15846,3	39561,4	39561,4	51201	81293	123877	213871
в іноземній валюті	2100,2	6071,5	9006	12526,7	17570,6	28273,6	37370	62140	121435	213056
Кредитна доларизація (%)	28,8	51,5	46,0	44,2	41,8	41,7	42,2	43,3	49,5	49,9
Питома вага депозитів в іноземній валюті у загальному обсязі кредитів в іноземній валюті (%)	109	95,6	80,1	66,6	69,5	70	81,1	73,4	57,8	42,2

*Джерело:* Розроблено та розраховано автором на основі даних розміщених на Інтернет – сторінці Національного банку України - Доступ з: [http://www.bank.gov.ua/Fin\\_ryn/Pot\\_tend/index.htm](http://www.bank.gov.ua/Fin_ryn/Pot_tend/index.htm).; [http://www.bank.gov.ua/Publication/Of\\_vydan/index.htm#Бюлетень](http://www.bank.gov.ua/Publication/Of_vydan/index.htm#Бюлетень) Національного банку України 2008. - №3.

Позитивна тенденція до зменшення частки депозитів в іноземній валюті спостерігалась і у 2005 та 2007 роках. У 2007 році абсолютний приріст депозитних коштів на рахунках фізичних і юридичних осіб у національній валюті становив 66,5% та у 3,8 рази перевищував їх приріст в іноземній, що сприяло зниженню рівня депозитної доларизації, яка на кінець поточного періоду становила 32,1%.

Зростання рівня доларизації депозитів із 2000 року мало місце лише у 2004 та 2006 роках і певним чином було пов'язано з тенденціями на світових ринках та невизначеністю економічних агентів щодо подальшого обмінного курсу гривні щодо долара США.

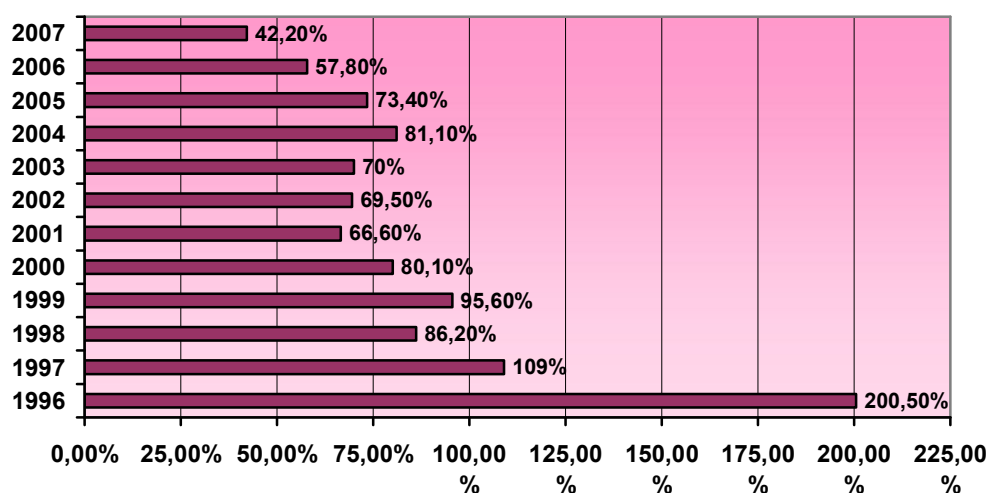
Іншим формальним показником, який характеризує рівень доларизації економіки є частка кредитів в іноземній валюті у загальному обсязі кредитів в економіку. На відміну від позитивних тенденцій у валютній структурі



зобов'язань банків за коштами залученими на рахунки фізичних і юридичних осіб, динаміка даного індикатора із 2004 року свідчить про загострення проблеми доларизації та відповідно фінансової безпеки вітчизняної економіки. Упродовж 2004 – 2007 рр. загальна сума вимог банків за кредитами наданими в економіку України у іноземній валюті зросла у 5,7 разів і на кінець 2007 року становила 213056 млн. грн., а середньорічні темпи приросту коливались від 42,2% до 81,1%.

У числі ключових проблем економіки України перебуває зростаючий попит на кредити в іноземній валюті, який породжує дисбаланс у співвідношенні зобов'язань і вимог банків в іноземній валюті, і як зазначають В. Міщенко та А. Сомик створює загрозу для фінансової стійкості банківської системи, оскільки такі дисбаланси свого часу стали причиною фінансових криз у країнах Латинської Америки й Азії [14].

Так, якщо питома вага депозитів в іноземній валюті у загальній сумі вимог за кредитами банків наданих фізичним і юридичним особам в іноземній валюті на кінець 1996 року становила 200,5%, 1999 – 95,6%, 2000 – 80,1%, то у 2007 році даний показник дорівнював лише 42,2% (див. рис. 6).

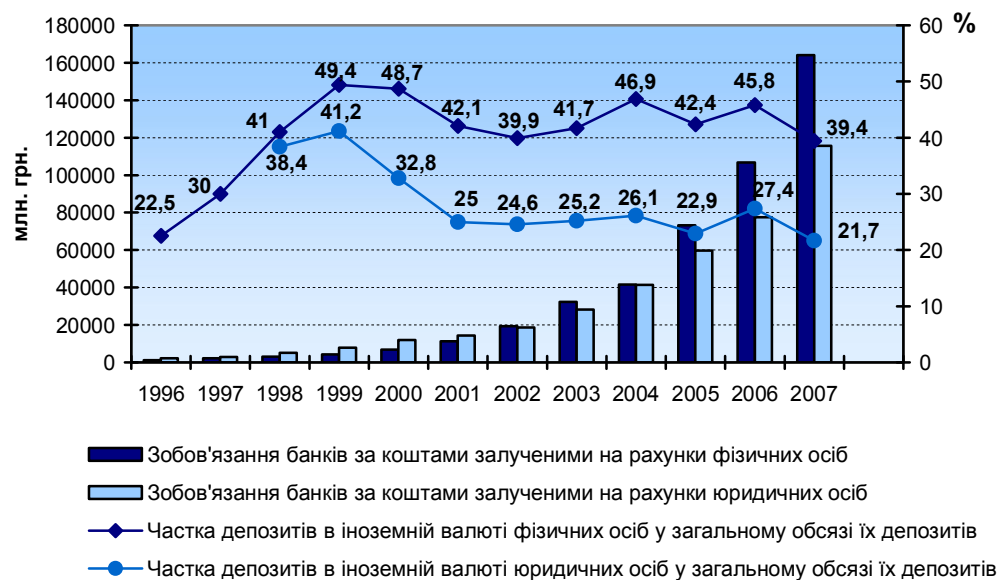


*Джерело:* Розроблено та розраховано автором на основі даних розміщених на Інтернет – сторінці Національного банку України - Доступ з: [http://www.bank.gov.ua/Publication/Of\\_vydan/index.htm#Бюлетень Національного банку України](http://www.bank.gov.ua/Publication/Of_vydan/index.htm#Бюлетень%20Національного%20банку%20України) 2008. - №3. – С.58.

**Рис. 6. Питома вага зобов'язань банків за коштами залученими на депозитні рахунки у загальному обсязі кредитів наданих в економіку України в іноземній валюті**

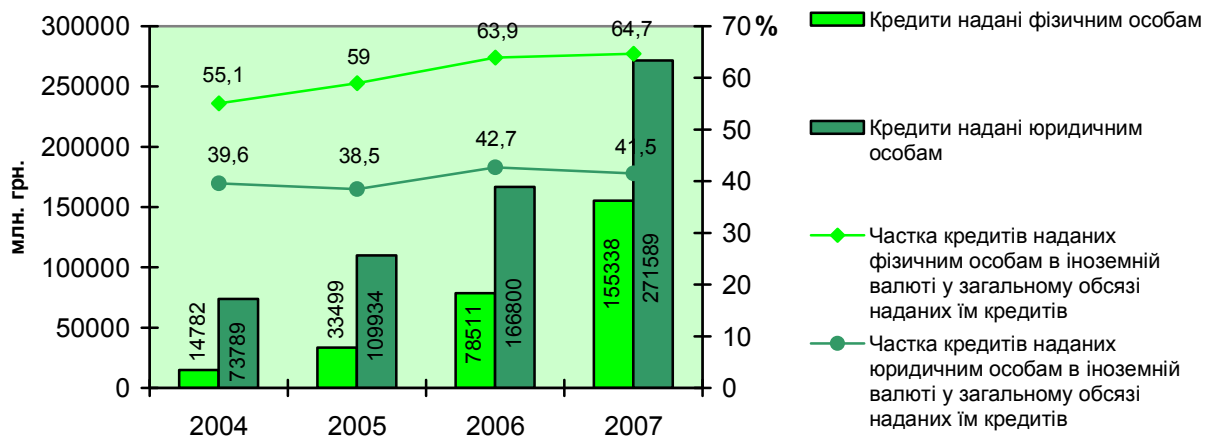
Варто зазначити, що питома вага депозитів і кредитів в іноземній валюті у загальному обсязі залучених ресурсів на депозитні рахунки та кредитів наданих в економіку України найвища стосовно депозитів і кредитів фізичних осіб, що свідчить про те, що населення найчутливіший суб'єкт економіки до чинників доларизації (і зокрема курсових коливань, що залежать від характеру валютно-курсової політики) та процесу витіснення національної грошової одиниці стабільною іноземною валютою (див. рис. 7, 8).

У 2007 році частка зобов'язань та вимог банків перед фізичними особами у загальному обсязі їх депозитів і кредитів становила 39,4% і 63,9% відповідно, у той час, як задані показники щодо юридичних осіб дорівнювали 21,7% та 41,5%.



Джерело: Розроблено та розраховано автором на основі даних розміщених на Інтернет – сторінці Національного банку України - Доступ з: [http://www.bank.gov.ua/Publication/Of\\_vydan/index.htm#Бюлетень Національного банку України](http://www.bank.gov.ua/Publication/Of_vydan/index.htm#Бюлетень%20Національного%20банку%20України) 2008. - №3.

**Рис. 7. Динаміка доларизації депозитів суб'єктів господарювання та фізичних осіб**



Джерело: Розроблено та розраховано автором на основі даних розміщених на Інтернет – сторінці Національного банку України - Доступ з: [http://www.bank.gov.ua/Fin\\_ryn/Pot\\_tend/index.htm](http://www.bank.gov.ua/Fin_ryn/Pot_tend/index.htm).

**Рис. 8. Динаміка доларизації кредитів наданих банками юридичним і фізичним особам у 2004 – 2007 роках**

Окрім розрахунку рівня депозитної і кредитної доларизації, у світовій практиці набула поширення методика Міжнародного валютного фонду і Національного бюро економічних досліджень США, які дають можливість розрахувати показник, що ширше характеризує рівень використання іноземної валюти у внутрішньому грошовому обігу держави.

Якщо, згідно методики Міжнародного валютного фонду, яка передбачає розрахунок співвідношення зобов'язань банків за коштами залученими на депозитні рахунки фізичних і юридичних осіб в іноземній валюті та грошової маси (МЗ), рівень якого не повинен перевищувати 30%, для України характерний помірний рівень доларизації, то згідно методики Національного бюро економічних досліджень США, що окрім методики МВФ включає розрахунок питомої ваги зовнішнього боргу у ВВП і частки зовнішнього боргу приватного сектору у валовому зовнішньому боргу країни для України характерний високий рівень доларизації економіки.

Підтримка Національним банком України курсової стабільності гривні щодо долара США, більш високі ставки за депозитами в національній валюті, які станом на 01.01.2008 року становили 8,6% і 10,3% (за короткостроковими і довгостроковими вкладками) і на 2,3 й 2,7 відсоткові пункти перевищували процентні ставки за вкладками фізичних і юридичних осіб на депозитні рахунки

комерційних банків в іноземній валюті, сприяли зниженню частки депозитів в іноземній валюті у загальному обсязі широких грошей із 28,9% у 1996 році і 26,3% у 1999 році до 22,7% у 2007, за виключенням 2004 – 2006 рр. у яких спостерігалось зростання рівня доларизації викликаного політичною нестабільністю й девальваційними очікуваннями (див. рис. 9).

Водночас основні негативні зміни спостерігаються в динаміці валового зовнішнього боргу України обсяг якого станом на 1 січня 2008 року становив 84,5 млрд. дол. США і зріс упродовж останніх семи років більш ніж у чотири рази (на 64,1 млрд. дол. США), проти 20,4 млрд. дол. США у 2001 році.



Джерело: Розроблено та розраховано автором на основі даних розміщених на Інтернет – сторінці Національного банку України - Доступ з: [http://www.bank.gov.ua/Publication/Of\\_vydan/index.htm#Бюлетень Національного банку України](http://www.bank.gov.ua/Publication/Of_vydan/index.htm#Бюлетень%20Національного%20банку%20України) 2008. - №3.

**Рис. 9. Рівень доларизації економіки України за методикою Міжнародного валютного фонду у 1996 – 2007 роках**

Зростання рівня зовнішньої заборгованості, і, відповідно, доларизації економіки України зумовлено суттєвими щорічними темпами приросту приватного зовнішнього боргу (більше ніж удвічі), у зв'язку із сприятливими економічними умовами та курсовою стабільністю, і зокрема – банківського сектору й інших секторів економіки, питома вага якого у сукупному зовнішньому боргу країни зросла із 50,5% у 2001 році до 83,7% у 2007 році (див. табл. 5).

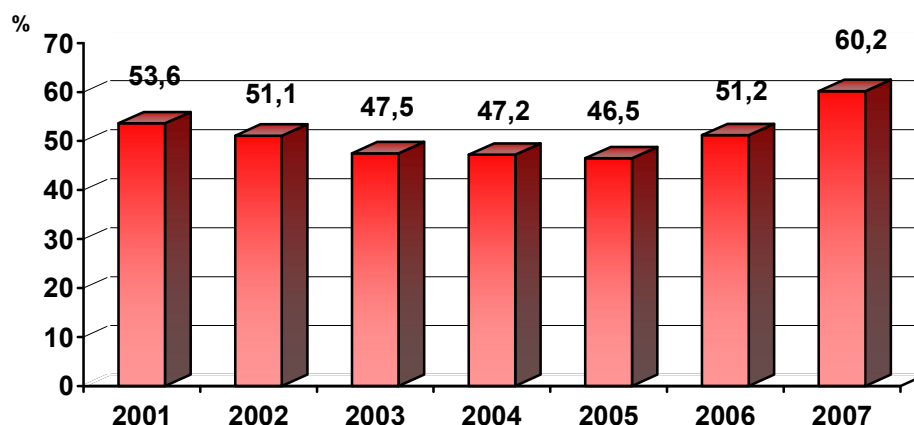
Таблиця 5

### Динаміка та структура валового зовнішнього боргу України у 2001 – 2007 роках

<i>Показники</i>	<i>2001</i>	<i>2002</i>	<i>2003</i>	<i>2004</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>	<i>2007</i>
Валовий зовнішній борг України (млрд. дол. США)	20,4	21,6	23,8	30,6	38,6	54,3	84,5
Приватний зовнішній борг України (млрд. дол. США)	10,3	11,4	13,1	18,5	26,9	41,6	70,7
<b>Питома вага боргу приватного сектору у сукупному зовнішньому боргу країни (%)</b>	<b>50,5</b>	<b>52,8</b>	<b>55</b>	<b>60,5</b>	<b>69,7</b>	<b>76,6</b>	<b>83,7</b>

*Джерело:* Розроблено та розраховано автором на основі даних розмішених на Інтернет – сторінці Національного банку України - Доступ з: [http://www.bank.gov.ua/Publication/Of\\_vydan/index.htm#Платіжний баланс і зовнішній борг України](http://www.bank.gov.ua/Publication/Of_vydan/index.htm#Платіжний%20баланс%20і%20зовнішній%20борг%20України).

Зростання частки зовнішнього боргу комерційних банків і інших секторів економіки у валовому зовнішньому боргу України та відповідно останнього у цілому спричинило і ріст показника, що відображає співвідношення суми зовнішнього боргу і ВВП (див. рис. 10).



*Джерело:* Розроблено та розраховано автором на основі даних розмішених на Інтернет – сторінці Національного банку України - Доступ з: [http://www.bank.gov.ua/Publication/Of\\_vydan/index.htm#Платіжний баланс і зовнішній борг України](http://www.bank.gov.ua/Publication/Of_vydan/index.htm#Платіжний%20баланс%20і%20зовнішній%20борг%20України); <http://www.bank.gov.ua/Macro/index.htm>.

**Рис. 10. Питома вага валового зовнішнього боргу у ВВП**

Динаміка вищезазначеного індикатора відображає загальний рівень боргової складової економіки і згідно затвердженої Методики розрахунку рівня економічної безпеки України не повинна перевищувати 25%. Проте, в Україні спостерігається перевищення критичного рівня вищезазначеного показника

більш ніж удвічі (див. рис. 10), що свідчить про існування реальної загрози фінансовій безпеці держави.

Таким чином, на підставі аналізу валютно-курсової політики Національного банку України за період реформування економіки із здобуття незалежності, можна зробити висновок, що досягнення стабільності обмінного курсу національної грошової одиниці щодо долара США поряд із ревальвацією, яка мала місце у період економічного зростання, забезпечили, як досягнення цінової стабільності, так і підвищення довіри до національної валюти, що в свою чергу сприяло зростанню депозитних вкладень у національній валюті значно вищими темпами ніж у іноземній, забезпечивши, таким чином, зниження рівня депозитної доларизації економіки держави.

Поряд із цим, нагромадження ревальваційного потенціалу, у зв'язку із активною участю НБУ на Міжбанківському валютному ринку пов'язаною із купівлею надлишкової пропозиції іноземної валюти, що виступає одним із основних джерел поповнення грошової маси в обігу та низькі відсоткові ставки за кредитними ресурсами в іноземній валюті, стимулювавши зростання попиту на останні, породили дисбаланс у співвідношенні вимог і зобов'язань банків в іноземній валюті і, відповідно, створили загрозу стійкості фінансової системи України.

Підтримка стабільного курсу гривні щодо американського долара, стабільність економічної системи та підвищення на цій основі довіри з боку іноземних кредиторів до гривні сприяли і нагромадженню зовнішньої заборгованості, особливо за рахунок запозичень приватного сектору, що свідчить про існування загрози дефолту та депреціації курсу національної грошової одиниці за умови неплатоспроможності позичальників.

Окрім того, варто зазначити, що утримання курсу гривні щодо американського долара на рівні 5,05 грн. за долар США в умовах девальвації останнього на світових ринках по відношенню до європейської валюти виступало однією із причин стрімких темпів інфляції в Україні. Проте, перегляд курсової політики НБУ у квітні 2008 року, та як наслідок, зниження його участі

на міжбанку викликавши укріплення курсу гривні до долара сприяло стримуванню інфляції і зниженню споживчих цін на 0,5 відсоткові пункти у липні поточного року.

Отже, політика обмінного курсу, яка проводилась Національним банком з часів здобуття економічної незалежності в цілому сприяла стабілізації монетарних показників та економічної системи України.

### Література

1. Белінська Я.В. Валютний курс та інфляція у трансформаційній економіці. Монографія / НАН України, Інститут економіки. – Київ, 2002. – 183с.
2. Береславська О. Доларизація в Україні та шляхи її подолання // Вісник Національного банку України. – 2006. - №10. – С.10 – 13.
3. Береславська О. Інтервенції на валютних ринках як інструмент курсової та грошово-кредитної політики // Вісник Національного банку України. – 2005. - №10. – С.36 – 40.
4. Береславська О. Особливості впливу валютного курсу на внутрішні ціни в Україні // Вісник Національного банку України. – 2007. - №3. – С.9 – 13.
5. Боринець С.Я. Розвиток сучасних грошово-кредитних відносин (національний і міжнародний аспекти). – К.: Педагогіка, 1997. – 160с.
6. Бюлетень Національного банку України – Доступ з: [http://www.bank.gov.ua/Publication/Of\\_vydan/index.htm#БюлетеньНаціонального банку України](http://www.bank.gov.ua/Publication/Of_vydan/index.htm#БюлетеньНаціонального_банку_України).
7. Журавка Ф.О. Валютно-курсова політика Національного банку України в умовах трансформації економіки: Монографія. – Суми: ТОВ “КВК” “Ділові перспективи”, УАБС НБУ, 2007. – 70с.
8. Інфляційний звіт. – травень – 2008. – Доступ з: [http://www.bank.gov.ua/Publication/Analytical/Inflation\\_report/IR-I-08.pdf](http://www.bank.gov.ua/Publication/Analytical/Inflation_report/IR-I-08.pdf).
9. Качалич А.Г. Валютная политика стран с трансформируемой экономикой в условиях финансовой глобализации: учеб. пособие / под ред. проф. В.А.

- Слепова; Рос. экон. акад. им. Г.В. Плеханова. – М.: Экономисть, 2006. – 169с.
- 10.Кораблін С.О. Валютно-курсова політика України: стабілізаційні ефекти та можливі перспективи розвитку // Фінанси України. – 2007. - №9. – С.112 – 123.
  - 11.Лукінов І.І. До економічної безпеки і сталого розвитку в господарських трансформаціях. Проблеми забезпечення економічної безпеки і сталого розвитку України. Матеріали “круглого столу” (28 грудня 1999 року). – К.; НІУРВ, 2000. – С.60.
  - 12.Лютий І.О. Валютна політика та перспективи входження України в міжнародне економічне співтовариство. Брошура. – Київ: Курс. 2000. – 60с.
  - 13.Международные валютно-кредитные и финансовые отношения: Учеб. / Под. ред. Л.Н. Красавиной. – М.: Финансы и статистика, 1994. – 592с.
  - 14.Міщенко В., Сомик А. Доларизація: причини та наслідки для економіки України // Вісник Національного банку України. – 2007. - №5. – С.28 – 31.
  - 15.Монетарний трансмісійний механізм в Україні: Науково-аналітичні матеріали. Вип. 9 / В.І. Міщенко, О.І. Петрик, А.В. Сомик, Р.С. Лисенко та ін. – К.; НБУ. Центр наукових досліджень, 2008. – 144с.
  - 16.Скрипник А., Варваренко Г. Вплив валютно-курсової політики на інфляційні процеси в Україні // Вісник Національного банку України. – 2007. - №1. – С.40 – 48.
  - 17.Сніжко О.В. Механізм монетарної трансмісії: уроки для України // Матеріали науково – практичної конференції “Стратегія монетарної політики: проблеми вибору та застосування” (Київ, 25 – 26 квітня 2002 року). – Київ: Головне – експлуатаційне управління НБУ, 2002. – 269с.
  - 18.Стельмах В.С., Єпіфанов А.О., Гребеник Н.І., Міщенко В.І. Грошово-кредитна політика в Україні / За ред. В.І. Міщенка. – 2 – ге вид., перероб. і доп., - К.: Т-во “Знання”, КОО, 2003. – 421с.



19.Шумська С. Інфляція чи ревальвація: яке з двох лих менше? (емпіричний аналіз впливу на економіку) // Економіка і прогнозування. – 2005. - №3. – С.127.