

УДК 330.36; 338.12; 338.34; 339.7
DOI: 10.32342/2074-5354-2024-1-60-11

А.С. МАГДІЧ,

кандидат економічних наук, доцент, професор кафедри глобальної економіки
Університету імені Альфреда Нобеля, м. Дніпро (Україна)
<https://orcid.org/0000-0001-9290-9745>

О.А. ЗАДОЯ,

кандидат економічних наук, доцент, доцент кафедри глобальної економіки
Університету імені Альфреда Нобеля, м. Дніпро (Україна)
<https://orcid.org/0000-0002-4251-3061>

Б.О. ГОНЧАРУК,

студент Університету імені Альфреда Нобеля, м. Дніпро (Україна)

АНАЛІЗ ЕФЕКТИВНОСТІ ВИКОРИСТАННЯ ІНСТРУМЕНТІВ ВАЛЮТНОЇ ПОЛІТИКИ В УКРАЇНІ В ПЕРІОДИ КРИЗ 2008–2009 ТА 2019–2020 РОКІВ

Статтю присвячено аналізу, порівнянню та оцінці ефективності застосованих інструментів валютної політики під час криз 2008–2009 та 2019–2020 рр. в Україні. Наведено основні типи інструментарію валютного регулювання та визначено пріоритетні напрями їх використання. Враховано особливості побудови соціально-економічної моделі України, геополітичне становище, накладання циклічних коливань під час розглянутих періодів. У ході дослідження було проведено моніторинг курсових коливань національної валюти до долара США з визначенням динаміки девальваційних та ревальваційних процесів в заданих часових рамках.

З метою деталізації регуляторної валютної політики проведено окремий аналіз використання інструментів НБУ в рамках поточної та довгострокової стратегії, визначено відмінності та окреслено наслідки.

Проведене дослідження показало, що під час обох криз найбільш активно використовувалася дисконтна політика, а саме зміна облікової ставки. Але зміни були дещо різноспрямовані: більш агресивні ліберальні заходи зі зниження облікової ставки під час кризи 2019–2020 рр. були ефективнішими, ніж під час кризи 2008–2009 рр. Про це свідчать дані щодо зміни ВВП ПКС, які вказують на кращу позитивну динаміку при виході з рецесії в період пандемії. Однак в обох випадках спостерігалася значна девальвація. З метою визначення причин та наслідків знецінення національної валюти у відношенні до долара США та інших валют було проведено аналіз стану платіжного балансу за окремими статтями. Це дало змогу вказати на суттєві відмінності в природі походження даних криз.

Інструменти девізної політики застосовувалися теж з різним ступенем активності та протилежною спрямованістю. Валютні інтервенції в 2008–2009 рр., на відміну від періоду 2019–2020 рр., використовувалися дуже обмежено через досить швидке вичерпання золотовалютних резервів. Валютні обмеження мали характер посилення в 2008–2009 рр., а в 2019–2020 рр. на противагу були лібералізовані. У підсумку це дало змогу пожвавити інвестиційні потоки та покращити бізнес-клімат в країні. Також зазначено, що на фоні загальної девальвації під час обох криз в 2019 р. спостерігався і період ревальвації національної валюти. Аналіз показав, що

в даному випадку це було скоріше негативне явище, яке призвело до суттєвих втрат в дохідній частині бюджету за рахунок зниження надходжень від митних платежів, що пояснюється неузгодженістю дій НБУ та профільних міністерств. Інші елементи девізної політики майже не використовувалися: ступінь конвертованості валюти та режим валютного курсу не змінювалися (за винятком короткого періоду впровадження курсового банду). Те саме можна сказати і про інструменти довгострокової валютної політики: порядок міжнародних розрахунків дещо коригувався, але не суттєво; режим валютних курсів і паритетів залишався незмінним; використання золота і резервних валют було поєднано з диверсифікацією валютних резервів та в основному пов'язане з валютними інтервенціями та виконанням зовнішніх боргових зобов'язань.

Проведений аналіз дозволив виділити основні напрями реалізації валютної політики України щодо стабілізації економіки та досягнення стійкого економічного зростання. Для вирішення цього завдання є доцільним поступове запровадження валютної лібералізації, запровадження нових реформ та державних проєктів, що поліпшують інвестиційний клімат. Також є доречною дедоларизація боргів підприємств через стимулювання до кредитування у національній валюті. У довгостроковій перспективі є доречним зміцнення фінансових ринків та ринків капіталу для забезпечення стабільності економічного зростання.

Ключові слова: економічна криза, пандемія, інструменти валютного регулювання, облікова ставка, девальвація, ревальвація, валютна інтервенція, девізна політика, дисконтна політика

JEL classification: E32, E42, E52, F44

Постановка проблеми та аналіз публікацій. У сучасній глобальній економічній системі успіх та динаміка розвитку будь-якої національної економіки залежить від ефективності інтеграційних напрямів співпраці на міжнародному рівні. Ключову роль в цих процесах відіграють основні форми міжнародних економічних відносин, а саме міжнародна торгівля та міжнародна інвестиційна діяльність. Але на тлі похвалення переміщення капіталу та поступового зростання розриву між розвиненими країнами та країнами, що розвиваються, відбувається підвищення рівня конкурентної боротьби за ресурси та ринки збуту. Також потрібно зважати і на різні соціально-економічні моделі країн, які своїми відмінностями дозволяють отримувати ті чи інші переваги в процесі розподілу товарів та факторів виробництва. Кризові явища, як то циклічні середньострокові економічні коливання, пандемія, геополітичні зрушення, потребують чітких дій державного регулювання, серед інструментів якого важливу роль відіграє валютна політика. Саме цей напрям регулювання дозволяє таргетувати інфляційні процеси, досягати переваг на міжнародних ринках, залучати

інвестиційні ресурси, коригувати стан платіжного балансу, формувати резерви. Тому дослідження ефективності поєднання інструментів валютного регулювання є суттєвим аспектом антикризової політики.

Питанням використання інструментів валютного регулювання та формування валютної політики займалися як вітчизняні, так і зарубіжні вчені. Серед найбільш актуальних та значних досліджень можна виділити праці таких авторів: О.В. Дзюблюк, Ф.О. Журавка, А.В. Колдовський, Т.Г. Савченко, М.А. Єпіфанова, Г.В. Веріга, Дж.А. Фріден, Дж. Карліно, Р. Де Фіно, М.Дж. Чен, М.Т.М. Гріффолі, М.Р. Сахай [1–8]. Незважаючи на доволі глибокі аналітичні праці вчених у напрямі визначення найефективніших методів застосування інструментів валютної політики, сучасні виклики та особливості становлення соціально-економічної моделі України дозволяють стверджувати про необхідність більш детального вивчення можливостей валютного регулювання в нашій країні. У контексті цього дослідження необхідно враховувати досвід та результати застосування інструментів валютного

регулювання під час неоднозначних наслідків впливу економічних циклів на економіку України [9].

Метою статті є аналіз динаміки валютного курсу гривні в кризові періоди 2008–2009 та 2019–2020 рр., з'ясування причин курсових коливань, визначення впливу курсових змін на стан платіжного балансу та основних макроекономічних показників, а також оцінка ефективності застосування комплексу регуляторних інструментів у перспективі в умовах формування соціально-економічної моделі України.

Виклад результатів дослідження.

Об'єктом застосування інструментів валютної політики в першу чергу виступає валютний курс національної грошової одиниці. Залежно від цілей, які ставить перед собою уряд і відповідні регулюючі органи, таргетування валютного курсу може змінюватися. Зважаючи на досить суттєвий рівень ступеня інтегрованості економіки України у світове господарство, високі показники зовнішньоторговельної діяльності та досить суттєву залежність бюджету від митних платежів, одразу слід зауважити, що ревальвація гривні є доволі небажаним та винятковим явищем у нашій економіці. Такі особливості соціально-економічної моделі країни мають спільні риси в багатьох країнах Центральної та Східної Європи, що дає можливість використовувати їх досвід у застосуванні інструментів валютного регулювання [10]. Тому потрібно розрізнити цілеспрямовану девальвацію та девальвацію, пов'язану

з об'єктивними кризовими явищами. Відповідно необхідно провести аналіз валютних коливань у кризові роки.

Для того, щоб провести аналіз валютного курсу на прикладі долара США, у періоди 2008–2009 та 2019–2020 рр., треба проаналізувати інструменти державного регулювання. Наступним питанням розгляду буде визначення відмінностей у валютній політиці під час вищезазначених періодів.

Валютна політика є однією зі складових економічної політики держави в цілому. Економічні, правові та організаційні заходи її відтворення є інструментами для досягнення цілей у інтересах національної економіки. Класифікувати валютну політику можна таким чином (табл. 1).

На початку аналізу визначено аналітичне підґрунтя щодо динаміки валютного курсу долара США за середньозваженою ціною еквівалентною 1 долару США в гривнях на періоди криз 2008–2009 та 2019–2020 рр. Середньозважений показник ціни добре відображає вагомі коливання, мінімізуючи флуктуаційні відхилення у періоді 2019–2022 рр. через зміни в порядку встановлення офіційного курсу НБУ від 03.04.2014 р.

Для об'єктивності аналізу вираховуємо відносні показники зростання ціни, враховуючи мінімальний та максимальний показник за період, який досліджується. За період 2008–2009 рр. показник приросту становить 65,3% (рис. 1.)

Таблиця 1

Типи та інструменти валютної політики*

Тип валютної політики		Інструмент
Поточна валютна політика	Дисконтна політика	Відсоток облікової ставки Валютна інтервенція Валютні обмеження Диверсифікація валютних резервів Регулювання ступеня конвертованості валюти Режим валютного курсу Девальвація/ревальвація
	Девізна політика	
Довгострокова валютна політика		Порядок міжнародних розрахунків Режим валютних курсів і паритетів Використання золота і резервних валют

*Складено за [11, 12].

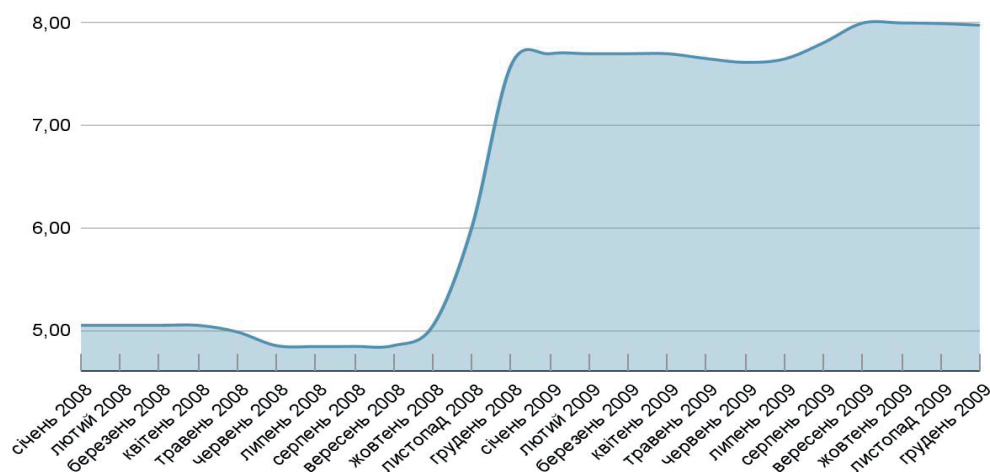


Рис. 1. Динаміка валютного курсу долара США у період 2008–2009 рр.*

*Складено за [13].

Цей період характеризується класичними фазами спаду та депресії середньострокового економічного циклу. Зниження економічної активності на фоні масових банкрутств та погіршення рівня граничної схильності до споживання призвело, у тому числі, до скорочення обсягів міжнародної торгівлі та міжнародної інвестиційної діяльності, що, у свою чергу, значно вплинуло на умови

торгівлі вітчизняної економіки. Цілком зрозуміло, що у даному випадку, зважаючи на стабільне від'ємне сальдо зовнішньої торгівлі, національним регулятором було застосовано заходи щодо підтримки експортерів, з одного боку, а з іншого боку – стримування безконтрольної девальвації.

Інша ситуація склалася у період 2019–2020 рр. – показник приросту валютного курсу склав 19,9% (рис. 2.)

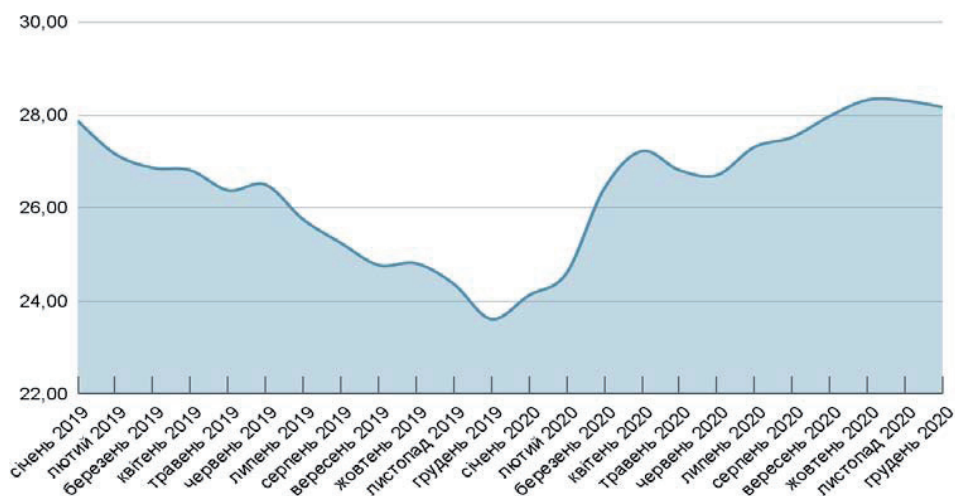


Рис. 2. Динаміка валютного курсу долара США у період 2019–2020 рр.*

*Складено за [13].

Кризова ситуація, яку викликала світова пандемія, дещо відрізнялася і в наслідках для економіки, і в різновидах застосування інструментів валютного регулювання, хоча передумови були схожі: зниження рівня активності споживачів, погіршення умов торгівлі, спад інвестиційної діяльності.

У період 2008–2009 рр. активно використовувалася дисконтна політика валютного регулювання. Облікова ставка, яка визначає вартість позик для банків у НБУ, може використовуватися для регулювання грошової маси в обігу та впливу на інфляційний тиск. Тому протягом кризи 2008–2009 рр. зміни облікової ставки відбувалися переважно в бік її зниження з метою підтримки економіки та стимулювання кредитного зростання. Зниження облікової ставки сприяло зниженню вартості позик для банків, що могло стимулювати підприємства та домогосподарства до збільшення витрат та інвестування.

Однак важливо зазначити, що у контексті глобальної кризи валютна нестабільність, тиск на зовнішній та внутрішній баланс, а також проблеми у банківському секторі обмежували можливості НБУ в ефективному використанні облікової ставки як інструмента валютної політики. Незважаючи на заходи, вжиті НБУ, валютний курс гривні суттєво піддавався тискам та коливанням.

Основними метою та завданнями валютної політики НБУ в цей період були:

1. Збереження стабільності фінансової системи. Україна стояла перед загрозою внутрішнього та зовнішнього фінансового дисбалансу. Зниження облікової ставки могло зменшити вартість позик для банків, що зменшило б їхні витрати та допомогло забезпечити ліквідність.

2. Стимулювання економічного зростання. Зниження облікової ставки могло стимулювати кредитування підприємств та домогосподарств, що, у свою чергу, могло сприяти відновленню економічного зростання.

3. Вплив на валютний курс. Зміна облікової ставки може впливати на валютний курс національної валюти. Зниження облікової ставки могло зробити інвестування в інші валюти менш привабливим та підтримати вартість національної валюти.

Протягом цього періоду НБУ здійснював кілька знижень облікової ставки, спрямованих на підтримку фінансової стабільності та економічного зростання:

- в серпні 2008 р. облікова ставка була знижена з 9,5 до 8,5%;
- в жовтні 2008 р. облікова ставка була знижена до 8,0%;
- в грудні 2008 р. облікова ставка була знижена ще раз до 7,0%;
- в березні 2009 р. облікова ставка була збільшена до 10,0% з метою утримання відтоку капіталу та забезпечення стабільності валютного ринку.

Ці заходи були вжиті для боротьби з негативними наслідками фінансової кризи, підтримки фінансової стабільності та стимулювання відновлення економічного зростання. Використання облікової ставки було лише одним із засобів валютної політики України під час кризи 2008–2009 рр.

Можна відзначити, що були застосовані інструменти підвищення облікової ставки з 8% в 2007 р. до 10,25% в 2010 р.[13], активно використовувалися золотовалютні резерви для валютних інтервенцій, а інші інструменти застосовувалися досить не суттєво. При цьому падіння ВВП ПКС (в постійних цінах 2017, дол.) склало 15%, і за 2010 р. вдалося цей показник підвищити лише на 4%, що в абсолютному вимірі звичайно не дозволило досягти докризового стану [14].

Пандемія 2019–2020 рр. внесла досить суттєві корективи у спрямованість економічної динаміки, що, відповідно, потребувала втручання регуляторних органів. Потрібно зазначити, що у цей період навіть спостерігалася ревальвація національної валюти, але це скоріше

свідчить про неузгодженість дій різних державних інституцій, насамперед Міністерства фінансів та НБУ. Такий стан речей наприкінці 2019 р. призвів до значного падіння надходжень до Державного бюджету, заохочення імпорту і, відповідно, відтоку валюти з країни. Щодо використання дисконтної політики, то коливання облікової ставки було таким:

– січень 2019 р.: НБУ збільшив облікову ставку з 18 до 18,5% на рівень червня 2018 р;

– травень 2019 р.: облікова ставка була знижена з 18,5 до 17,5%, що відбулося вперше за майже два роки;

– липень 2019 р.: облікова ставка була знижена з 17,5 до 17%;

– вересень 2019 р.: НБУ знову понизив облікову ставку з 17 до 16,5%;

– січень 2020 р.: облікова ставка була знижена з 16,5 до 11%. Це було найбільш значуще зниження облікової ставки протягом цього періоду.

– із січня по червень 2020 р. облікову ставку було знижено з 11 до 6%.

Ці зміни облікової ставки були проведені з метою підтримки економічного зростання, зниження інфляції та сприяння кредитному зростанню. Вони також відображали загальну макроекономічну ситуацію в Україні та реакцію НБУ на неї.

Разом з цим, оцінюючи ефективність використання інструментів валютного регулювання під час цієї кризи, потрібно визнати, що поєднання протилежної від попередньої кризи політики зміни облікової ставки (зниження з 18% у 2018 р. до 6% у 2020 р.), активні дії щодо збільшення золотовалютних резервів за рахунок запозичень та операцій на відкритому ринку, більш агресивні дії НБУ з використання інтервенцій [13] призвели до можливого сценарію, за яким падіння ВВП ПКС (в постійних цінах 2017, дол.) на 3,9% в 2020 р. вдалося майже нівелювати зростанням в 2021 р. на 3,5% [14].

Виходячи з цих показників, можна зробити висновки, що криза 2008–2009 рр. мала більш негативний вплив на валютний курс. Однією з причин було введення політики валютної лібералізації, тобто зняття кризових обмежень, запроваджених у 2014 р. У свою чергу лібералізація сприяла покращанню вільного руху капіталів, що за розрахунками мало позитивно вплинути на платіжний баланс.

Однак в обох випадках спостерігалася значна девальвація національної валюти. Отже, для пояснення причин девальвації гривні розглянемо показники платіжного балансу у наявні періоди.

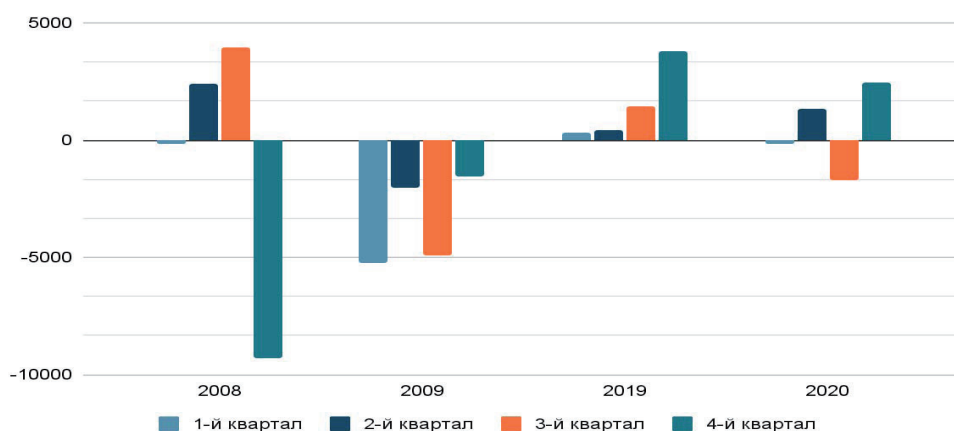


Рис. 3. Динаміка зведеного платіжного балансу України, 2008–2009 рр. та 2019–2020 рр., млн дол. США*
*Складено за [13].

Помітно що динаміка платіжного балансу (рис. 3) та динаміка валютного курсу (рис. 1 і 2), мають обернену пропорційність. Тобто дефіцит 4-го кварталу 2008 р. та відносна зміна показника у період з 4-го кварталу 2019 р. по 1-й квартал 2020 р. корелюється з девальвацією гривні.

Проведемо аналіз статей платіжного балансу (вибірково) для визначення причин його змін, у періоди 3-го та 4-го кварталів 2008 р., 4-го кварталу 2019 р. та 1-го кварталу 2020 р., де попередній квартал є базовим (табл. 2).

Оскільки розглянуто аналітичну форму платіжного балансу, для об'єктивності висновків зміни у статтях імпорту та експорту подамо у вигляді різниці між кредитом та дебітом.

Аналізуючи періоди, можна виокремити такі збіги: вагомні зміни

у фінансових рахунках (інвестиціях) збігаються зі зниженням загального обсягу імпорту/експорту. Найбільший вплив на зміни в балансі мають зміни в обсязі інвестицій. У період 3-го та 4-го кварталів 2008 р. зміни в імпорті та експорті товарів не мають вагомого впливу на платіжний баланс через майже рівнопропорційну зміну, на відміну від періодів 4-го та 1-го кварталів 2019–2020 рр. відповідно, в яких зниження обсягів імпорту є більшим, ніж експорту. В останньому випадку це призвело до позитивного впливу.

Щодо інвестицій, ситуація досить подібна. Фінансовий рахунок 3-го та 4-го кварталів 2008 р. склав 6054 та 5615 млн дол. США відповідно [4]. Це може вказувати на збільшення зовнішніх зобов'язань та зменшення обсягів інвестування. У 4-му та 1-му кварталах 2019–2020 рр. ЧМП (чиста міжнародна

Таблиця 2

**Вибіркові статті платіжного балансу України,
2008–2009 рр. та 2019–2020 рр., млн дол. США***

Стаття балансу		3-й кв. 2008 р.	4-й кв. 2008 р.	Зміни**
Рахунок поточних операцій	Експорт товарів	19827	12726	-7101 (-35,8%)
	Імпорт товарів	24193	16581	-7612 (-31,5%)
	Експорт послуг	6555	4005	-2550 (-38,9%)
	Імпорт послуг	4722	3698	-1024 (-21,7%)
	Доходи від інвестицій (сальдо)	-1386	-1774	-388 (-28%)
Фінансовий рахунок	Прямі інвестиції (сальдо)	-3324	-1058	2266 (68,2%)
	Інші інвестиції (сальдо)	-4000	6241	10241 (256%)
Стаття балансу		4-й кв. 2019 р.	1-й кв. 2020 р.	Зміни
Рахунок поточних операцій	Експорт товарів	11987	11258	-729 (-6%)
	Імпорт товарів	16316	12997	-3319 (-20,3%)
	Експорт послуг	4611	4003	-608 (-13,2%)
	Імпорт послуг	3837	3417	-420 (-10,9%)
	Доходи від інвестицій (сальдо)	-2293	-685	1608 (70,1%)
Фінансовий рахунок	Прямі інвестиції (сальдо)	-782	1630	2412 (308%)
	Інші інвестиції (сальдо)	372	6241	5869 (1575,8%)

*Складено за [13].

** Зміни у номінальному та відсотковому вираженні.

інвестиційна позиція) склала -2325 та 2193 млн дол. США відповідно [13].

Зміни усіх цих статей пояснюються світовим кризовим становищем у ці періоди. Зміни обсягів виробництва у період світової фінансової кризи 2009 р. призвели до падіння ВВП у багатьох країнах світу як наслідок зміни у міжнародній торгівлі ($\approx -10\%$). Велике падіння ВВП внаслідок зменшення обсягів виробництва та споживча інфляція мали негативний вплив на платіжний баланс.

На відміну від кризи 2009 р., криза 2020 р. не мала циклічного характеру, її причиною стала пандемія COVID-19. У свою чергу вона призвела до скорочення обсягів виробництва майже у всіх країнах світу (особливо Китаї, через жорстку епідеміологічну ситуацію). Але її наслідки в рамках світового господарства мали менш негативний вплив, ніж рецесія 2009 р.

Наступним пунктом розгляду буде один з найважливіших інструментів валютного регулювання – валютні інтервенції НБУ. У період 2008–2009 рр. Національний банк здійснював інтервенції, купуючи іноземну валюту на ринку, щоб підтримати гривню та

запобігти різкому падінню її курсу. Це допомагало контролювати інфляцію та забезпечувати стабільність валютного ринку. Однак валютні інтервенції призводили до зменшення валютних резервів країни, оскільки НБУ витрачав частину валютних активів на купівлю гривні. Таким чином, в цей період даний інструмент використовувався не дуже активно. Враховуючи це, регулятор на одному з етапів валютної політики впровадив курсовий банд (певний діапазон валютного курсу), в межах якого НБУ дозволяв гривні коливатися.

Валютні інтервенції здебільше активно застосовувалися в період кризи 2019–2020 рр., що в підсумку дало позитивний результат (рис. 4).

Проаналізувавши вищенаведену діаграму, можна виділити три періоди. Перший з них (01.2019–02.2020 рр.) характеризується збільшенням обсягів купівлі валюти. Причинами цього є такі чинники:

- збільшення рівня фінансової стабільності в Україні;
- збільшення попиту на валюту через ревальваційні процеси;
- необхідність збільшення обсягу грошової маси гривні.

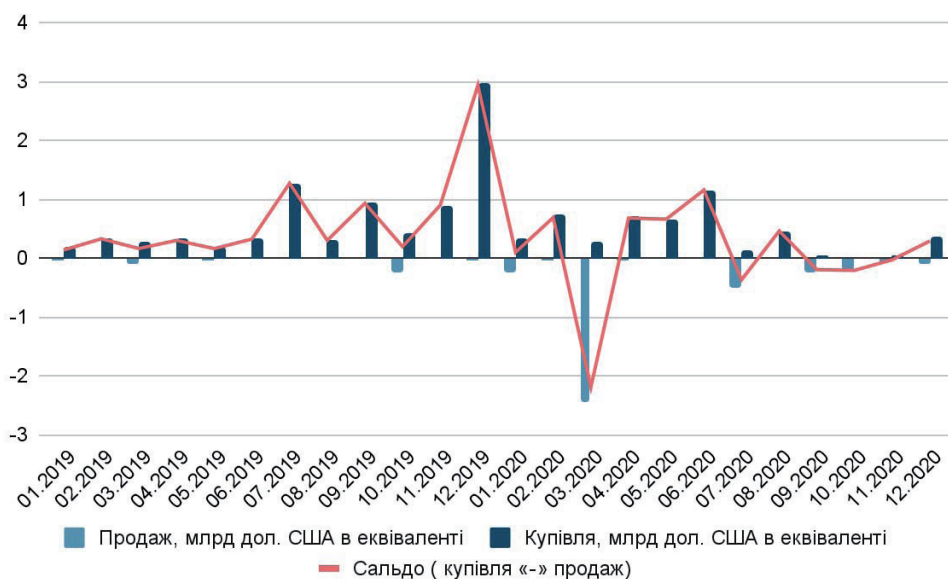


Рис. 4. Валютні інтервенції НБУ 2019–2020 рр., млрд дол. США*

*Складено за [13].

У березні 2020 р. відзначається велике від'ємне сальдо (-2,18 млрд дол. США), що пов'язано з кризовими факторами через ведення карантинних заходів 11.03.2020 р., а саме для мінімізації ризиків інфляційних процесів та збереження рівноваги попиту/пропозиції на валютному ринку та необхідності зменшення обсягів грошової маси в обігу. У цілому антикризова політика під час пандемії має суттєві відмінності від інструментів та їх застосування при виході з циклічної кризи [15].

Ще одним інструментом валютного регулювання є валютні обмеження. І знову ж таки для вищезгаданих криз політика використання інструментів відрізнялася.

У 2008–2009 рр. на час дії обмежень фізичні та юридичні особи повинні були отримати дозвіл Національного банку України на вивезення іноземної валюти понад певну суму. Такі заходи спричинили певні обмеження для бізнесу та громадян, які прагнули здійснити операції з іноземною валютою. Також влада встановила обмеження на здійснення інвестицій за кордон. Це означало, що підприємства та інвестори потребували спеціальних дозволів для вкладення коштів у проекти за межами України. Ці обмеження мали на меті контроль над витратами валютних резервів та стабілізацію національної валюти. Проте вони також призвели до складнощів для бізнесу, іноземних інвесторів та громадян, які бажали здійснювати валютні операції.

На початку 2019 р. в Україні була введена систему валютних обмежень, яка передбачала послаблення режиму обмежень на вивезення іноземної валюти та інших валютних цінностей. Це було зроблено для спрощення валютного регулювання та покращання бізнес-клімату в країні. Основні зміни в системі валютних обмежень в Україні в 2019–2020 рр. включали:

– зняття обмежень на вивезення готівкової іноземної валюти фізичними особами на суму еквівалента 10 тис. дол США без обов'язкового подання декларації;

– зняття обмежень на вивезення іноземної валюти за кордон юридичними особами;

– впровадження механізму «валютної декларації» для фізичних та юридичних осіб, які перетинали кордон та вивозили готівкову валюту або цінності на суму, що перевищує встановлену межу;

– послаблення обмежень на інвестиційні операції, зокрема виходячи за межі України;

– впровадження більш ліберального підходу до валютного регулювання з метою покращання інвестиційного клімату та спрощення валютних операцій для бізнесу.

Ці заходи були спрямовані на полегшення валютних обмежень, спрощення валютного контролю та покращання інвестиційної активності в Україні.

Інші елементи девізної політики майже не використовувалися: ступінь конвертованості валюти та режим валютного курсу не змінювався. Те саме можна сказати і про інструменти довгострокової валютної політики: порядок міжнародних розрахунків дещо коригувався, але не суттєво; режим валютних курсів і паритетів залишався незмінним; використання золота і резервних валют було поєднано з диверсифікацією валютних резервів та в основному пов'язано з валютними інтервенціями та виконанням зовнішніх боргових зобов'язань.

Таким чином, можна стверджувати, що різна природа криз 2008–2009 та 2019–2020 рр. потребувала використання різноспрямованого інструментарію валютного регулювання. І, відповідно, ефективність їх застосування була не-однакова.

Висновки. Протягом кризи 2008–2009 рр. Україна використовувала облікову ставку як один з ключових інструментів своєї валютної політики для забезпечення стабільності фінансової системи та впливу на макроекономічні показники. Зниження та підвищення облікової ставки були застосовані з метою

реагування на зміни у валютному ринку та економічних умовах. Перелік основних досягнень можна сформулювати таким чином:

1. Стабілізація національної валюти: валютна політика в 2008–2009 рр. допомогла уникнути гострого дефіциту національної валюти та великого зростання курсу гривні до іноземних валют, що могло створити серйозні труднощі для бізнесу та населення.

2. Зменшення валютних ризиків: введення обмежень на вивезення іноземної валюти відіграло роль у зменшенні ризиків зростання валютного дефіциту та стабілізації валютного ринку.

4. Захист національних резервів: введення валютних обмежень мало за мету запобігання надмірному зменшенню валютних резервів країни, які могли б виникнути в умовах глобальної фінансової кризи.

5. Обмеження на здійснення інвестицій за кордон: валютна політика також обмежувала здійснення інвестицій за кордон для збереження валютних резервів та забезпечення стабільності валютного курсу.

6. Економічна спадщина: валютні обмеження також створили обмеження можливостям бізнесу та інвесторам у розвитку та реалізації проєктів за межами України.

Стабілізація національної валюти та контроль над валютним ринком можуть вважатися одними з позитивних аспектів валютної політики, проте вони мали свої від'ємні наслідки для окремих груп бізнесу та інвесторів.

Використання інструментів валютної політики під час кризи 2019–2020 рр. було більш агресивним та ліберальним, що в цілому дало кращий результат для поживлення економічних процесів та виходу з рецесії. До основних наслідків валютного регулювання в цей час можна віднести такі:

1. Стабілізація гривні: валютна політика, спрямована на забезпечення стабільності національної валюти, допомогла уникнути значних коливань

курсу гривні. Зниження облікової ставки та інші заходи, спрямовані на сприяння економічному зростанню та зниженню інфляції, а також певному стабілізаційному ефекту.

2. Інфляційні тенденції: зниження облікової ставки в 2019–2020 рр. сприяло зниженню інфляції. Ця політика допомогла контролювати зростання цін та забезпечити більш стабільні ціни на споживчому ринку.

3. Економічний розвиток: зниження облікової ставки та інші заходи монетарної політики сприяли підтримці економічного розвитку, стимулюючи кредитні операції та інвестиції. Це стало позитивним фактором для зміцнення економіки країни.

4. Фінансова стійкість: здійснення валютних обмежень та інших заходів валютного контролю вплинули на стійкість фінансової системи країни, зменшуючи ризик втрати валютних резервів та допомагаючи зберегти макроекономічну стійкість.

5. Інвестиційний клімат: політика зниження облікової ставки та підтримка кредитування сприяли залученню інвестицій, але також важливо враховувати інші фактори, такі як правова стабільність, бізнес-середовище та корупція.

6. Зовнішній баланс: валютна політика також мала позитивний вплив на зовнішній баланс країни, зокрема на стан зовнішньої торгівлі та баланс платежів.

Оцінка ефективності валютної політики в цей період залежить від контексту та цілей, які ставили перед собою уряд та регуляторні органи.

У підсумку потрібно зазначити, що на валютний ринок мають вплив не лише керуючі органи державної влади, а також його суб'єкти. Через високий рівень доларизації економіки України, що виражено у відносних обсягах боргових зобов'язань підприємств, ефективність впливу НБУ та інших керуючих органів падає, що робить економіку більш вразливою до зовнішніх чинників.

Проведений аналіз дозволив виділити основні напрями реалізації валютної політики України щодо стабілізації економіки та досягнення стійкого економічного зростання:

- підвищення інвестиційної привабливості;
- зменшення зовнішньоторговельної вразливості економіки;
- покращання умов торгівлі;
- оптимізація стану платіжного балансу;
- досягнення стабільності валютного курсу національної валюти;
- зменшення доларизації зовнішніх зобов'язань приватних суб'єктів економіки.

Зважаючи на цілком визначений в сьогоденні вектор інтеграційних процесів України в бік поступового набуття статусу повноправного члена європейської

спільноти та прийняття на себе зобов'язань та стандартів ЄС, дуже важливим та актуальним постає питання відповідності макроекономічним критеріям валютно-фінансової конвергенції [16].

Для вирішення вищенаведених проблем є доцільним поступове запровадження валютної лібералізації, запровадження нових реформ та державних проєктів, що поліпшують інвестиційний клімат. Також є доречною дедоларизація боргів підприємств через стимулювання до кредитування у національній валюті. Міжнародні переговори з офіційними кредиторами дають змогу залучення позик на більш привабливих умовах, що мінімізує ризики. У довгостроковій перспективі є доречним зміцнення фінансових ринків та ринків капіталу для забезпечення стабільності економічного зростання.

Список використаної літератури

1. Дзюблук, О.В. Валютна політика як фактор макроекономічної стабілізації. *Фінанси України*. 2016. № 11. С. 33–51.
2. Журавка, Ф.О. Механізм реалізації валютної політики в Україні: автореф. канд. екон. наук, спец.: 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит. Суми: УАБС НБУ, 2009. 29 с.
3. Колдовський, А.В. Система валютного регулювання в контексті фінансової нестабільності економіки: дис. канд. екон. наук : спец. 08.00.08 гроші, фінанси і кредит. Суми, 2013. 23 с.
4. Савченко, Т.Г., Єпіфанова, М.А. Оцінка ефективності інструментів валютного регулювання в Україні. *Актуальні проблеми економіки*. 2011. № 2. С. 161–170.
5. Веріга, Г.В. Механізми регулювання валютного ринку та аналіз ефективності їх інструментів. *Економічний часопис - XXI*. 2015. № 9–10. С. 68–72.
6. Frieden, J.A. Real sources of European currency policy: Sectoral interests and European monetary integration. *International Organization*. 2002. № 56(4). P. 831–860.
7. Carlino, G., & DeFina, R. The differential regional effects of monetary policy. *Review of economics and statistics*. 1998. № 80(4). P. 572–587.
8. Chen, M.J., Griffoli, M.T.M., & Sahay, M.R. Spillovers from United States Monetary Policy on Emerging Markets: Different This Time? *International Monetary Fund*. 2014. P. 30.
9. Задоя, О.А. Зміна впливу економічних циклів на економіку України. *Нобелівський вісник*. 2018. №1(11). С. 39–44.
10. Магдич, А.С. Спільні риси й національні особливості економіки країн Центральної та Східної Європи. *Економіка розвитку*. 2013. № 2. С. 32–36.
11. Власенко, Є.Ю., Брітченко, І.Г. Державне регулювання валютного курсу в сучасних економічних умовах. *Науковий вісник Ужгородського університету: Серія: Економіка*. Ужгород: Видавництво УжНУ «Говерла». 2012. Вип. 3 (37). С. 75–79.
12. Місяць, Н.О. Інструменти регулювання валютних відносин: класифікація та особливості застосування. *Вісник Одеського національного університету. Серія: Економіка*. 2015. Вип. 20 (4). С. 233–238.

13. Офіційний сайт НБУ. Офіційний курс гривні щодо іноземних валют. URL: <https://bank.gov.ua>
14. The World Bank. URL: <https://www.worldbank.org>
15. Задоя, О.А. Аналіз сценаріїв застосування інструментів антикризової політики в Україні під час пандемії. *Академічний огляд*. 2020. №2(53). С. 19–28.
16. Задоя, А.О., Магдич, А.С., Задоя, О.А. Макроекономічні критерії валютно-фінансової конвергенції: орієнтири для України. *Академічний огляд*. 2022. №2(57). С. 5–23.

References

1. Dzyublyuk, O.V. (2016) *Valyutna polityka yak faktor makroekonomichnoyi stabilizatsiyi* [Currency policy as a factor of macroeconomic stabilization]. *Finansy Ukrainy* [Finances of Ukraine], no. 11, pp. 33-51.
2. Zhuravka, F.O. (2009) *Mekhanizm realizatsiyi valyutnoyi polityky v Ukraini, avtoreferat. kand. ekon. nauk, spets.: 08.00.08 - hroshi, finansy i kredyt* [The mechanism of currency policy implementation in Ukraine, author's abstract. Ph.D. economy Science, special.: 08.00.08 - money, finance and credit]. Sumy, UABS NBU, p. 29.
3. Koldovsky, A.V. (2013) *Systema valyutnoho rehulyuvannya v konteksti finansovoyi nestabil'nosti ekonomiky: dys. na zdobuttya nauk. stupenya kand. ekon. nauk: spets. 08.00.08 hroshi, finansy i kredyt* [The system of currency regulation in the context of financial instability of the economy: dissertation. for obtaining sciences. candidate degree economy Sciences: spec. 08.00.08 money, finance and credit]. Sumy, p. 23.
4. Savchenko, T.G., Yepifanova M.A. (2011) *Otsinka efektyvnosti instrumentiv valyutnoho rehulyuvannya v Ukraini* [Evaluation of the effectiveness of currency regulation instruments in Ukraine]. *Aktual'ni problemy ekonomiky* [Actual problems of economics], no. 2, pp. 161-170.
5. Veriga, G.V. (2015) *Mekhanizmy rehulyuvannya valyutnoho rynku ta analiz efektyvnosti yikh instrumentiv* [Mechanisms of currency market regulation and analysis of the effectiveness of their instruments]. *Ekonomichnyy chasopys-21* [Economic magazine-21], no. 9-10, pp. 68-72.
6. Frieden, J.A. (2002) Real sources of European currency policy: Sectoral interests and European monetary integration. *International Organization*, no. 56 (4), pp. 831-860.
7. Carlino, G., & DeFina, R. (1998) The differential regional effects of monetary policy. *Review of economics and statistics*, no. 80(4), pp. 572-587.
8. Chen, M.J., Griffoli, M.T.M., & Sahay, M.R. (2014) Spillovers from United States Monetary Policy on Emerging Markets: Different This Time? *International Monetary Fund*, p. 30.
9. Zadoia, O.A. (2018) *Zmina vplyvu ekonomichnykh tsykliv na ekonomiku Ukrainy* [Changes in the influence of economic cycles on the economy of Ukraine]. *Nobelivs'ky visnyk* [Nobel Bulletin], no. 1(11), pp. 39-44.
10. Mahdich, A.S. (2013) *Spil'ni rysy y natsional'ni osoblyvosti ekonomiky krayin Tsentral'noyi ta Skhidnoyi Yevropy* [Common features and national peculiarities of the economy of the countries of Central and Eastern Europe]. *Ekonomika rozvytku* [Development Economics], no. 2, pp. 32-36.
11. Vlasenko, E.Yu., Britchenko, I.H., Miklovda, V.P., Pityulych, M.I., Hapak, N.M. (2012) *Derzhavne rehulyuvannya valyutnoho kursu v suchasnykh ekonomichnykh umovakh* [State regulation of the exchange rate in modern economic conditions]. *Naukovyy visnyk Uzhhorods'koho universytetu: Seriya: Ekonomika* [Scientific Bulletin of Uzhhorod University: Series: Economics]. Uzhgorod, *Vydavnytstvo UzhNU "Hoverla"* [Publishing House of UzhNU «Hoverla»], issue 3 (37), pp. 75-79.

12. Misiats, N.O. (2015) *Instrumenty rehulyuvannya valyutnykh vidnosyn: klasyfikatsiya ta osoblyvosti zastosuvannya* [Tools for regulating currency relations: classification and features of application]. *Visnyk Odes'koho natsional'noho universytetu. Seriya: Ekonomika* [Bulletin of the Odesa National University. Series: Economy], issue 20 (4), pp. 233-238.

13. *Ofitsiynyy sayt NBU. Ofitsiynyy kurs hryvni shchodo inozemnykh valyut* [Official website of the NBU. The official exchange rate of the hryvnia against foreign currencies]. Available at: <https://bank.gov.ua> (Accessed 23 May 2023).

14. The World Bank. Available at: <https://www.worldbank.org> (Accessed 15 June 2023).

15. Zadoia, O.A. (2020) *Analiz stsenariyiv zastosuvannya instrumentiv antykryzovoyi polityky v Ukraini pid chas pandemiyi* [Analysis of scenarios of application of anti-crisis policy tools in Ukraine during the pandemic *Akademichnyy ohlyad* [Academic review], no. 2(53), pp. 19-28.

16. Zadoia, A.O., Magdich, A.S., Zadoia, O.A. (2022) *Makroekonomichni kryteriyi valyutno-finansovoyi konverhentsiyi: oriyentiry dlya Ukrainy* [Macroeconomic criteria of monetary and financial convergence: guidelines for Ukraine]. *Akademichnyy ohlyad* [Academic Review], no. 2(57), pp.5-23.

ANALYSIS OF THE EFFICIENCY OF USING MONETARY POLICY INSTRUMENTS IN UKRAINE DURING THE CRISES OF 2008-2009 AND 2019-2020

Alisa S. Mahdich, Alfred Nobel University, Dnipro (Ukraine).

E-mail: engprog@duan.edu.ua

Oleksandr A. Zadoia, Alfred Nobel University, Dnipro (Ukraine).

E-mail: o.zadoia@duan.edu.ua

Bohdan O. Honcharuk, Alfred Nobel University, Dnipro (Ukraine).

E-mail: bgdngoncaruk@gmail.com

DOI: 10.32342/2074-5354-2024-1-60-11

Keywords: *economic crisis, pandemic, instruments of foreign exchange regulation, discount rate, devaluation, revaluation, foreign exchange intervention, foreign exchange policy, discount policy*

JEL classification: *E32, E42, E52, F44*

The article is devoted to the analysis, comparison and evaluation of the effectiveness of the foreign exchange policy instruments used during the crises of 2008-2009 and 2019-2020 in Ukraine. The main types of instruments of foreign exchange regulation and the priority areas of their application were defined. The authors took under consideration the key features of the construction of the socio-economic model of Ukraine, the geopolitical situation, and the imposition of cyclical fluctuations during the considered periods. In the course of the study, the exchange rate fluctuations of the national currency against the US dollar were monitored to determine dynamics of the devaluation and revaluation processes within the given time frames.

In order to detail the regulatory foreign exchange policy, a separate analysis of the use of NBU tools within the current and long-term strategy was carried out, the differences were identified and the consequences were outlined.

The conducted research showed that during both crises the discount policy, namely the change in the discount rate, was most actively used. But the changes were somewhat divergent: more aggressive liberal measures taken to reduce the discount rate during the 2019-2020 crisis appeared to be more effective compared to the crisis of 2008-2009. This is evidenced by data on changes in GDP PPP, indicating the best positive dynamics when exiting the recession during the pandemic. However, in both cases, significant devaluation was observed. In order to determine the causes and consequences of the depreciation of the national currency in relation to the US dollar and other currencies, an analysis

of the balance of payments accounts was carried out by individual articles. This made it possible to indicate significant differences in the nature of the origin of these crises.

The instruments of motto policy were also used with varying degrees of activity and in the opposite direction. Foreign exchange interventions in 2008-2009, in contrast to the period of 2019-2020, were used very limitedly due to the rather rapid depletion of gold and foreign exchange reserves. Foreign exchange restrictions were strengthened in 2008-2009, and liberalized in 2019-2020. As a result, it allowed to revive investment flows and improve the business climate in the country. It is also noted that against the background of general devaluation during both crises, a period of revaluation of the national currency was also observed in 2019. The analysis showed that in that case it was rather a negative phenomenon, which led to significant losses in the revenue part of the budget due to a decrease in revenues from customs payments, resulted from the inconsistent actions of the NBU and relevant ministries. Other elements of foreign exchange policy were almost not used: the degree of currency convertibility and the exchange rate regime did not change (with the exception of a short period of introduction of the exchange rate band). The same can be said about the instruments of the long-term foreign exchange policy: the order of international settlements was slightly adjusted, but not significantly; the regime of exchange rates and parities remained unchanged; the use of gold and reserve currencies was combined with the diversification of foreign exchange reserves and was mainly related to foreign exchange interventions and the fulfillment of external debt obligations.

The conducted analysis allowed to identify the main directions of the foreign exchange policy of Ukraine regarding the stabilization of the economy and the achievement of sustainable economic growth. To solve this problem, it is advisable to gradually introduce foreign exchange liberalization, introduce new reforms and state projects that might improve the investment climate. It is also appropriate to de-dollarize the debts of enterprises through incentives for lending in the national currency. In the long term, it is appropriate to strengthen financial and capital markets to ensure the stability of economic growth.

Одержано 12.08.2023.