



<https://doi.org/10.15407/economyukr.2024.12.026>

УДК 336,7; 338,2

JEL: G28, G30, F31

**В.І. ГАРКАВЕНКО**, науковий співробітник  
відділу грошово-кредитних відносин  
ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України»  
вул. Панаса Мирного, 26, 01011, Київ, Україна  
e-mail: [gvi1953@ukr.net](mailto:gvi1953@ukr.net)

ORCID: <https://orcid.org/0009-0004-6869-6144>

**Г.В. ЄРШОВА**, канд. екон. наук,  
старший науковий співробітник відділу грошово-кредитних відносин  
ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України»  
вул. Панаса Мирного, 26, 01011, Київ, Україна  
e-mail: [galina\\_yershova@ukr.net](mailto:galina_yershova@ukr.net)

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-8807-130X>

## **ВАЛЮТНА ПОЛІТИКА ТА ЇЇ ВПЛИВ НА РОЗВИТОК КОРПОРАТИВНОГО СЕКТОРУ ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ**

*Досліджено основні зміни протягом 2014—2024 рр. у державній валютній політиці, а саме в її складових — валютно-курсівій політиці та діях регулятора щодо валютних обмежень як елемента валютного регулювання. Охарактеризовано їх вплив на діяльність корпоративного сектору, зроблено висновок, що коливання валютного курсу має вплив на всі групи бізнесу, а його інтенсивність залежить від каналу трансмісії. Доведено, що в умовах України оптимальним для бізнесу і держави буде повільна помірна девальвація шляхом встановлення режиму «повзучої прив'язки», а не гнучке курсоутворення з реалізацією беззапечно прогнозованої і зрозумілої для бізнесу політикою НБУ.*

**Ключові слова:** валютна політика; корпоративний сектор; девальвація; ревальвація; валютні обмеження.

Ц и т у в а н н я: Гаркавенко, В., Єршова Г. (2024). Валютна політика та її вплив на розвиток корпоративного сектору економіки України. *Економіка України*. 67. 12 (757). 26-50. <https://doi.org/10.15407/economyukr.2024.12.026>

© Видавець ВД «Академперіодика» НАН України, 2024. Стаття опублікована на умовах відкритого доступу за ліцензією CC BY-NC-ND license (<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>)

Одним з головних завдань валютної політики держави є забезпечення стабільності економічного зростання економіки, яке, у свою чергу, безпосередньо залежить від ефективного функціонування її корпоративного сектору. Водночас, незважаючи на значні зміни у валютній політиці України в останнє десятиріччя, питання її впливу і змін, що відбулися, на діяльність корпоративного сектору в науковій літературі представлено досить фрагментарно. Доцільність детального розгляду впливу валютної політики на розвиток корпоративного сектору актуалізується ще й тим, що більш як дворічний період інтенсивної війни фінансово істотно виснажив корпоративний сектор, не лише ускладнивши при цьому активізацію інвестиційної діяльності, але й негативно вплинувши на його операційну діяльність. Разом з тим запроваджені НБУ валютні обмеження для стабілізації економіки на початку 2022 р., на думку окремих експертів, штучно звужують можливості корпоративного сектору до ефективного функціонування і відновлення довоєнних темпів розвитку. Зважаючи на загострення питання економічного виснаження корпоративного сектору як ключової ланки в забезпеченні розвитку економіки й необхідності пошуку шляхів активізації його діяльності, на наш погляд, доцільно зосередитися на еволюції валютної політики в Україні останнього десятиріччя та її впливі на корпоративний сектор.

Питання впливу валютної політики на розвиток бізнесу і економіки в цілому є актуальним для будь-якої країни, що обумовило значну кількість як іноземних, так і вітчизняних досліджень з цієї проблематики. Серед зарубіжних науковців теоретичні й прикладні дослідження у сфері впливу валютної політики на економічний розвиток країни належать таким ученим, як В. Аргі, Дж. Гандолфо, М. Голдстайн, А. Гош, Р. Манделл, М. Флемінг, Л. Свенсон. Їх праці зосереджено на ґрунтовному розгляді питань впливу валютної політики на макроекономічну стійкість країни, курсоутворенні. Масштабні дослідження валютної політики проводяться вітчизняними науковцями. Зокрема, авторським колективом під керівництвом М. Крупки (Крупка та ін., 2012) всебічно вивчено питання економічного змісту валютно-курсової політики, її особливості в умовах дії режиму інфляційного таргетування. Ф. Журавка (2009) зосереджує увагу на дослідженні механізму реалізації валютної політики. О. Береславська, Я. Белінська, О. Дзюбик, Т. Унковська, Т. Богдан та інші розглядають валютну політику в контексті можливостей макроекономічної стабілізації економіки. Праці Д. Лук'яненка, А. Поручника, С. Шумської сконцентровано на дослідженні чинників формування обмінного курсу, його впливі на інфляційні процеси в країні. Зазначимо, що, на противагу зарубіжним, вітчизняні дослідження зосереджені переважно на питанні впливу валютної політики на макроекономічну ситуацію в країні й залишають поза увагою її тиск саме на діяльність і розвиток корпоративного сектору. Водночас висвітлення його проблем, що виникають під дією валютної політики, може створити підґрунтя для пошуку шляхів посилення ефективності державного регулювання у цій сфері.

Отже, **мета статті** — провести аналіз валютної політики держави, а саме таких її складових, як валютно-курсова політика і валютні обмеження, визначити її вплив на розвиток корпоративного сектору економіки України.

Наукові праці вітчизняних і зарубіжних учених формують теоретико-методологічну базу дослідження, яке здійснювалося на основі ретроспективного аналізу змін у валютній політиці держави за допомогою системного підходу на принципах об'єктивності й критичного аналізу, систематизації аналітичних і статистичних даних. Основні результати дослідження обґрунтовано на базі інтегрованого підходу.

Валютна політика є комплексним поняттям, яке в Україні не має чіткого законодавчого визначення<sup>1</sup>. У науковій літературі її трактують як сукупність різноманітних державних заходів (економічних, правових тощо), здійснених з метою забезпечення соціально-економічного розвитку країни, підтримки її стійкого міжнародного валютно-фінансового становища (Воронова, 2011, с. 78), рівноваги платіжного балансу, стримування зростання безробіття, інфляції (Крупка та ін., 2012) тощо. Кожен науковець, ураховуючи мету свого дослідження, наголошує на окремих її аспектах, що й обумовлює різноманіття тлумачень економічного поняття валютної політики.

Узагальнюючи визначення багатьох науковців, можна констатувати, що термін «валютна політика» характеризує складову грошово-кредитної політики центрального банку країни (Дзюблюк, 2007, с. 17), представлену сукупністю правових, економічних і організаційних заходів, методів, форм, інструментів, застосовуваних державою у сфері валютно-фінансових і кредитних відносин для забезпечення реалізації поточних і стратегічних цілей держави. До складових валютної політики відносять валютно-курсову, дисконтну, девізну, політику диверсифікації золотовалютних резервів і міжнародно-кредитну політику (Крупка та ін., 2012). Сукупність дії усіх елементів валютної політики в підсумку впливає на загальний стан економіки країни.

Зважаючи на те, що метою нашого дослідження є визначення впливу змін валютної політики саме на діяльність корпоративного сектору, основна увага концентруватиметься на таких її складових, як валютно-курсова політика і дії регулятора щодо валютних обмежень як елемента валютного регулювання, реалізація яких, на наш погляд, впливає на формування моделі поведінки бізнесу як у коротко- і середньостроковому періодах, так і на довгострокову перспективу.

Оскільки вибір конкретних форм курсової політики справляє надзвичайно великий вплив на вирішення ключових проблем і на макро-, і на мікроекономічному рівнях, питання валютного курсу і валютної політики в Україні протягом усіх років було предметом гострих дискусій і стрижневою проблемою при розробці й реалізації антиінфляційних заходів, програм фінансової стабілізації, зовнішньоторговельної політики тощо. Еволюція ва-

---

<sup>1</sup> Міжнародний досвід говорить, що визначення валютної політики в країні юридично закріплюється, як правило, її валютним законодавством.

лютної політики в Україні у 1992—2024 рр. свідчить, що за цей період було застосовано майже всі відомі форми валютної політики, перш за все валютні обмеження, множинність курсів, фіксацію курсу, подвійний валютний ринок, регульований (у тому числі в межах «валютного коридору»), вільно плаваючий курс, а також різні інструменти впливу на валютний курс.

Попри всі зміни в курсоутворенні й функціонуванні валютного ринку (базові питання валютної політики), в Україні за період 1993—2023 рр. спостерігалися тенденції фактично фіксованого валютного курсу протягом тривалого часу, а потім його різке (обвальне) знецінення, про що свідчить динаміка курсу гривні. Так, унаслідок фінансової кризи 1998 р., що розпочалася з валютної кризи, спричиненої внутрішніми факторами (передчасною лібералізацією операцій, пов'язаних з рухом капіталу, застосуванням НБУ виключно ринкових інструментів регулювання<sup>2</sup>), до яких приєдналися зовнішні фактори<sup>3</sup>, офіційний курс гривні по відношенню до долара знецінився на 80,5 % за 1998 р. (з 1,899 грн до 3,427 грн) і ще на 52,2 % за 1999 р. (з 3,427 грн до 5,2163 грн), тобто у 2,7 разу за два роки.

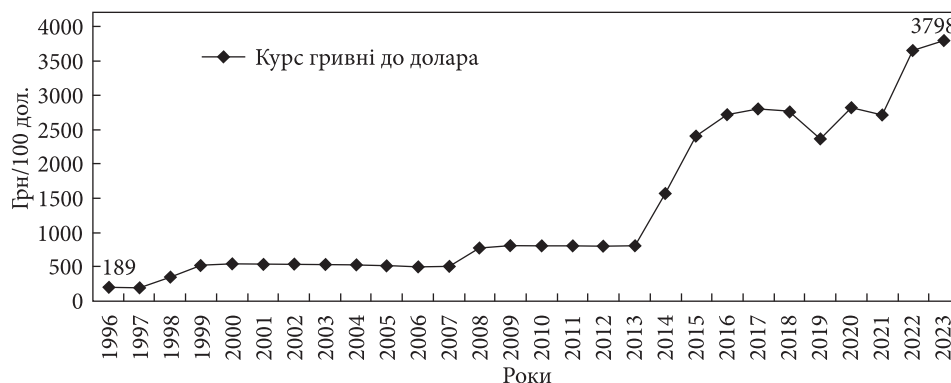
Унаслідок фінансово-економічної кризи 2008—2009 рр., яка також розпочалася з валютної кризи, спричиненої високою обтяжливістю боргового навантаження на банківський сектор України у IV кв. 2008 р.<sup>4</sup>, що збіглося в часі зі складною ситуацією на зовнішніх ринках капіталу<sup>5</sup> і вкрай несприят-

<sup>2</sup> Допуск нерезидентів до ринку ОВДП призвів до критичної залежності фінансової системи України від нерезидентів і створив умови для їх необмеженої можливості впливати на курсоутворення і стан валютного ринку, а децентралізація валютного ринку, яка була розпочата в 1995 р., дозволила комерційним банкам в умовах кризової ситуації узгоджено впливати на коливання курсу національної валюти по відношенню до іноземних валют шляхом подачі односторонніх заявок на купівлю-продаж іноземної валюти на УМВБ (місце курсоутворення). Як наслідок, в умовах створеної урядом фінансової піраміди у вигляді ОВДП спекулятивні дії нерезидентів і резидентів спровокували в Україні в II півріччі 1998 р. валютну кризу, яка перекинулася на інші сегменти фінансового ринку.

<sup>3</sup> Зокрема, обвальне падіння курсу російського рубля по відношенню до іноземних валют на валютному ринку РФ, яка на той час була основним торговельним партнером України.

<sup>4</sup> Надмірні й практично безконтрольні зовнішні запозичення банківського сектору України у 2004—2008 рр. і перехід більш як його третини (за часткою в статутному капіталі) під контроль іноземних банків призвели до залежності фінансової системи України від світових фінансових ринків і, з настанням кризових подій на цих ринках і вкрай несприятливої економічної та політичної ситуації в Україні, спровокували наприкінці 2008 р. кризу на внутрішньому валютному ринку. Чистий відплив коштів з банківського сектору України (без урахування прямих інвестицій) у IV кв. 2008 р. склав 2,2 млрд дол., що викликало лавиноподібне падіння курсу гривні. Лише запроваджений НБУ з жовтня 2008 р. мораторій на дострокове зняття коштів з депозитних рахунків перешкодив додатковому відпливу фінансів нерезидентів на суму близько 6 млрд дол.

<sup>5</sup> Дефіцит “довіри” на світових фінансових ринках у цілому, і навіть більшою мірою в Україні, зумовив зменшення припливу довгострокових ресурсів і високі обсяги повернення короткострокових кредитів нерезидентам, а також відплив іноземної готівки з банківської системи.



**Рис. 1.** Динаміка офіційного курсу гривні до долара за 1996—2023 рр. (на кінець року)  
*Джерело:* побудовано авторками за: Офіційний курс гривні щодо іноземних валют. Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/exchange-rates> (дата звернення: 05.06.2024).

ливою економічною й політичною ситуацією всередині країни, гривня знецінилася на 52 % за 2008 р. і ще на 3,7 % за 2009 р. У післякризові 2010—2013 рр. відбувалася лібералізація відносин, пов'язаних з функціонуванням валютного ринку, проте цей період характеризувався відносною стабільністю на валютному ринку і курсу гривні, забезпеченою зменшенням валютних резервів, зростанням державного і валового зовнішніх боргів України.

Найбільш глибока девальвація гривні з часів її введення в 1996 р. відбулася під час фінансової кризи 2014—2017 рр. Якщо курс національної валюти з 31 грудня 1996 р. по 31 грудня 2013 р. знецінився з 1,889 до 7,993 грн за дол., тобто у 4,2 разу за 17 років, то за 2014—2017 рр. — з 7,993 до 28,067 грн за дол., або у 3,5 разу за чотири роки, причому лише за 2014 р. — у два рази (рис. 1). У цілому за період 1996—2023 рр. (з часу введення повноцінної національної валюти) курс гривні до долара впав у 14,86 разу.

Якщо враховувати фундаментальні чинники<sup>6</sup>, то доходимо висновку, що вони не могли призвести до такого рівня девальвації національної валюти, передусім, у 2014—2016 рр. Так, дефіцит платіжного балансу України у 2014 р. практично дорівнював дефіциту в кризовому 2009 р. (понад 13,3 млрд дол.), але курс національної валюти на кінець 2009 р. порівняно з початком 2008 р. знецінився на 58 % (з 5,05 до 7,985 грн/дол.), а з початку лютого 2014 р. до 26 лютого 2015 р. — у 3,75 разу (з 7,993 до 30,010 грн/дол.). Зазначимо, що валютний курс, з одного боку, виконує функцію регулювання торговельного і платіжного балансів тощо, а з іншого — сам залежить від стану торговельного і платіжного балансів, міжнародних резервів, структури економіки країни, економічної політики держави, перш за все валютної, зовнішньоторговельної, грошово-кредитної, бюджетно-податкової.

<sup>6</sup> Передусім, стан платіжного балансу, вплив якого на співвідношення попиту і пропозиції на валютному ринку й, відповідно, на рівень валютного курсу має комплексний характер і певною мірою відображає дію всіх інших курсоутворюючих факторів.

Поза сумнівом, велику роль у девальвації курсу гривні відіграли дестабілізаційні чинники: політична нестабільність, анексія Криму і початок бойових дій у Донбасі, накопичені за попередні роки економічні проблеми. Проте основною причиною падіння курсу гривні у 2014—2017 рр. стали **прорахунки у валютно-курсовій і грошово-кредитній політиці НБУ**.

В умовах погіршення платоспроможності країни, на тлі політичної кризи, що розпочалася наприкінці 2013 р., і пов'язаного з цим масового відпливу коштів з банків у лютому 2014 р. НБУ запровадив, причому в неправовий спосіб<sup>7</sup>, режим вільно плаваючого валютного курсу (замість керованого, під контролем НБУ, плаваючого валютного курсу), який був неприйнятний на визначеному етапі розвитку економіки країни. Згодом Україна взяла зобов'язання перед МВФ дотримуватися цього режиму й далі.

Запровадження вільно плаваючого валютного курсу в Україні, його дотримання в умовах кризи, рецесії і політичної нестабільності, з одночасним широкомасштабним і безконтрольним рефінансуванням банків, відіграли ключову роль у дестабілізації валютного ринку і наступного стрімкого знецінення курсу національної валюти, неефективного використання міжнародних резервів<sup>8</sup>, що у 2014—2016 рр. призвело до безпрецедентної за масштабами банківської кризи. Девальвація національної валюти у 2016—2017 рр.<sup>9</sup> була значно меншою, ніж у 2014—2015 рр., а на кінець 2018 р. взагалі змінилася ревальвацією, що відбулася завдяки відносній стабілізації ситуації на валютному ринку, вагомими чинниками якої були зменшення обсягів рефінансування банків, адміністративні обмеження й підвищення облікової ставки НБУ, тобто за рахунок дії інструментів грошово-кредитної і валютно-урсової політики центробанку. Періодичні прояви дестабілізації, що спостерігалися на валютному ринку, НБУ «гасив» продажем валюти, адже чинний режим курсоутворення і його валютна політика унеможливили не лише відсутність різких коливань курсу й утримання стабільної ситуації на валютному ринку, а й прогнозованість курсу.

Разом з тим в останні роки валютний курс, виходячи із загальноприйнятої практики, не можна вважати вільно плаваючим, оскільки після «великого розгулу спекулянтів на ринку» і значного падіння курсу НБУ адміністративними методами зупиняв спекулятивні дії, стримуючи подальше падіння або забезпечуючи повернення курсу на попередній рівень. Саме тому найбільш прийнятною назвою режиму валютного курсу в Україні останніх років, до повномасштабного вторгнення РФ, могла б стати така: *«курс, що визначається спекулянтами за участі регулятора»*.

<sup>7</sup> НБУ змінив режим курсоутворення з 6 лютого 2014 р. — без внесення змін до «Положення про встановлення офіційного курсу гривні до іноземних валют та курсу банківських металів». Лише в березні 2014 р. своєю постановою він його узаконив.

<sup>8</sup> Чисті інтервенції НБУ на продаж валюти становили: у 2014 р. — 9,2 млрд дол., у 2015 р. — 157 млн дол.

<sup>9</sup> Номінальний курс гривні до долара за 2014 р. знизився на 97,3 %, за 2015 р. — на 52,2 %, за 2016 р. — на 13,3 %, за 2017 р. — на 3,2 %, а за 2018 р. зміцнівся на 1,4 %.

Зазначимо, що країни самостійно визначають режим валютного курсу, обираючи один з видів системи фіксованих або плаваючих / гнучких курсів<sup>10</sup>. Однак відсутність закріпленого режиму валютного курсу в українському законодавстві дає НБУ можливість самостійно визначати цей режим, без взаємозв'язку з іншими складовими економічної політики уряду. Більше того, якщо в «старому» валютному законодавстві<sup>11</sup> і не було норми щодо валютного режиму, якого дотримується Україна, то були хоча б дві окремі статті, які стосувалися безпосередньо валютного курсу (ст. 8 «Валютний (обмінний) курс») і джерела для його підтримки (ст. 15 «Офіційні валютні резерви»), тоді як у «новому» валютному законодавстві<sup>12</sup> про курс згадується лише в принципах валютного регулювання (ст. 2), одним з яких визначено «самостійність та ринковість валютного регулювання, що передбачає гнучкість валютного курсу».

Продовженням «урсової» лібералізації 2014 р. стала широка валютна лібералізація 2019—2021 рр., започаткована відповідним Законом України, прийнятим без урахування власного досвіду руйнівних економічних наслідків від передчасної лібералізації валютних операцій, міжнародного досвіду поступової лібералізації фінансових ринків, практики застосування розвинутими країнами навіть натеper певних обмежень, пов'язаних з рахунком операцій з капіталом. Де-факто валютна лібералізація виявилася небезпечним етапом формування в Україні спекулятивної фінансової моделі, адже найбільші вигоди від неї отримали фінансові спекулянти, передусім нерезиденти, у частині як одержання надприбутків, так і легкості виведення капіталу з України. Зокрема, це стосується операцій нерезидентів з ОВДП.

Приплив спекулятивного іноземного капіталу через канал ОВДП (за 2019 р. — 4,2 млрд дол.) став головним чинником зростання обсягів міжбанківського валютного ринку і перевищення пропозиції валюти над її попитом і, як наслідок, суттєвого зміцнення курсу гривні у 2019 р. й збільшення міжнародних резервів. За 2019 р. гривня ревальвувала на 14,4 % (з 27,688 до 23,686 грн/дол.). При цьому спостерігалася пряма залежність між зміцненням курсу гривні (збільшенням обсягів продажу валюти клієнтами) і

<sup>10</sup> Фіксація курсу по відношенню до однієї валюти або обмеження коливань курсу до однієї валюти; фіксація курсу по відношенню до «кошика» валют; плаваючий, згідно з визначеним індикатором, або плаваючий по відношенню до однієї валюти; контрольований або регульований плаваючий курс (режим керованої гнучкості), коли центробанк постійно змінює курс залежно від стану платіжного балансу, рівня інфляції чи валютних резервів, але без обов'язковості чи автоматизму (такий режим існує в багатьох країнах); незалежний плаваючий курс (вільне плавання), коли курс визначається на ринку і центробанк не втручається в цей процес.

<sup>11</sup> Про систему валютного регулювання та валютного контролю. Декрет Кабінету Міністрів України № 15-93 від 19.02.1993 р. Втратив чинність на підставі Закону № 2473-VIII (2473-19) від 21.06.2018 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/15-93#Text>

<sup>12</sup> Про валюту і валютні операції. Закон України № 2473-VIII від 21.06.2018 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2473-19#Text>

придбанням нерезидентами гривневих ОВДП. Водночас на зростання обсягів валютного ринку впливали й інші фактори, передусім — продаж валюти НАК «Нафтогаз» і зростання експорту товарів.

У 2020 р., у зв'язку з початком світової фінансової кризи, спричиненої високою невизначеністю щодо подальшого поширення коронавірусу і загрозою дефолту в Україні, приплив валюти нерезидентів у ОВДП миттєво перетворився на відплив (у 2020 р. мінус 1,2 млрд дол. ). Підвищений попит на іноземну валюту з боку нерезидентів посилювався негативними очікуваннями резидентів щодо знецінення національної валюти і активізацією спекулятивних операцій банків, надлишкова гривнева маса яких ще в лютому 2020 р. почала перетікати з депозитних сертифікатів НБУ<sup>13</sup> на валютний ринок (унаслідок суттєвого зниження облікової ставки й дохідності депозитних сертифікатів). Активізації спекулятивних операцій сприяли окремі заходи з подальшої лібералізації валютних операцій<sup>14</sup>. Як наслідок, за 2020 р. гривня знецінилася на 19,4 % (з 23,686 грн/дол. на кінець 2019 р. до 28,275 грн/дол. на кінець 2020 р.). Девальвація гривні була б ще глибшою, якби НБУ не направив як інтервенції на її підтримку майже 3,9 млрд дол. Стимувальним фактором девальвації виявилось також перевищення пропозиції клієнтами валюти над попитом на неї на валютному ринку у квітні — червні 2020 р., що відбулося внаслідок суттєвого зменшення купівлі валюти імпортерами через карантин, пов'язаний з пандемією коронавірусу.

У 2021 р. гривня ревальвувала на 3,9 % (з 28,275 до 27,174 грн/дол.) насамперед завдяки припливу капіталу в державний сектор — через канал ОВДП, розміщення єврооблігацій, отримання макрофінансової допомоги від ЄС і кредиту від Світового банку. Таким чином, перехід до вільно плаваючого курсу і лібералізація валютних операцій, що відбувалася до повномасштабного вторгнення РФ в Україну, активізували спекулятивні операції резидентів і нерезидентів й призвели до різких коливань курсу національної валюти; підтвердили, що приплив спекулятивного капіталу може миттєво перетворитися на відплив і зруйнувати курсову стабільність; вкотре довели, що українська економіка виступає майданчиком для отримання спекулятивних зисків для іноземних інвесторів і відмивання коштів, що

<sup>13</sup> У депозитних сертифікатах НБУ було сконцентровано в середньому близько 150 млрд грн (понад 6 млрд дол.).

<sup>14</sup> Зокрема, банкам було надане право самостійно, на підставі своїх внутрішніх документів, ухвалювати рішення про необхідність подання клієнтом разом із заявою документів, пов'язаних із здійсненням валютних операцій з купівлі-продажу-обміну іноземної валюти (до лібералізації порядок купівлі валюти суб'єктами ринку, а також підстави й необхідні документи для її купівлі в розрізі резидентів і нерезидентів були чітко виписані за видами операцій у нормативно-правових актах НБУ); було вдвічі збільшено ліміти валютної позиції банків, що розширило їх можливості здійснювати власні операції на міжбанківському валютному ринку; іноземним банкам надане право проводити операції з купівлі-продажу іноземної валюти за гривню між собою, здійснюючи розрахунок через кореспондентські рахунки в українських банках.



надходять з офшорних юрисдикцій; наймовірно посилили ризики дестабілізації валютного ринку й стрімкої девальвації гривні, збільшення дефіциту поточного рахунку платіжного балансу і боргової залежності країни.

Одночасно із запровадженням режиму вільно плаваючого курсу гривні у 2014 р. НБУ оголосив про перехід до режиму інфляційного таргетування<sup>15</sup>. Проте ці два режими є абсолютно несумісними з перехідною економікою, до якої відноситься українська. Режим таргетування інфляції, узятий за основу грошово-кредитної політики НБУ, є неприйнятним для економіки України на сучасному етапі, адже причиною високого рівня інфляції у нас є не надлишкова пропозиція грошей, а стрімке підвищення цін на енергоносії і комунальні послуги, девальвація і спад виробництва. Це свідчить, що інфляцію, яка є похідною, взято як основний «таргет», тобто ціль, щоб вона вплинула на причину. В таких економіках, як українська, таргетом повинен бути валютний курс, адже від нього залежать і є похідними всі подальші елементи економіки. Застосування режиму таргетування інфляції в умовах експорто- та імпортозалежної економіки, монополізму на енергоносії і ціни на комунальні послуги, високого рівня тінізації і доларизації економіки, не працюючого фінансового ринку, погіршення купівельної спроможності населення позбавлене сенсу і лише погіршує економічну ситуацію.

Відсоткова політика НБУ, що з 2014 р. і до повномасштабного вторгнення РФ в Україну слугувала інструментом таргетування інфляції, мала істотні дестабілізуючі наслідки, адже каталізувала зростання спекулятивних операцій на фінансовому ринку, надмірні витрати при здійсненні державних запозичень і — що найбільш відчутно для майбутнього економіки — пригнічення, а подекуди й руйнування стимулів банківського сектору для кредитування бізнесу (Harkavenko, Yershova, 2023). Зокрема, в умовах системного профіциту ліквідності вітчизняного банківського сектору висока ставка за депозитними сертифікатами НБУ стимулювала банки до вкладання коштів у них, чим зумовила суттєве зростання мобілізаційних операцій Нацбанку<sup>16</sup>, обсяги яких за 2021 р. зросли в 50 разів порівняно з 2013 р.

Попри те, що політика НБУ була спрямована виключно на досягнення інфляційних цілей, інфляція перебувала за межами цільового коридору переважну більшість років цього періоду. Так, після впровадження інфляційного таргетування і затвердження Стратегії монетарної політики на 2016—2020 роки було визначено інфляційні таргети на рівні: 2016 р. — 12 % +/-3 %; 2017 р. — 8 % +/-2 %; 2018 р. — 6 % +/-2 %; 2019—2020 рр. —

<sup>15</sup> Відповідно до Основних засад грошово-кредитної політики на 2014 рік, Стратегія грошово-кредитної політики в середньостроковій перспективі передбачала застосування режиму інфляційного таргетування, повне запровадження якого мало відбутися в другій половині 2015 р.

<sup>16</sup> Через депозитні сертифікати НБУ було мобілізовано (за оборотами) у 2014 р. 1,456 трлн грн, у 2015 р. — 2,8 трлн грн, у 2016 р. — 2,9 трлн грн, у 2017 р. — 2,7 трлн грн, у 2018 р. — 2,9 трлн грн, у 2019 р. — 5,1 трлн грн, у 2020 р. — 10,8 трлн грн, у 2021 р. — 13,6 трлн грн (тоді як у 2013 р. — 0,3 трлн грн).

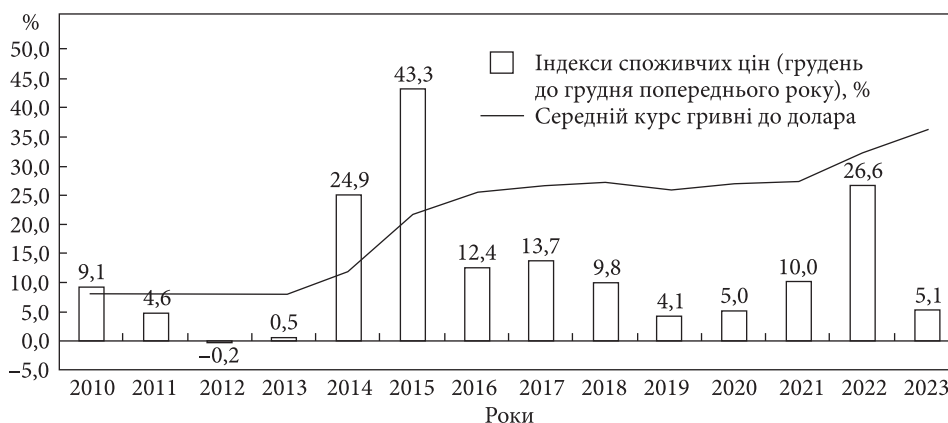


Рис. 2. Річна інфляція в Україні й курс гривні до долара у 2010—2023 рр.

Джерело: побудовано авторками за: Офіційний курс гривні щодо іноземних валют. Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/exchange-rates>; Індекс споживчих цін (грудень до грудня попереднього року). Державна служба статистики України. URL: <https://www.ukrstat.gov.ua/>

5 % +/- 1 %<sup>17</sup>. Надалі інфляційний таргет на постійній основі визначено в межах 5 % +/- 1 %.

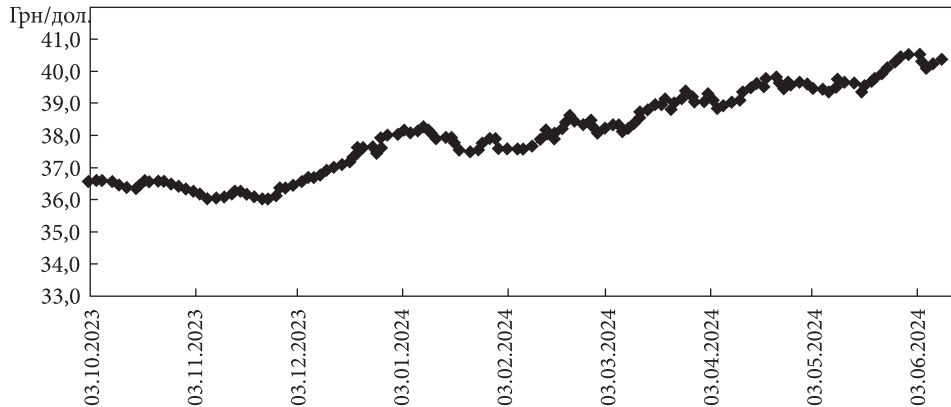
Водночас з фактичних даних (рис. 2) видно, що регулятор при виникненні внутрішніх або зовнішніх шоків не спроможний контролювати інфляцію у визначених межах. Це означає, що в разі економічних шоків економіка, зокрема бізнес, зазнавали одночасного удару від як стрімкого підвищення інфляції, так і знецінення національної валюти.

Після початку повномасштабної війни НБУ тимчасово — на період воєнного стану — ухвалив рішення не використовувати ринкові монетарні інструменти, зокрема, ключову (облікову) ставку як основний інструмент грошово-кредитної (монетарної) політики, тобто **відійшов від режиму інфляційного таргетування**<sup>18</sup>. У перший день повномасштабного вторгнення РФ Нацбанк зафіксував курс гривні до долара на рівні, на якому він діяв 24 лютого 2022 р. (29,2549), запровадив низку валютних обмежень (на купівлю валюти і транскордонні платежі, зняття коштів з валютних рахунків тощо)<sup>19</sup>. Це дало можливість запобігти паніці на валютному ринку, зупинити можливу неконтрольовану девальвацію національної валюти,

<sup>17</sup> Стратегія монетарної політики на 2016—2020 роки. Національний банк України, 2015. URL: [https://bank.gov.ua/admin\\_uploads/article/%D0%A1%D1%82%D1%80%D0%B0%D1%82%D0%B5%D0%B3%D1%96%D1%8F%20v11%20\(17%2008%202015\).pdf?v=7](https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/%D0%A1%D1%82%D1%80%D0%B0%D1%82%D0%B5%D0%B3%D1%96%D1%8F%20v11%20(17%2008%202015).pdf?v=7)

<sup>18</sup> Основні засади грошово-кредитної політики на період воєнного стану. Схвалено рішенням Ради Національного банку України від 15 квітня 2022 року. URL: [https://bank.gov.ua/admin\\_uploads/article/MPG-ml\\_2022.pdf?v=10](https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/MPG-ml_2022.pdf?v=10)

<sup>19</sup> Про роботу банківської системи в період запровадження воєнного стану. Постанова Правління НБУ № 18 від 24.02.2022 р. (із змінами, внесеними постановою Правління НБУ № 21 від 24.02.2022 р.). URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0018500-22#Text>



**Рис. 3.** Зміна курсу гривні до долара з 3 жовтня 2023 р. по 10 червня 2024 р., грн/дол. Джерело: побудовано авторками за: Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/exchangerates>

стримати переведення населенням власних банківських заощаджень у валюту, сповільнити зростання цін на імпортовані товари і необґрунтований вплив валюти з України.

З 21 липня 2022 р. офіційний валютний курс гривні до долара було зафіксовано на рівні 36,5686 грн за 1 дол., тобто з 24 лютого по 21 липня 2022 р. він девальвував на 25 %. Середньозважений готівковий курс (за продажем) девальфував за цей період<sup>20</sup> з 30,3331 до 38,0529 грн за 1 дол., або на 25,5 %. Таким чином, фактично нове значення офіційного курсу було зафіксоване на рівні девальвації готівкового курсу. Фіксація офіційного обмінного курсу гривні, здійснена НБУ після початку військових дій, та його перегляд у липні 2022 р. були цілком виправданими. Ефективність заходів, запроваджених Нацбанком на початку повномасштабної військової агресії у 2022 р., зокрема вчасне встановлення фіксованого курсу і валютних обмежень, а також міжнародна допомога у вигляді кредитів і грантів убезпечили від збільшення дефіциту платіжного балансу України до рівня, який міг би повністю «обнулити» валютні резерви НБУ і, відповідно, призвести до кількаразової девальвації національної валюти.

Після відносної адаптації економіки до умов війни і зниження панічних настроїв населення з 3 жовтня 2023 р. НБУ запровадив режим керованої гнучкості валютного курсу, який діє дотепер. Нацбанк контролює валютний курс, а коливання на ринку згладжує за рахунок валютних інтервенцій. Зрозуміло, що, з огляду на дефіцит валютних надходжень, передусім через зниження обсягів експорту (в тому числі через його логістичні обмеження, які перешкоджають зростанню його фізичних обсягів) і недостатність джерел зовнішнього фінансування України, подальша девальвація національної валюти була неминучою, адже утримання фіксованого

<sup>20</sup> До 21 травня 2022 р. курс продажу клієнтам готівкової іноземної валюти обмежувався 10 % від офіційного курсу НБУ, після чого встановлювався уповноваженою установою.

курсу протягом тривалого часу дуже дорого коштує державі й постійно збільшує його розрив з реальним курсом. Так, з 3 жовтня 2023 р. по 10 червня 2024 р. гривня девальвувала на 10 % (рис. 3) і, за прогнозами аналітиків, й далі поступово втрачатиме свою вартість. Зокрема, регулярні опитування НБУ щодо курсових очікувань<sup>21</sup> свідчать, що в наступні 12 місяців бізнес очікує подальшої девальвації гривні, а курсові очікування коливаються в межах 41,13—41,31 грн/дол.

Зазначимо, що перехід від фіксованого курсу до режиму керованої гнучкості призвів до коливань у бік як девальвації, так і ревальвації. Оскільки об'єктивні чинники ревальвації курсу національної валюти сьогодні й у найближчій перспективі відсутні, логічним кроком, на наш погляд, була б **повільна помірна девальвація шляхом встановлення режиму «повзучої прив'язки», а не гнучке курсоутворення**. Такий підхід виглядає виправданим у контексті недопущення реальної ревальвації гривні, зменшення втрат міжнародних резервів, уникнення таких негативних наслідків, як гальмування внутрішнього виробництва за каналами скорочення експорту і нарощування імпорту, а також запровадження передбачуваності й прогнозованості валютного курсу.

Слід зазначити, що істотна волатильність обмінного курсу притаманна країнам — сировинним експортерам (до яких відноситься і Україна), що обумовлено високою залежністю від цін на товарних ринках (Almukhtar, 2013). Для вітчизняного бізнесу фактор значних коливань курсу національної валюти за впливовістю щодо очікувань стосовно зростання цін і, відповідно, впливу на їх господарську діяльність входить до трійки визначальних, поступаючись місцем лише фактору воєнних дій і збільшенню витрат на виробництво<sup>22</sup>. Бізнес відзначає істотну залежність цін власної продукції, цін на споживчих і товарних ринках від коливань валютних курсів (рис. 4) і меншу — від цього фактора у сфері взаємодії з банківською системою, а також помірний вплив на спроможність підприємства розширити власне виробництво. Підкреслимо, що помірний вплив фактора коливань валютного курсу на останні дві сфери діяльності бізнесу не слід оцінювати як незначущий, однак порівняно з іншими проблемами він ранжирується як не першочерговий.

На бізнес зміни валютного курсу діють нерівномірно. Зокрема, ревальвація національної валюти призводить до здешевлення імпорту, що сприяє зростанню його обсягів і зменшенню обсягів виробництва продукції на внутрішньому ринку, орієнтованих на експорт. За окремими підрахунками, ревальвація національної валюти на 1 % спричиняє зниження темпів промислового виробництва на 12,6 % (Недобор, 2011).

<sup>21</sup> Курсові очікування. Дані на 11.03.2024 р. *Національний банк України*. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/nbusurvey>

<sup>22</sup> Ділові очікування підприємств України IV кв. 2023 року. Вип. 4 (72). С. 10. Департамент статистики та звітності. *Національний банк України*. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/dilovi-ochikuvannya-pidpriyemstv-iv-kvartal-2023-roku>



**Рис. 4.** Фактор значних коливань курсу гривні щодо інших валют для підприємств корпоративного сектору (баланс відповідей), %

Джерело: побудовано авторками за: Ділові очікування підприємств (за відповідні періоди). Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/nbusurvey>

**Баланс відповідей підприємств стосовно впливу фактора значних коливань курсу гривні щодо інших валют, %**

Роки	Підприємства, які здійснюють лише експортні операції	Підприємства, які здійснюють лише імпортні операції	Підприємства, які здійснюють експортно-імпортні операції	Підприємства, які не здійснюють експортно-імпортних операцій
<i>Фактор зростання цін на виготовлену підприємствами продукцію</i>				
IV кв. 2016	59,2	86,0	74,1	52,0
IV кв. 2019	50,8	61,8	53,4	27,7
IV кв. 2020	48,6	67,6	66,8	41,0
IV кв. 2021	35,7	48,3	44,5	17,5
IV кв. 2022	28,0	43,8	33,5	18,6
IV кв. 2023	46,0	63,9	56,1	28,8
<i>Фактор зростання цін на споживчі товари і послуги</i>				
IV кв. 2016	69,0	86,0	89,1	78,9
IV кв. 2019	50,8	49,4	55,7	38,9
IV кв. 2020	56,9	85,1	80,6	66,1
IV кв. 2021	42,9	40,0	44,1	36,5
IV кв. 2022	76,0	79,7	78,6	63,5
IV кв. 2023	54,0	69,4	58,6	43,8

Джерело: складено авторками за: Ділові очікування підприємств (за відповідні періоди). Національний банк України. URL: [https://bank.gov.ua/admin\\_uploads/article/BOS\\_2019-Q4.pdf?v=7](https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/BOS_2019-Q4.pdf?v=7)

Негативний вплив ревальвації є відчутнішим для виробників продукції проміжного споживання, тоді як виробники продукції, орієнтованої на кінцеве споживання, мають зворотний ефект (Недобор, 2011). Водночас ре-

вальвація національної валюти сприяє зниженню собівартості продукції, у якій міститься значна частка іноземних комплектуючих чи сировини; здешевлює для бізнесу обслуговування валютних зобов'язань і підвищує їх інвестиційну активність. На протигагу ревальвації, девальвація, на думку багатьох науковців, надає окремі переваги для внутрішнього виробника. Зокрема, вона забезпечує вигідніше становище для експортерів, збільшуючи їх прибуток (Овчаренко, 2012). Такою практикою свого часу користувався Китай, девальвуючи юань для стимулювання своїх експортних спроможностей<sup>23</sup>. Однак ефект для внутрішнього виробника є недовготривалим, а демпінг і надмірний протекціонізм на зовнішніх ринках провокують упровадження обмежувальних заходів з боку іноземних контрагентів і створюють передумови для розгортання валютних війн, що вкрай негативно позначається на економіках усіх країн (Прусський, 2014). Разом з тим з воєнного досвіду діяльності вітчизняного бізнесу можна дійти висновку, що, навіть при отриманні експортерами незначних переваг під час девальвації національної валюти, інші фактори<sup>24</sup> здатні нівелювати їх позитивний ефект.

Про нерівномірність впливу фактора валютних коливань на бізнес наочно свідчить сприйняття його вітчизняними підприємствами. Так, його негативний тиск найбільш критично оцінюють підприємства-імпортери і підприємства, що займаються експортно-імпортними операціями (табл.). Підприємства ж, які працюють суто на внутрішньому ринку, відзначають менший вплив валютних коливань на їх діяльність (у IV кв. 2023 р. лише 28,8 % опитаних підприємств зазначили цей фактор як такий, що впливає на зростання цін на виготовлену ними продукцію).

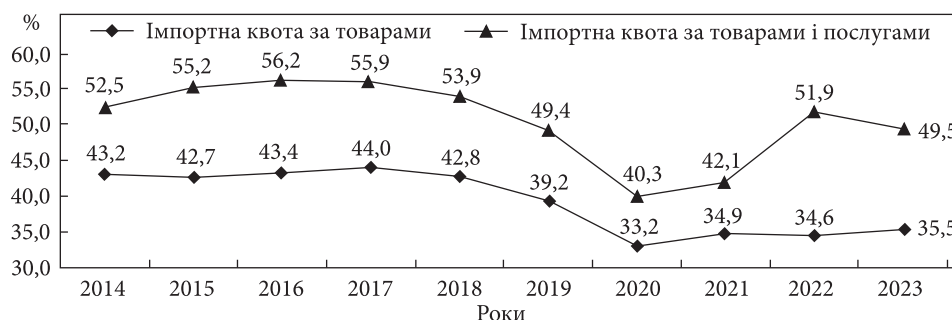
Отже, коливання валютного курсу впливають на всі групи бізнесу, а його інтенсивність залежить від каналу трансмісії. Зокрема, якщо підприємства, які здійснюють зовнішньоекономічну діяльність, відчують швидкий і безпосередній ефект від зміни валютного курсу, то внутрішньоорієнтовані підприємства відчують його за рахунок інтенсифікації інфляційних процесів (зокрема, підвищення цін на сировину і матеріали)<sup>25</sup>.

Знецінення вітчизняної грошової одиниці призводить до здорожчання імпортованої сировини і товарів, що з незначним часовим лагом спричиняє зростання цін на внутрішньому ринку (внаслідок перенесення на кінцеву ціну продукції вартості її імпортованих складових, що здорожчали). «Ефект

<sup>23</sup> Валютні війни: як держави маніпулювали своїми валютами й до яких згубних наслідків це призвело. *Вокс Україна*. 2018. 22 квіт. URL: <https://voxukraine.org/valyutni-vijni-yak-derzhavi-manipulyovali-svoyimi-valyutami-j-do-yakih-zgubnih-naslidkiv-tse-prizvelo> (дата звернення: 04.06.2024).

<sup>24</sup> Маються на увазі проблеми з логістикою, воєнні ризики, розрив ділових відносин з окремими контрагентами, викликаний зривом термінів виконання контрактів, порушенням платіжної дисципліни тощо.

<sup>25</sup> У IV кв. 2023 р. 40,5 % підприємств, що не здійснюють зовнішньоекономічної діяльності, третім за значущістю (після війни і дорогих енергоносіїв) фактором впливу на обмеження спроможності збільшувати виробництво називали здорожчання сировини й матеріалів.



**Рис. 5.** Імпорнтна квота за товарами й послугами, %

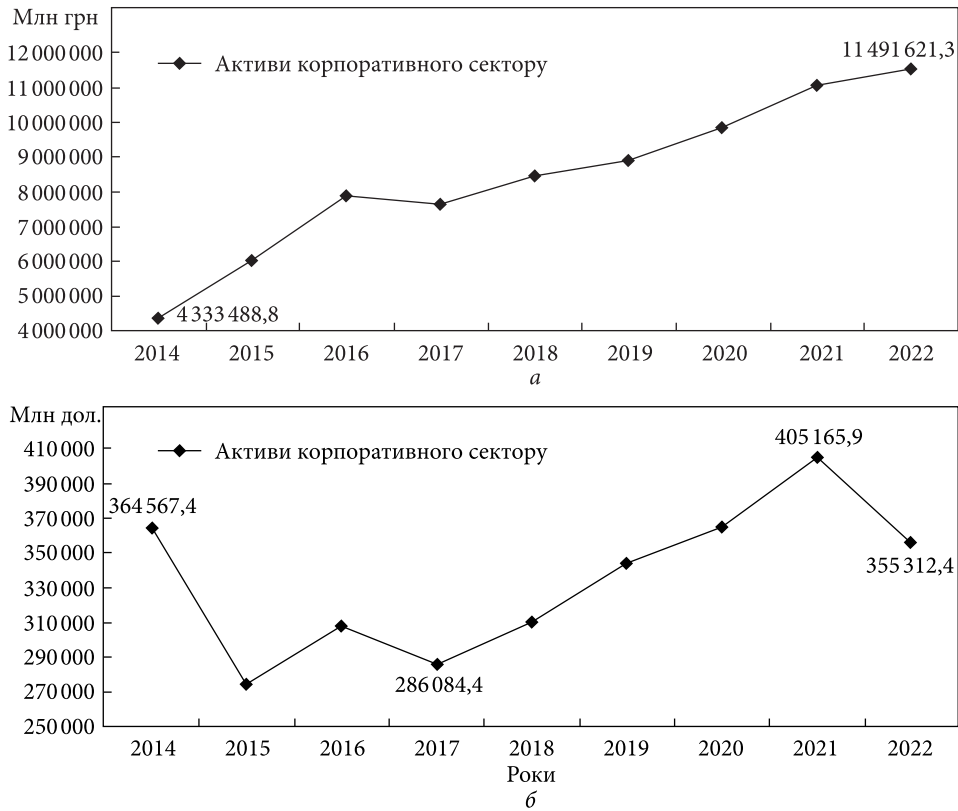
Джерело: побудовано авторками за: Зовнішня торгівля (за відповідні періоди). Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-external>

перенесення» (Ковбаса, Махаурі, 2021) значною мірою притаманний країнам з істотною залежністю від імпорту, до яких належить і Україна. Зокрема, імпорнтна квота за товарами в Україні на кінець 2023 р. становила 35,5 %, а за товарами й послугами — 49,5 % (рис. 5). Незважаючи на зниження імпорнтної квоти відносно попередніх періодів (2014—2018 рр.), вона залишається на високому рівні, а з огляду на значні втрати бізнесу від війни може значно зрости з поживленням економічної активності. Також слід урахувати структуру експорту та імпорту країни. Так, якщо вітчизняний експорт сконцентрований переважно на сировинних товарах, ціна яких формується під впливом кон'юнктури світових ринків, то імпортує Україна здебільшого високотехнологічні товари, ціни на які є достатньо сталими і зазвичай не мають тренду на різке зниження.

Крім зростання витрат через підвищення імпорнтної квоти каналами впливу девальвації національної валюти на корпоративний сектор також є:

- *зростання боргового навантаження.* Зобов'язання, номіновані в іноземній валюті (як перед вітчизняними, так і перед іноземними кредиторами), за відсутності достатнього обсягу валютної виручки для їх покриття в разі знецінення національної валюти призводять до збільшення боргового навантаження (у гривневому еквіваленті) й, відповідно, зниження прибутковості внаслідок зростання витрат на обслуговування валютних зобов'язань, і провокують негативні зміни в структурі капіталу підприємства (Мищенко та ін., 2008). Зазначимо, що даний ризик здебільшого притаманний імпортерам і підприємствам, які, не здійснюючи зовнішньоекономічної діяльності, мають валютні зобов'язання. Експортери ж хеджують такі ризики отримання доходів у валюті. Наприклад, такі вітчизняні гіганти агроекспорту, як «Кернел» і МХП, хоча й мають значну частку валютних зобов'язань, хеджують їх за рахунок валютної виручки<sup>26</sup>, що дає їм можливість знижува-

<sup>26</sup> A leading international food and agrotech company. Annual report and accounts 2022. URL: <https://api.next.mhp.com.ua/images/20ad4/aeac4/bfc7f1f5badd2.pdf>; Kernel Holding S.A. Annual report. For the year ended 30 June 2023. URL: [https://www.kernel.ua/wp-content/uploads/2023/10/FY2023\\_Kernel\\_Annual\\_Report.pdf](https://www.kernel.ua/wp-content/uploads/2023/10/FY2023_Kernel_Annual_Report.pdf)



**Рис. 6.** Динаміка вартості активів корпоративного сектору протягом 2014—2022 рр., млн грн а) і еквівалент у млн дол. б).

Джерело: розраховано авторками за: Державна служба статистики України. URL: <https://www.ukrstat.gov.ua/>; Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-external#6>

ти свої валютні ризики. Валютний ризик для таких компаній не входить у шорт-лист першочергових ризиків фінансово-господарської діяльності;

- *зростання витрат на фінансування персоналу.* Зниження купівельної спроможності заробітної плати внаслідок здорожчання валюти зумовлює необхідність її підвищення або призводить до посилення ризиків втрати кваліфікованого персоналу (Крупка та ін., 2012). Запобігаючи впливу робочої сили, корпоративний сектор вишукує резерви для підвищення заробітних плат працівникам або перекладає такі витрати на кінцевий продукт, сприяючи розкручуванню інфляційної спіралі. У сукупності з подорожчанням імпортованих компонентів виробництва підвищення витрат на заробітну плату впливають на зростання собівартості продукції. Бізнесу стає дедалі важче зберігати баланс між утриманням попиту на свою продукцію й забезпеченням прибутковості, що генерує значну невизначеність і фінансову нестабільність;

- *зниження вартості активів (низька капіталізація).* Девальвація гривні відчутно позначається на вартості активів підприємств (рис. 6). Зокрема, про-



тягом 2014—2022 рр. у гривневому вираженні активи підприємств корпоративного сектору України мали постійну динаміку зростання, збільшившись за цей період з 4 333,5 млрд грн до 11 491,6 млрд грн. Водночас у доларовому еквіваленті вартість активів мала нерівномірну динаміку і на кінець 2022 р. становила 355,3 млрд дол., що менше від результатів 2014 р. на 9,3 млрд дол.

Серед наукової спільноти в цьому контексті існує думка, що девальвація внутрішньої валюти сприяє залученню іноземних інвесторів, оскільки активи стають дешевшими відносно іноземних аналогів. Дане твердження виглядає логічним, однак, на нашу думку, воно було б повністю справедливим у разі однакових бізнес-ризиків у країнах. На практиці ж ризики інвестора в Україні<sup>27</sup> є найбільшими з-поміж країн Європи, що нівелює для іноземного інвестора позитив від «дешевого» заходу на український ринок. Водночас знецінення активів у доларовому еквіваленті не дає можливості максимізувати прибутки, які для інвестора прямо залежать від вартості акцій підприємства (Хопчан, 2016), його фінансового становища й прибутковості.

Не менш важливим каналом впливу валютної політики держави на діяльність корпоративного сектору є валютні обмеження. З позиції держави система валютних обмежень є дієвим інструментом, що дозволяє в кризових періодах зупинити панічний вплив капіталу за кордон, стабілізувати ситуацію на валютному ринку. В Україні такі заходи застосовувалися неодноразово (П'янова, 2016), а одним з прикладів їх реалізації можна назвати рішення НБУ, запроваджені у 2014 р.<sup>28</sup>, якими, серед іншого, було введено: обмеження строку розрахунків за експортно-імпортними операціями (до 90 днів); введення обов'язкового продажу підприємствами 75 % надходжень у валюті на міжбанківському валютному ринку (згодом було замінено на 100 %<sup>29</sup>), заборона на репатріацію дивідендів (часткова, а згодом повна).

Зазначимо, що за 26-річний термін дії «старого» валютного законодавства періодична відмова від обов'язкового продажу іноземної валюти резидентами, а також збільшення граничних строків здійснення розрахунків за експортно-імпортними операціями — з огляду на стан розвитку економіки — підтверджують істотний вплив таких кроків на валютний ринок та їх передчасність для вітчизняної економіки. Зокрема, в умовах кризової ситуації на валютному ринку в II півріччі 1998 р. резиденти-експортери, які в цей період у законодавчому порядку не були обтяжені зобов'язаннями щодо обов'язкового продажу валютних надходжень на їх рахунки, скористалися можливістю не пропонувати для продажу іноземну валюту, що від-

<sup>27</sup> Наприкінці 2023 р. ризики для України оцінювалися на рівні 17,55 %, а премія за ризик за акціями досягла 22,25 % (Country Default Spreads and Risk Premiums. Last updated: 2024. Jan 05. URL: [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html)).

<sup>28</sup> Про врегулювання ситуації на валютному ринку України. Постанова Правління НБУ № 515 від 20.08.2014 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0515500-14#Text>

<sup>29</sup> Про внесення змін до постанови Правління Національного банку України від 20 серпня 2014 року № 515. Постанова Правління НБУ № 534 від 28.08.2014 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0534500-14#n2>

разу відобразилося на валютному ринку<sup>30</sup>. Комплекс антикризових заходів, здійснених НБУ разом з урядом, дозволив стабілізувати ситуацію на фінансовому ринку. Натомість, запровадження Нацбанком у серпні 2014 р. обов'язкового продажу надходжень у іноземній валюті й зменшення строків розрахунків за операціями з експорту та імпорту товарів не змогли покращити ситуацію на валютному ринку. І цьому є пояснення. Замість того, щоб здійснити на початку кризи комплексну оцінку ситуації на фінансовому ринку, визначити політику і механізми її стабілізації, НБУ протягом 2014 р. і січня — березня 2015 р. хаотично шукав ринкові й адміністративні методи впливу на валютний ринок. Нерозуміння бізнесом і населенням політики НБУ, втрата довіри до його дій, досить спірні публічні коментарі посадових осіб НБУ в поєднанні з політичною ситуацією і банкрутством банків ще більше розхитували ситуацію й спричиняли зменшення обсягів торгівлі іноземною валютою як на міжбанківському, так і на готівковому ринку, що сприяло тінізації валютних операцій і множинності обмінних курсів.

Саме в умовах курсової нестабільності, невизначеності й непослідовної політики НБУ, недовіри до його дій застосування необґрунтованих заходів призводить до валютної «стерилізації» бізнесу, особливо експорто- та імпортоорієнтованого, стимулює появу «сірих схем», зростання тіньового сектору в економіці. Наслідок — підвищення собівартості продукції, зниження конкурентоспроможності виробництва, скорочення експорту, втрата ринків збуту. Як зазначають вітчизняні науковці, чим жорсткіші адміністративні обмеження, тим гостріша мотивація для купівлі валюти, небажання повернення валютних ресурсів у країну<sup>31</sup>, що скорочує валютні надходження.

Опосередковано це можна підтвердити зростаючим рівнем розриву в декларуванні вартості товарів з країнами-партнерами. Зокрема, за даними Global Financial Integrity, у 2009—2018 рр. в Україні середньозважений розрив у декларуванні вартості товарів з країнами-партнерами становив 17,9 % від загального обсягу торгівлі<sup>32</sup>. У періоди посилення валютного контролю він мав тенденцію до зростання. Збільшення кількості випадків навмисного викривлення заявленої вартості експортно-імпортних операцій, приховування бізнесом отриманих доходів у закордонних юрисдикціях оберта-

<sup>30</sup> За умов практично постійного (1993—1998 рр. і 2006—2023 рр.) дефіциту торговельного балансу країни в разі відсутності вимоги обов'язкового продажу валютних надходжень така ситуація була б можливою в будь-який час.

<sup>31</sup> Унковська Т. Як зупинити девальваційний торнадо. *Дзеркало тижня*. 2014. 12 груд. URL: <https://zn.ua/ukr/macrolevel/yak-zupiniti-devalvaciyiny-tornado-.html> (дата звернення: 04.06.2024).

<sup>32</sup> Звіт щодо «неправдивого торгового виписування» — коли імпортери та експортери навмисно фальсифікують заявлену вартість товарів у рахунках-фактурах, які вони подають своїм митним органам, щоб незаконно переказати гроші через міжнародні кордони, ухилятися від сплати податків і/або митних зборів, обходити валютний контроль і ховати прибутки на офшорних банківських рахунках (Trade-Related Illicit Financial Flows in 134 Developing Countries 2009-2018. *Global Financial Integrity*. 2021. Dec 16. URL: <https://gfintegrity.org/report/trade-related-illicit-financial-flows-in-134-developing-countries-2009-2018/> (дата звернення: 04.06.2024)).

ються недоотриманням податкових надходжень державою і, як наслідок, зниженням її економічної спроможності. Схожу реакцію бізнесу викликають також довгострокові обмеження на репатріацію дивідендів іноземними компаніями, які знижують інвестиційну привабливість підприємства, збільшуючи ризики інвестора.

Водночас в умовах виваженої і послідовної політики НБУ, транспарентності його дій, передбачуваності й прогнозованості курсової політики суб'єкти господарювання, які бажають працювати прозоро і розвиватися в Україні, самі зацікавлені в мінімальних строках розрахунків за експортно-імпортними операціями, адже відволікання їх обігових коштів у дебіторську заборгованість негативно позначається на результатах діяльності підприємств. За таких умов, на наш погляд, для добропорядного бізнесу помірна норма обов'язкового продажу валюти від експорту товарів і послуг також не шкодить їх діяльності, адже потреба в коштах у іноземній валюті, що надходять від експорту, завжди менша від потреби валюти для оплати імпорту. Отже, немає принципового значення, у добровільному чи примусовому порядку здійснюватиметься цей продаж. Вирішальним питанням залишається прогнозованість дій регулятора, яка дозволяє вибудувати адекватну стратегію розвитку бізнесу.

На противагу таким підприємствам, українські бізнес-структури (їх власники або менеджмент), зацікавлені у виведенні коштів, передусім у офшорні та низькоподаткові юрисдикції, у разі відсутності вимог щодо граничних строків розрахунків за експортно-імпортними операціями матимуть змогу легально виводити кошти з країни шляхом постійного відтермінування повернення їм валютної виручки на невизначений період (експортери), відволікання валютних коштів і відтермінування постачання товарів на невизначений період (імпортери). Саме такі бізнес-структури через насамперед використання експортно-імпортних операцій виводять капітал з України, а згодом повертають його під виглядом іноземних інвестицій або кредитів. Сьогодні лєвова частка ПІІ — це інвестиції з країн, які, за чинним законодавством України, є офшорними зонами (Harkavenko, Yershova, 2020a).

Поведінку українського бізнесу досить яскраво демонструє послаблення окремих валютних обмежень з набранням чинності Закону України «Про валюту і валютні операції». Так, унаслідок збільшення із 185 до 365 днів граничного терміну за розрахунками за експортно-імпортними контрактами і скасування граничного терміну здійснення розрахунків за експортно-імпортними операціями, сума за якими є меншою від 150 тис. грн, а також спрощення валютного нагляду за дотриманням граничних строків розрахунків, у 2020—2021 рр. зросла заборгованість нерезидентів перед резидентами за торговельними кредитами, тобто український бізнес скористався можливістю тримати валюту за кордоном (цілком вірогідно, щоб потім і не повертати). Ще одне послаблення — скасування вимоги дотримання резидентами-позичальниками встановлених НБУ максимальних відсоткових ставок (з урахуванням виду валюти кредиту, типу відсоткової ставки, строку користування кредитними коштами за договором) при залученні іноземних

кредитів (і, відповідно, скасування норми, що зобов'язувала НБУ встановлювати таку ставку, а уповноважений банк — здійснювати контроль за розміром виплат за користування кредитом із застосуванням максимальної відсоткової ставки, а також санкції до уповноваженого банку за невиконання ним функцій контролю) — призвело до зростання вартості зовнішніх запозичень (Harkavenko, Yershova, 2020b). Така тенденція є досить очікуваною, ураховуючи, що переважна частка зовнішніх запозичень — це раніше виведені з України кошти резидентів.

Значні послаблення валютного законодавства, на думку фахівців НБУ, повинні були сприяти припливу іноземних інвестицій в українську економіку і забезпечити інтенсивність її зростання. Новації були позитивно сприйняті бізнесом, проте містили в собі приховані загрози, які в будь-який момент могли істотно вплинути на макроекономічну стабільність держави (Harkavenko, Yershova, 2020b). Валютна лібералізація хоч і покращила становище іноземних інвесторів, але кардинальних змін у залученні ПІІ в Україну не спровокувала. Протягом 2014—2022 рр. основними тенденціями при інвестуванні у вітчизняний бізнес було зміщення акцентів з акціонерного на борговий капітал і нарощення (виведення) ресурсів бізнесу за межі фінансової системи України.

З початком повномасштабного вторгнення, щоб мінімізувати втечу капіталу, Україні довелося “розгорнути” валютну лібералізацію. Введення НБУ жорстких обмежувальних заходів на початку війни, передусім заборона на купівлю валюти і транскордонні платежі, за винятком потреб критичного імпорту, хоча й було виправданим з точки зору втримання макрофінансової стабільності держави, однак суттєво ускладнило роботу бізнесу. До шоку війни, руйнування виробничих потужностей, логістичних проблем додалися проблеми з розрахунками з міжнародними партнерами, купівлею валюти для некритичного імпорту, обслуговуванням валютних боргових зобов'язань тощо. За окремими підрахунками, витрати на переоцінку боргу в іноземній валюті для бізнесу коштували у 2022 р. близько 14,2 % власного капіталу, а обмежувальні заходи валютного регулювання лише частково зупинили панічний відплив капіталу. Так, у 2022 р. через легальні канали з України було виведено близько 17 млрд дол. (Зимовець, 2023). Фактичні ж обсяги втечі капіталу є значно вищими, оскільки наведена сума не враховує обсягів капіталу, виведених за «сірими схемами».

Бізнес почав активно застосовувати внутрішні захисні механізми (передусім, притримувати валюту в очікуванні зміни курсу), а також більш інтенсивно переміщувати кошти в офшорні юрисдикції, що проявляється в тому числі в неповерненні валютної виручки в Україну (за окремими оцінками, станом на 1 вересня 2023 р. — близько 8 млрд дол.<sup>33</sup>). Варто за-

<sup>33</sup> Калашник П. Експортери не повернули в Україну близько \$8 млрд валютної виручки. НБУ готує «адекватні заходи». *Forbes*. 2023. 06 жов. URL: <https://forbes.ua/news/eksporteri-ne-povernuli-v-ukrainu-blizko-8-mlrd-valyutnoi-viruchki-nbu-06102023-16512> (дата звернення: 05.06.2024).

значити, що колосальне зростання у 2022 р. суми торговельних кредитів, наданих резидентами України нерезидентам, на наш погляд, вказує на небажання українських експортерів повертати валютну виручку в Україну, пов'язане не стільки з війною в країні, скільки із застосуванням НБУ множинних валютних курсів.

У свою чергу, держава посилила вимоги до експортерів<sup>34</sup>, а НБУ, прагнучи збільшити валютні надходження в країну і стабілізувати ринкові механізми роботи валютного ринку, зменшив граничні строки розрахунків за операціями з експорту окремих видів товарів зі 180 до 90 днів<sup>35</sup>. Таким чином, відбувається «мовчазна боротьба» між бізнесом, який прагне понад усе захистити власні капітали, і державою, яка намагається досягти макроекономічної стабільності й стабілізувати державні доходи.

З травня 2024 р. НБУ запровадив окремі пом'якшення валютних обмежень, що покликані підвищити активність бізнесу<sup>36</sup>. Водночас упроваджені ним пом'якшення хоч і декларуються як дієвий крок назустріч бізнесу, на практиці матимуть незначний економічний ефект. Так, з початку повномасштабної війни зовнішній корпоративний борг зменшився майже на 8 млрд дол., а його частка в загальному зовнішньому борзі України — з 53,4 % станом на 31 грудня 2021 р. до 38,1 % станом на 31 грудня 2023 р.<sup>37</sup>, а, ураховуючи зростаючі ризики й уповільнення ділової активності в цей період, відсоток операцій, які підпадатимуть під дію пом'якшень НБУ, буде вкрай незначним. Поряд з тим істотними темпами продовжує зростати прострочена заборгованість за негарантованими кредитами реального сектору, в тому числі від прямих інвесторів, яка за цей період збільшилася на 13,4 %, тобто до 26,1 млрд дол.<sup>38</sup>, що підриває довіру сталих міжнародних контрагентів, а, як ми вже зазначали, значні кредитні та інвестиційні ризики є істотною перешкодою для залучення нових приватних іноземних інвесторів і контрагентів.

---

<sup>34</sup> Про внесення змін до Податкового кодексу України та деяких законодавчих актів України щодо застосування режиму експортного забезпечення на період дії воєнного, надзвичайного стану. Закон України № 2881-IX від 12.01.2023 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2881-20#Text>

<sup>35</sup> Про внесення зміни до постанови Правління Національного банку України від 14 травня 2019 року № 67. Постанова НБУ № 145 від 10.11.2023 р. URL: [https://bank.gov.ua/ua/legislation/Resolution\\_10112023\\_145](https://bank.gov.ua/ua/legislation/Resolution_10112023_145)

<sup>36</sup> Про внесення змін до постанови Правління Національного банку України від 24 лютого 2022 року № 18. Постанова Правління Національного банку України № 56 від 03.05.2024 р. URL: [https://bank.gov.ua/ua/legislation/Resolution\\_03052024\\_56](https://bank.gov.ua/ua/legislation/Resolution_03052024_56)

<sup>37</sup> За даними НБУ, сукупність зовнішнього боргу «інших секторів» і міжфірмовий борг.

<sup>38</sup> Розраховано авторками за: Валовий зовнішній борг України. Стат. зб. НБУ. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-external>

## ВИСНОВКИ

Починаючи з 2014 р. в Україні валютну політику держави сконцентровано переважно на утриманні макроекономічної стабільності й стабільності фінансового сектору, з нехтуванням інтересів корпоративного сектору. Непослідовна валютно-курсова політика НБУ, часто не виважена і не узгоджена з іншими складовими економічної політики, не забезпечує рівноваги між цілями макроекономіки (контроль за інфляцією) і мікроекономіки (забезпечення конкурентоспроможності експорту і створення стимулів для його розвитку, повернення валюти в Україну). Курсова нестабільність, невизначеність політики НБУ, застосування подекуди необґрунтованих обмежувальних заходів, у свою чергу, призводять до валютної «стерилізації» бізнесу, стимулюють появу «сірих схем», зростання тіньового сектору в економіці. Як наслідок — підвищення собівартості продукції, зниження конкурентоспроможності виробництва, скорочення експорту, втрата ринків збуту.

Беззаперечно, що в період війни повне зняття валютних обмежень може зруйнувати зусилля держави в забезпеченні макроекономічної стабільності. Однак для стабілізації і нарощення економічного потенціалу було б доцільно застосовувати режим «повзучої прив'язки» з поступовою, помірною девальвацією національної валюти, а не гнучке курсоутворення. Це забезпечить прогнозованість валютного курсу, дасть можливість бізнесу вибудувати чітку внутрішню стратегію розвитку, знизить інфляційні ризики, спричинені ефектом перенесення від здорожчання імпортової сировини і товарів.

## СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ

- Крупка, М., Кальчицький, М., Жмурко, Н., Ванькович Д. (2012). Валютно-курсова політика України. Моногр. Львів, ЛНУ імені Івана Франка. 366 с.
- Журавка, Ф. (2009). Механізм реалізації валютної політики в Україні. Автореф. дис. ... д-ра екон. наук. 08.00.08 — Гроші, фінанси і кредит. Суми. URL: [https://biem.sumdu.edu.ua/images/stories/sc\\_autoref/2009/2009\\_09\\_den.pdf](https://biem.sumdu.edu.ua/images/stories/sc_autoref/2009/2009_09_den.pdf)
- Воронова, Л. (Кер. проекту) (2011). Словник фінансово-правових термінів. 2-ге вид., перероб. і допов. Київ, Алерта. 280 с. URL: <https://dchgroup.com.ua/ukr/wp-content/uploads/2021/07/slovnuk-finpravo.pdf>
- Дзюблюк, О. (2007). Валютна політика. Підруч. Київ, Знання. 422 с.
- Гаркавенко, В., Єршова, Г. (2023). Процентна політика Національного банку України та її вплив на економіку країни. *Економіка України*. 66. 11 (744). 27-51. <https://doi.org/10.15407/economyukr.2023.11.027>
- Almukhtar, A-A. (2013). Real exchange rate volatility, terms-of-trade shocks, and financial integration in primary-commodity exporting economies. *Economics Letters*. Vol. 120. Iss. 1. P. 126—129. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2013.04.003>
- Недобор, С. (2011). Вплив валютних курсів на економічне становище українських підприємства. *Магістеріум. Економічні студії*. Вип. 44. С. 63—65. URL: <https://ekmair.ukma.edu.ua/server/api/core/bitstreams/ab0be1f8-3924-4998-b533-d1c6b76554a0/content>
- Овчаренко, Т. (2012). Вибір цільових орієнтирів валютного курсу в контексті забезпечення конкурентоспроможності національної економіки. *Вісник Київ-*

- ського національного університету імені Тараса Шевченка. Серія: Економіка. Вип. 136. С. 36—41. URL: [http://bulletin-econom.univ.kiev.ua/wp-content/uploads/2015/11/136\\_10.pdf](http://bulletin-econom.univ.kiev.ua/wp-content/uploads/2015/11/136_10.pdf)
- Прусський, О. (2014). Валютні війни у світовій економіці: історична ретроспектива та сучасні тенденції. *Наука молода*. № 21. С. 196—205. URL: <http://dspace.wunu.edu.ua/handle/316497/5383>
- Ковбаса, В., Махаурі, Л. (2021). Місце валютного курсу у розвитку інфляційних процесів: українська специфіка та визначення взаємозв'язку. *Науковий вісник Міжнародного гуманітарного університету*. Вип. 47. С. 51—58. <https://doi.org/10.32841/2413-2675/2021-47-6>
- Мищенко, В., Петрик, О., Сомик, А., Лисенко, Р. та ін. (2008). Монетарний трансмісійний механізм в Україні. Науково-аналітичні матеріали. Вип. 9. Київ, Національний банк України; Центр наукових досліджень. 144 с.
- Хопчан, В. (2016). Теоретичні засади аналізу інвестицій при оцінці вартості акцій підприємства. *Ефективна економіка*. № 11. URL: <http://www.economy.nauka.com.ua/?op=1&z=5251>
- П'янкова, О. (2016). Валютне регулювання експортних та імпорتنих операцій суб'єктів зовнішньоекономічної діяльності в контексті антикризових заходів. *Ефективна економіка*. № 11. URL: <http://www.economy.nauka.com.ua/?op=1&z=5277>
- Harkavenko, V., Yershova, G. (2020a). Impact of foreign capital on the economic development of Ukraine. *Economy and forecasting*. No. 1. P. 43—56. <https://doi.org/10.15407/econforecast2020.01.043>
- Harkavenko, V., Yershova, G. (2020b). The impact of currency liberalization on the economy of Ukraine. *Economy and forecasting*. No. 3. P. 20—33. URL: [https://www.zbw.eu/econis-archiv/bitstream/11159/6954/1/1796350389\\_0.pdf](https://www.zbw.eu/econis-archiv/bitstream/11159/6954/1/1796350389_0.pdf)
- Зимовець, В. (Кер. проекту) (2023). Трансформації у фінансуванні корпоративного бізнесу в умовах нестабільності. Наук. доповідь. НАН України; ДУ «Ін-т екон. та прогнозув. НАН України». Київ. 148 с. URL: <http://ief.org.ua/wp-content/uploads/2023/10/Transformatsii-u-finansuvanni-korporatyvnoho-biznesu.pdf>
- Надійшла 24.06.2024  
Прорецензована 18.07.2024  
Доопрацьована 30.07.2024  
Підписана до друку 08.08.2024

## REFERENCES

- Krupka, M., Kalchytskyi, M., Zhmurko, N., Vankovych, D. (2012). Foreign-exchange and exchange-rate policy of Ukraine. Lviv. 366 p. [in Ukrainian].
- Журавка, Ф. (2009). The mechanism of realization of currency policy in Ukraine. Dr. Sci. (Economics) Thesis. Sumy. URL: [https://biem.sumdu.edu.ua/images/stories/sc\\_autoref/2009/2009\\_09\\_den.pdf](https://biem.sumdu.edu.ua/images/stories/sc_autoref/2009/2009_09_den.pdf) [in Ukrainian].
- Voronova, L. (Project Leader) (2011). Dictionary of financial and legal terms. Kyiv. 280 p. URL: <https://dchgroup.com.ua/ukr/wp-content/uploads/2021/07/slovyuk-finpravo.pdf> [in Ukrainian].
- Dzyublyuk, O. (2007). Foreign exchange policy. Kyiv. 422 p. [in Ukrainian].
- Harkavenko, V., Yershova, G. (2023). Interest rate policy of the National Bank of Ukraine and its impact on the country's economy. *Economy of Ukraine*. 66. 11 (744). 27-51. <https://doi.org/10.15407/economyukr.2023.11.027> [in Ukrainian].

- Almukhtar, A.-A. (2013). Real exchange rate volatility, terms-of-trade shocks, and financial integration in primary-commodity exporting economies. *Economics Letters*. Vol. 120. Iss. 1. P. 126-129. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2013.04.003>
- Nedobor, S. (2011). The effect of exchange rate on economic state of Ukrainian companies. *Master's Studies. Economic Studies*. Vol. 44. P. 63-65. URL: <https://ekmair.ukma.edu.ua/server/api/core/bitstreams/ab0be1f8-3924-4998-b533-d1c6b76554a0/content> [in Ukrainian].
- Ovcharenko, T. (2012). Choosing exchange rate targets in the context of ensuring the competitiveness of the national economy. *Bulletin of the Taras Shevchenko National University of Kyiv. Economics*. Vol. 136. P. 36-41. URL: [http://bulletin-econom.univ.kiev.ua/wp-content/uploads/2015/11/136\\_10.pdf](http://bulletin-econom.univ.kiev.ua/wp-content/uploads/2015/11/136_10.pdf) [in Ukrainian].
- Prusky, O. (2014). Currency wars in the world economy: historical retrospective and modern trends. *Young Science*. No. 21. P. 196-205. URL: <http://dspace.wunu.edu.ua/handle/316497/5383> [in Ukrainian].
- Kovbasa, V., Makhauri, L. (2021). Role of the exchange rate in inflation processes dynamics: Ukrainian specifics and determination of the relationship. *International Humanitarian University Herald*. Vol. 47. P. 51-58. <https://doi.org/10.32841/2413-2675/2021-47-6> [in Ukrainian].
- Mishchenko, V., Petryk, O., Somyk, A., Lysenko, R. et al. (2008). Monetary transmission mechanism in Ukraine. Scientific analytical materials. Vol. 9. Kyiv, National Bank of Ukraine; Scientific Research Centre. 144 p. [in Ukrainian].
- Khopchan, V. (2016). The theoretical basics of the investment analysis in assessing of the company's stock value. *Efficient Economy*. No. 11. URL: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=5251> [in Ukrainian].
- Piankova, O. (2016). Currency regulation of export and import operations of foreign economic activity agents in the context of anti-crisis measures. *Efficient Economy*. No. 11. URL: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=5277> [in Ukrainian].
- Harkavenko, V., Yershova, G. (2020a). Impact of foreign capital on the economic development of Ukraine. *Economy and forecasting*. No. 1. P. 43-56. <https://doi.org/10.15407/econforecast2020.01.043>
- Harkavenko, V., Yershova, G. (2020b). The impact of currency liberalization on the economy of Ukraine. *Economy and forecasting*. No. 3. P. 20-33. URL: [https://www.zbw.eu/econis-archiv/bitstream/11159/6954/1/1796350389\\_0.pdf](https://www.zbw.eu/econis-archiv/bitstream/11159/6954/1/1796350389_0.pdf)
- Zymovets, V. (Project Leader) (2023). Transformations in corporate business financing amidst instability. Kyiv. 148 p. URL: <http://ief.org.ua/wp-content/uploads/2023/10/Transformatsii-u-finansuvanni-korporatyvnoho-biznesu.pdf> [in Ukrainian].

Received on June 24, 2024

Reviewed on July 18, 2024

Revised on July 30, 2024

Signed for printing on August 8, 2024



*Valentyna Harkavenko*, Research Fellow of the Department  
of Monetary and Credit Relations  
Institute for Economics and Forecasting of the NAS of Ukraine  
26, Panasna Myrnoho St., Kyiv, 01011, Ukraine  
*Galyna Yershova*, PhD (Econ.),  
Senior Research Fellow of the Department of Monetary and Credit Relations  
Institute for Economics and Forecasting of the NAS of Ukraine  
26, Panasna Myrnoho St., Kyiv, 01011, Ukraine

FOREIGN EXCHANGE POLICY AND ITS IMPACT  
ON THE DEVELOPMENT OF THE CORPORATE SECTOR  
OF UKRAINIAN ECONOMY

The state's foreign exchange policy has been studied, in particular, such its components as exchange rate policy and foreign exchange restrictions; the impact of its changes on the activities of the corporate sector of the Ukrainian economy has been determined. It has been concluded that the transformation of the foreign exchange policy of the last decade, namely foreign exchange liberalization, which is not aligned with other objectives of the country's economic development, has become a catalyst for the formation of a speculative financial model in Ukraine, since it contributed to the saturation of the financial market with speculative capital, including that of non-residents, maximizing their profits with the simultaneous possibility of easy capital withdrawal from Ukraine.

It has been proven that exchange rate fluctuations affect all economic entities, and their intensity depends on the transmission channel. In particular, enterprises engaged in foreign economic activity feel the rapid and direct impact of exchange rate changes, but domestically oriented enterprises, in turn, feel it due to the intensification of inflationary processes. It is concluded that amidst exchange rate instability, uncertainty and inconsistency of the National Bank of Ukraine's policy, the use of unjustified restrictive measures leads to foreign exchange "sterilization" of business, especially export- and import-oriented one, stimulates the emergence of "gray schemes", the growth of the shadow sector in the economy.

It is substantiated that in the absence of objective factors for the revaluation of the national currency, a slow moderate devaluation by establishing a "crawling peg" regime is advisable, rather than the flexible exchange rate formation. This approach seems justified in the context of preventing real revaluation of the hryvnia, reducing losses of international reserves, avoiding such negative consequences as domestic production slowdown associated with channels of reduction in exports and increase in imports, as well as introducing the principles of exchange rate predictability and forecastability.

**Keywords:** *foreign exchange policy; corporate sector; devaluation; revaluation; currency restrictions.*