



Валентина Гаркавенко¹

Галина Єршова²

ВПЛИВ ВАЛЮТНОЇ ЛІБЕРАЛІЗАЦІЇ НА ЕКОНОМІКУ УКРАЇНИ

Досліджуючи питання трансформації фінансових відносин в Україні, у попередній статті³ автори здійснили аналіз впливу іноземного капіталу на економічний розвиток вітчизняної економіки та виявили, що його концентрація в окремих видах економічної діяльності призвела до закріплення сировинної спрямованості вітчизняної економіки, загострення внутрішньоекономічних проблем. Було зроблено висновок, що, зважаючи на деформовану модель економічного розвитку України, успішні практики розвинених країни щодо залучення іноземних інвестицій та реформування фінансового сектора малоефективні в умовах вітчизняної економіки. Продовжуючи дослідження трансформацій фінансових відносин в Україні, які відбуваються під впливом зближення вітчизняного законодавства із європейськими нормами, автори не могли залишити осторонь питання впливу лібералізації валютного законодавства на економіку. Зважаючи на те, що валютна лібералізація істотно впливає на поведінку іноземних інвесторів, у статті проведено глибокий аналіз законодавчих змін у фінансовому секторі та охарактеризовано основні результати їх впровадження. Проаналізовано позитивні та негативні наслідки валютної лібералізації в Україні для суб'єктів господарювання та економіки загалом. Особливу увагу приділено ризикам лібералізації операцій, пов'язаних із рухом капіталу та поведінці нерезидентів на фінансовому ринку України. Зроблено висновок, що вітчизняна економіка, що має деформовану модель економічного розвитку, належить до фінансово та інституційно слабких держав, не готова до лібералізації валютних відносин, яка, в свою чергу, лише сприяє поглибленню деформацій в економіці та знижує її стійкість до макроекономічних дисбалансів⁴.

Ключові слова: валютна лібералізація, ринок капіталу, валютне законодавство, політика Національного банку України

¹ Гаркавенко, Валентина Іванівна – науковий співробітник, ДУ "Інститут економіки та прогнозування НАН України" (вул. П.Мирного, 26, Київ, 01011), e-mail: gvi1953@ukr.net

² Єршова, Галина Віталіївна – канд. екон. наук, старший науковий співробітник, ДУ "Інститут економіки та прогнозування НАН України" (вул. П.Мирного, 26, Київ, 01011), ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-8807-130X>, e-mail: galina_yershova@ukr.net

³ Гаркавенко В.І., Єршова Г.В. Вплив іноземного капіталу на економічний розвиток України. *Економіка і прогнозування*. 2020. № 1. С. 47–62.

⁴ Публікацію підготовлено за виконання НДР "Фінансові ризики ведення бізнесу в Україні: сектор нефінансових корпорацій" (№ держреєстрації 0118U006088).

Світова економіка перебуває на стадії серйозних та швидких трансформацій, які значною мірою викликані фінансовою глобалізацією, лібералізацією зовнішньоекономічних зв'язків, підвищеною мобільністю капіталу. Під впливом цих факторів у багатьох країнах світу відбувається трансформація валютної політики, покликана підвищити її ефективність та спроможність підтримати економічний розвиток країни. Не становить винятку й Україна, де в останні роки Національний банк проводить політику лібералізації валютного законодавства.

Питання валютного регулювання та доцільності проведення валютної лібералізації давно перебуває у полі зору вітчизняних та зарубіжних науковців. Зокрема, велику увагу науковці приділяли дослідженню поняття "валютне регулювання" та його визначенню [1–3]. Значний внесок у розвиток теорій щодо валютного регулювання та його впливу на економіку здійснено у працях Т.П. Богдан, О.І. Береславської, М.І. Савлука, А.С. Гальчинського, В.А. Юценка, Ю.М. Бездітко, П.М. Федосова та багатьох інших.

Водночас починаючи із кінця ХХ ст. – початку ХХІ ст. особлива увага науковців прикута до питань валютної лібералізації. Серед позитивних моментів, які пов'язують із валютною лібералізацією, відзначають такі: підвищення ефективності розподілення фінансових ресурсів у рамках глобальної економіки; більш успішна та швидка інтеграція між країнами-партнерами. Окремі дослідники зазначають, що усунення обмежень на пересування капіталу сприяє припливу в країну іноземних інвестицій, що, в свою чергу, за десятиріччя спроможне підвищити ВВП на душу населення приблизно на 6% [4, 5].

Водночас окремі науковці звертають увагу на ризики, які може спровокувати валютна лібералізація для країн, які розвиваються та проводять непослідовну макроекономічну політику [6]. Приміром, передчасна лібералізація валютних відносин, зокрема зняття обмежень на рух капіталу, перетворює економіку країни на досить уразливу до міжнародних політичних та кон'юнктурних коливань, а стрімка зміна вектора руху капіталу (зокрема відплив "гарячих" коштів), спричинений реакцією на ці коливання, здатний спровокувати в країні валютну та фінансову кризу.

Вагомим також є ризик перетікання фінансових ресурсів в офшорні юрисдикції, що знижує податкові надходження до бюджету, тим самим дестабілізуючи державні фінанси, та збільшує залежність країни від міжнародних донорів та ринків капіталу [6].

Врешті-решт думки науковців збігаються у тому, що валютна лібералізація є дієвим інструментом фінансового розвитку країни, але його застосуванню повинно передувати ефективне інституційне та економічне зміцнення країни.

Починаючи з 2014 р., коли було зроблено перші кроки щодо пом'якшення в Україні валютних обмежень, думки вітчизняних науковців та практиків щодо доцільності валютної лібералізації розійшлися. Одні з них позитивно сприймають нинішні перетворення, вбачаючи у лібералізації валютного законодавства шанс для пришвидшення реформ та зближення економіки країни з європейськими державами [7]. Інші дослідники досить обережно сприйняли звістку про лібералізацію валютної політики, закликають до більш зваженого підходу при її здійсненні та вважають передчасною лібералізацію операцій, пов'язаних з рухом капіталу [8].

Вчені звертають увагу, на те, що в Україні відсутня більшість (шість із восьми) рекомендованих МВФ передумов для зняття обмежень на рух капіталу, вироблених з урахуванням досвіду країн-учасниць [9], а саме: стале економічне зростання; достатній рівень міжнародних резервів; значна частка ПІІ та акціонерного капіталу в обсязі припливу капіталу; достатній рівень розвитку фінансового сектора; високі стандарти пруденційного нагляду та регулювання; позитивне сприйняття інвесторами якості державного управління та інституцій у країні.

Більше того, виникають сумніви щодо ефективності валютної лібералізації без забезпечення належного рівня незалежності НБУ від політичних впливів, а також правомірні побоювання, що вона може стати інструментом перерозподілу капіталу, а не драйвером, який стимулює реалізацію реформ у країні [10].

Світовий досвід має немало яскравих прикладів, коли валютна лібералізація стала каталізатором фінансової дестабілізації країни⁵ і, за негативного сценарію розвитку, Україна може повторити долю цих країн.

Позитивний ефект від валютної лібералізації більш вірогідний у інституційно та економічно розвинених країнах [14]. В Україні ж, де нестача капіталу для розвитку та проведення реформ більшою мірою пов'язана із недовірою капіталу до держави [14], ефект від валютної лібералізації може бути вкрай негативним.

Мета статті. Зважаючи на істотний вплив валютної політики на економічний розвиток країни, видається доцільним проаналізувати наслідки валютної лібералізації в Україні, визначити її позитивні та негативні сторони.

Виклад основного матеріалу. В рамках підписаної між Україною та Європейським Союзом Угоди про асоціацію Україна взяла на себе зобов'язання щодо наближення вітчизняного законодавства до європейських стандартів, зокрема і в частині забезпечення вільного руху капіталу [15]. На виконання цих норм Національним банком України була розроблена дорожня карта скасування валютних обмежень [16], яка поступово втілюється у життя.

Виконуючи взяті на себе перед Європейським Союзом зобов'язання, Україна, попри власний досвід щодо руйнівних наслідків для економіки від передчасної лібералізації валютних операцій та практику застосування розвиненими країнами певних обмежень, пов'язаних з рахунком операцій з капіталом навіть на нинішньому етапі, у 2018 р. ухвалила нове валютне законодавство, ключовими новаціями якого стали: свобода здійснення валютних операцій; надання нерезидентам усіх прав, наданих у сфері здійснення валютних операцій резидентам; необмежені права НБУ у регулюванні валютних операцій та зняття з нього фактичної відповідальності за валютну політику в державі [17].

Безсумнівно попереднє валютне законодавство у вигляді декрету Кабінету Міністрів України "Про систему валютного регулювання і валютного контролю" [18] (далі – Декрет) потребувало оновлення, оскільки окремі його норми втратили актуальність. Поряд із цим невизначеність у Декреті загальної спрямованості (мети) та інших ключових складових валютної політики (принципів, валютно-курсowego режиму) негатив-

⁵ 1. Під тиском американського капіталу *Велика Британія* як плату за позику, отриману від США в 1946 р. (3,7 млрд дол. США), у липні 1947 р. відновила вільний обмін фунта стерлінгів на долари, що призвело до локальної валютної кризи. Через 35 днів у країні було введено іще більш жорсткі валютні обмеження [11].

2. Відміна валютних обмежень у вересні 1968 р. призвела до «втечі» з *Франції* 15 млрд французьких франків, проте після відновлення цих обмежень відплив капіталу різко скоротився і сальдо короткострокового капіталу стало позитивним [11].

3. Існують ознаки того, що лібералізація фінансового рахунку в *Чеській Республіці* була передчасною і відіграла значну роль у валютній кризі 2008 р. [12].

4. В Ісландії лібералізація руху капіталу за умов відсутності належного пруденційного регулювання та обмежень на приплив капіталу перевищила можливості економіки, і це призвело до глибокої кризи, яку запустила глобальна криза 2008 р. Повернення до практики обмежень на рух капіталу в Ісландії було необхідним кроком з боку влади, щоб отримати змогу керувати процесом макрофінансової стабілізації [9].

5. Для Угорщини, банківський сектор якої має значну частку іноземного капіталу, наслідки світової фінансової кризи 2007–2008 рр. стали одними із найдраматичніших серед країн регіону [13].

но позначалися на валютній політиці держави.

Попри це, на наш погляд, найголовніші норми Декрету щодо обмежень у вигляді переліку валютних операцій, пов'язаних з рухом капіталу, які спрямовані на стримування відпливу капіталу з країни, і сьогодні не втрачають своєї актуальності.

Дослідження законодавчих змін, упроваджених Законом України "Про валюту і валютні операції" [17] дали змогу виявити окремі позитивні та негативні наслідки для економіки та діяльності суб'єктів господарювання.

Зокрема, позитивними для ведення бізнесу стали:

а) *скасування*: санкцій у вигляді припинення зовнішньоекономічної діяльності за порушення строків розрахунків; вимоги щодо попереднього резервування коштів у гривні для купівлі іноземної валюти; заборони на купівлю іноземної валюти за кредитні кошти; обмежень на переказ/купівлю валюти як гарантійних внесків для участі в тендері, що передбачає поставку товарів;

б) *надання дозволу на*: накопичення купленої іноземної валюти для виплат за зовнішніми запозиченнями до чергових дат виплати, що встановлена договором, – за будь-яким кредитним договором, а не лише за кредитами, отриманими за міждержавними, міжурядовими угодами та угодами під державні гарантії; здійснення банками операцій з купівлі-продажу іноземної валюти за гривні з клієнтами-резидентами для хеджування клієнтами ризику зміни курсу іноземної валюти на умовах "форвард" та на умовах маржинальної торгівлі за операціями з експорту та імпорту товару, а також за кредитами і позиками від нерезидентів.

Водночас слід зазначити, що уведення таких змін було можливим і за "старого" валютного законодавства, адже ці норми були впроваджені нормативно-правовими актами Національного банку України.

Суб'єктами господарювання позитивно сприйняті також заходи щодо лібералізації операцій за поточним рахунком, зокрема *скасування обов'язкового продажу валюти від експорту* товарів та послуг, *збільшення* із 185 до 365 днів *граничного терміну за розрахунками* за експортно-імпортними контрактами і скасування граничного строку здійснення розрахунків за експортно-імпортними операціями, сума за якими менша за 150 тис. грн [19].

Проте запроваджені новації надають експортерам можливість вдаватися до кроків, які можуть негативно вплинути на економіку та макроекономічну стабільність держави. Так, експортери мають змогу притримувати валюту в очікуванні зміни курсу, що створює умови для зменшення обсягів продажу валюти на валютному ринку, відтермінування повернення їм валютної виручки і відволікання імпортерами валютних коштів на довгий період. Як наслідок, це може негативно впливати на ситуацію на валютному ринку України та, відповідно, на валютний курс⁶.

Більше того, Національний банк України з 16 травня 2019 р. [20], керуючись новим законом та за поданням Кабінету Міністрів України [21], скасував норми щодо граничного строку розрахунків за імпортом товарів і послуг за угодами Міністерства охорони здоров'я України зі спеціалізованими організаціями. Це, на наш погляд, може призвести до відволікання бюджетних коштів для безкоштовного кредитування нерезидентів.

⁶ За 26-річний період чинності "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 – підтверджує істотний вплив таких кроків на валютний ринок та їх передчасність для вітчизняної економіки.

Як бачимо, позитивно сприйняті бізнесом окремі валютні новації несуть приховані загрози стабільності економіки України, що можуть проявитися у будь-який момент, істотно вплинувши на макроекономічну стабільність держави.

Поряд із цим особливу увагу та занепокоєння викликає *лібералізація операцій, пов'язаних з рухом капіталу*. Найбільш відчутними серед них стали такі.

1. Лібералізація операцій нерезидентів з ОВДП

Стимулювання нерезидентів до операцій з ОВДП та спрощення їх доступу до купівлі-продажу ОВДП через підключення України до міжнародного депозитарію Clearstream.

Зокрема, українським банкам дозволено:

– надавати нерезидентам цільові гривневі кредити на строк до 14 днів на придбання ОВДП;

– здійснювати операції з нерезидентами на умовах "своп" у разі спрямування коштів на купівлю ОВДП, а також з купівлі-продажу іноземної валюти за гривні на умовах "форвард" та умовах маржинальної торгівлі щодо купівлі та продажу іноземної валюти за гривні (здійснювати такі операції з резидентами банкам заборонено).

Поряд із цим на вторинному фондовому ринку знято обмеження, що стосуються розрахунків за операціями з ОВДП в іноземній валюті.

Така лібералізація руху капіталу призвела до стрімкого зростання вкладень нерезидентів у державні цінні папери у 2019 р. – січні–лютому 2020 р. Водночас, на наш погляд, основною причиною привабливості ОВДП для нерезидентів стали завищені ставки гривневих ОВДП порівняно як із банківськими депозитами, так і з іноземними фінансовими інструментами. Зокрема, середньозважена доходність за гривневими ОВДП у 2019 р. становила 16,93%, а з терміном обігу до 1 року (випуск становив майже 104 млрд грн, або 45,6% від загального випуску 2019 р.) – 18,4% [22]. Доходність державних цінних паперів у групі зіставних країн була в 4–5 разів нижчою. Більше того, протягом 2019 р. рівень доходності на світових ринках демонстрував тенденцію до зниження.

Обсяг гривневих ОВДП у власності нерезидентів збільшився з 6 млрд грн на початок 2019 р. до 125 млрд грн на кінець лютого 2020 р., тобто на 119 млрд грн, або у 20,4 раза, а їх частка у загальному обсязі гривневих ОВДП – з 1% до 17,5% [23, 24].

Рекордний за всі роки обсяг розміщення у 2019 р. гривневих ОВДП (227 млрд грн) став можливим саме завдяки нерезидентам, які придбали майже половину їх випуску, а у січні–лютому 2020 р. – майже 40%. Без урахування рекапіталізаційних ОВДП портфель гривневих ОВДП банків-резидентів у 3,6 раза (на кінець лютого поточного року) менший ніж нерезидентів. У ліквідному, або ринковому, обсязі гривневих ОВДП, який не включає неліквідні ОВДП у власності банків-резидентів та ОВДП у власності НБУ⁷, нерезидентам належить 67,6% (рис. 1). Величезна частка іноземного капіталу в українських облігаціях підвищує чутливість спекулянтів до подій, що відбуваються в Україні, збільшуючи її валютно-курсову та фінансову вразливість.

Дослідження показує, що приплив спекулятивного іноземного капіталу через канал ОВДП (2019 р. – 4,3 млрд дол. США) став головним фактором зростання обсягів міжбанківського валютного ринку (його обсяг у 2019 р. перевищив 93 млрд дол. США; середньоденний обсяг операцій між банками становив 375 млн дол. США, що в 1,5 раза більше, ніж у 2018 р.). Як наслідок, суттєво зміцнів курс гривні та збільшилися міжнародні резерви.

⁷ ОВДП з терміном погашення у 2047 р., доходність за якими або фіксована, або прив'язана до рівня інфляції, а також ОВДП, випущені для капіталізації ФГВФО.

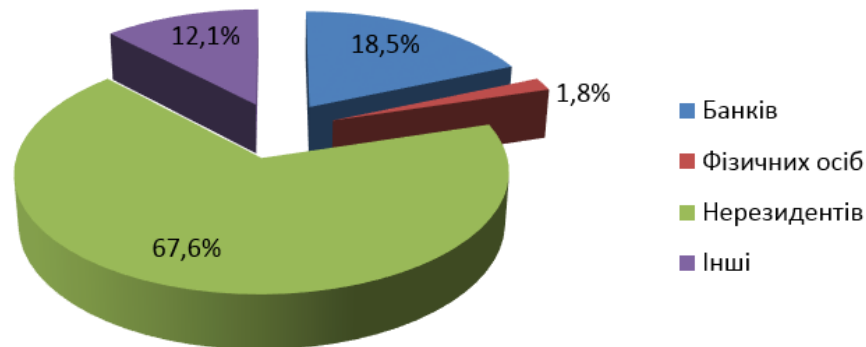


Рис. 1. Структура ринкового портфеля гривневих ОВДП за власністю станом на кінець лютого 2020 р., %

Джерело: розраховано за даними Національного банку України (<https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial/data-sector-financial#2fs>) та Міністерства фінансів України (<https://mof.gov.ua/uk/ovdp-shho-perebuvajut-v-obigu>).

У 2019 р. спостерігалася пряма залежність між зміцненням курсу (збільшенням обсягів продажу валюти клієнтами) та придбанням нерезидентами гривневих ОВДП. Аргументом на користь такого твердження є той факт, що збільшення обсягів ОВДП у власності нерезидентів відбувалося протягом 1–3 днів після дат збільшення обсягів продажу валюти клієнтами та зміцнення курсу. Водночас на зростання обсягів валютного ринку впливали й інші фактори, передусім, продаж валюти НАК "Нафтогаз" у листопаді–грудні 2019 р.⁸

Курс гривні до долара США у 2019 р. зміцнився на 14,4% порівняно з 2018 р., а його середньоденне значення було на 5% вищим, ніж у 2018 р. У січні–лютому поточного року відбулася незначна девальвація національної валюти, проте вона не компенсувала ревальвації 2019 р.

Міжнародні резерви зросли із 20,8 млрд дол. США на початок 2019 р. до 27 млрд дол. США на кінець лютого 2020 року⁹, тобто на 6,2 млрд дол. США. Характерно, що міжнародні резерви могли б зрости більше у разі викупу НБУ в 2019 р. усього обсягу валюти, призначеної для вкладень нерезидентів у гривневі ОВДП. Проте НБУ свідомо не використав таку можливість, оскільки, судячи із Звіту щодо проведення грошово-кредитної політики у 2019 р. Раді Національного банку України [25], більш активний викуп НБУ іноземної валюти для обмеження зміцнення гривні означав би: "Відмову

⁸ У листопаді 2019 р. – близько 300 млн дол. США, отриманих від розміщення єврооблігацій на 500 млн дол. США; у грудні: 26 грудня 2019 р., за повідомленням НБУ, на валютному аукціоні – 730 млн дол. США; 28 грудня 2019 р. – 500 млн дол. США із отриманих НАК "Нафтогаз" за рішенням суду від Газпрому 2,9 млрд дол. США – викуплені НБУ на закритому м/б.

⁹ За 2019 р. перевищення продажу валюти над купівлею становило 8,37 млрд дол. США, чиста купівля валюти НБУ – 7,9 млрд дол. США, збільшення резервів – 4,5 млрд дол. США, оскільки було здійснено планові виплати за борговими зобов'язаннями перед МВФ. За січень–лютий п.р. – перевищення продажу валюти над купівлею – 0,64 млрд дол. США, чиста купівля валюти НБУ – 0,8 млрд дол. США, збільшення резервів – 1,7 млрд дол. США, оскільки, крім надходжень з валютного ринку, джерелом їх поповнення була купівля у Мінфіну валюти, отриманої від розміщення валютних ОВДП (у зв'язку зі значним невиконанням доходної частини держбюджету), а також у "Нафтогазу" (коштів, отриманих від Газпрому), та переоцінка активів.



від задекларованого плаваючого обмінного курсу; де-факто перехід до встановлення певного "рівня захисту" обмінного курсу".

Рада Національного банку Рішенням від 05 грудня 2019 р. [26] дала загальну негативну оцінку діяльності Правління Національного банку в частині формування та реалізації валютно-курсової політики в 2019 р. Іншої думки дотримувалося Правління Національного банку України, яке оцінило вплив зміцнення національної валюти на економіку країни позитивно [27]. Аргументи такої оцінки – що "зниження показника відношення боргу до ВВП та тривала макрофінансова стабільність впливали на сприйняття інвесторів, що відобразилось у підвищенні рейтингів та зниженні вартості залучень" [25]. Разом із тим Правління Нацбанку визнає, що зміцнення гривні: "посилило ефект погіршення зовнішньої цінової кон'юнктури на скорочення обсягів виробництва металургійної продукції, однак не було його основною причиною; від ревальвації гривні недоотримано надходження в бюджет від податків з імпорту. Однак цим чинником можна пояснити тільки трохи більше половини недовиконання плану податкових надходжень".

На наш погляд, оцінка впливу зміцнення національної валюти на економіку країни не може бути позитивною, адже:

– зміцнення курсу гривні та валютна лібералізація не стали важливими чинниками для припливу в Україну капіталу у вигляді прямих іноземних інвестицій. Хоча при розробленні нового законодавства Нацбанк акцентував увагу на тому, що "чинне валютне законодавство втратило ефективність і перетворилося на одну з перепон для припливу капіталу в Україну" [28].

У 2019 р. прями іноземні інвестиції у вигляді акціонерного капіталу в Україну становили 2,12 млрд дол. США, що лише на 150 млн дол. США більше, ніж у 2018 р. І це цілком очікувано, адже на тлі відсутності будь-яких законодавчих перешкод для прямих іноземних інвестицій в Україну й до ухвалення нового валютного законодавства головною мотивацією іноземних інвесторів був і є доступ до найприбутковіших сегментів ринку та можливість швидкої окупності вкладених коштів [29];

– унаслідок зміцнення курсу гривні Державний бюджет України лише від податків з імпорту, за оцінкою НБУ, недоотримав у 2019 р. понад 20 млрд грн¹⁰, а в січні 2020 р., за оцінкою Рахункової палати, – 2,3 млрд грн [30];

– зміцнення курсу пригнічувало експорт та стимулювало імпорт. Втрати експортерів за рахунок цього фактора за 2019 р. можна оцінити у сумі 86 млрд грн (за фактичним обсягом експорту товарів та послуг за умов, що середньоденний валютний курс у 2019 р. залишився на рівні 2018 р.), а виграш імпортерів – 102 млрд грн.

Ситуація на валютному ринку у березні–квітні 2020 р. засвідчила економічну необґрунтованість зміцнення національної валюти у 2019 р. Одночасно вона підтвердила і передчасність масштабної валютної лібералізації. Через загрозу дефолту в Україні та початок світової фінансової кризи, пов'язаної з високою невизначеністю щодо подальшого поширення коронавірусу, в березні 2020 р. *приплив валюти нерезидентів в ОВДП миттєво перетворився на відплив*. Обсяг гривневих ОВДП у власності нерезидентів за березень 2020 р. зменшився (не лише через їх погашення, а й внаслідок продажу на вторинному ринку) на 7% лише за один місяць. *Кардинально змінилася ситуація на валютному ринку: попит на валюту став перевищувати її пропозицію*.

Підвищений попит на валюту, передусім, у зв'язку з втечею нерезидентів з ринку

¹⁰ Податкові надходження за 2019 р. становили 799,8 млрд грн при затверджених Законом України "Про Державний бюджет на 2019 рік" 840,6 млрд грн, тобто недовиконання становило 40,8 млрд грн, у тому числі внаслідок знецінення – понад 50%, тобто щонайменше 20 млрд грн.



ОВДП, посилювався негативними очікуваннями резидентів щодо знецінення національної валюти та активізацією спекулятивних операцій банків, надлишкова гривнева маса яких іще в лютому поточного року почала перетікати з депозитних сертифікатів НБУ (у депозитних сертифікатах НБУ сконцентровано в середньому близько 150 млрд грн, або понад 6 млрд дол. США), на валютний ринок (унаслідок суттєвого зниження облікової ставки та відповідного зниження процентних ставок за депозитними сертифікатами).

Незважаючи на спрямування Національним банком України на підтримку курсу 2,4 млрд дол. США, підвищений попит на валюту в березні поточного року призвів до стрімкої девальвації гривні – 14,2% (порівняно з початком 2020 р. – 18,5%).

Втеча нерезидентів з ринку ОВДП спостерігалася і в квітні–травні 2020 р. Так, за квітень та 22 дні травня 2020 р. обсяг гривневих ОВДП у власності нерезидентів зменшився ще на 12 млрд грн, проте це не викликало знецінення національної валюти. Більше того, за цей період гривня зміцнилась майже на 5% та збільшилися міжнародні резерви. Перевищення пропозиції валюти над її попитом на валютному ринку відбулося внаслідок суттєвого зменшення купівлі валюти імпортерами – через карантин внаслідок пандемії коронавірусу та зменшення спекулятивних операцій – у зв'язку з невизначеністю щодо подальшої курсової динаміки гривні.

Тенденції, які проявилися навесні, можуть повторюватися, а значна частка іноземного капіталу в українських ОВДП (понад 60% їх ринкового обсягу) продовжує залишатися одним із головних ризиків знецінення гривні. Через це доцільно унеможливити сценарій масового продажу нерезидентами гривневих ОВДП Національному банку України з метою подальшої репатріації капіталів. Наразі така ймовірність існує внаслідок зняття заборони на купівлю ОВДП Національним банком України на вторинному ринку [31].

Поряд із цим зросли також ризики розгортання спекуляцій та дестабілізації ситуації на валютному ринку, пов'язані зі зняттям НБУ упродовж 2019–2020 рр. інших обмежень, які перешкоджали здійсненню спекулятивних операцій на валютному ринку:

– у 2019 р. банкам було надано право самостійно, на підставі своїх внутрішніх документів, приймати рішення про необхідність подання клієнтом, разом із заявкою, документів, пов'язаних зі здійсненням валютних операцій із купівлі/продажу/обміну іноземної валюти. До цього порядок купівлі валюти суб'єктами ринку та підстави і необхідні документи для її купівлі в розрізі резидентів та нерезидентів були чітко виписані за видами операцій у нормативно-правових актах НБУ;

– у січні 2020 р. удвічі збільшено ліміти валютної позиції банків, що розширило можливості банків здійснювати власні операції на міжбанківському валютному ринку;

– у лютому 2020 р. іноземним банкам надано право проводити операції з купівлі-продажу іноземної валюти за гривню між собою, здійснюючи розрахунок через кореспондентські рахунки в українських банках [32].

Доцільно зазначити, що інші країни з метою захисту національної валюти жорстко стримують валютні спекуляції. Так, наступного дня після рекордного падіння курсу турецької ліри (7 травня 2020 р.) Агентство із регулювання та нагляду за банківською діяльністю Туреччини заборонило банкам Citigroup, BNP Paribas та UBS здійснювати трансакції в лірах [33].

2. Лібералізація операцій, пов'язаних із отриманням резидентами іноземних позик і кредитів

Скасування вимоги дотримання резидентами-позичальниками установлених НБУ максимальних процентних ставок (з урахуванням виду валюти кредиту, типу процент-



ної ставки, строку користування кредитними коштами за договором) при залученні іноземних кредитів (та, відповідно, скасування норми, що зобов'язувала НБУ встановлювати таку ставку, а уповноважений банк – здійснювати контроль за розміром виплат за користування кредитом із застосуванням максимальної процентної ставки, а також санкції до уповноваженого банку за невиконання ним функцій контролю) *призводило до зростання вартості зовнішніх запозичень.*

За дії "старого" законодавства процентні ставки за кредитами від нерезидентів з фіксованою процентною ставкою у валюті 1-ої групи Класифікатора іноземних валют обмежувалися: зі строками запозичень до 1 року – не вище 9,8 % річних; строками запозичень від 1 до 3 років – не вище 10% річних; строками запозичень понад 3 роки – не вище 11% річних. Після відміни таких норм, уже у 2019 р. вартість зовнішніх запозичень строком до одного року в доларах США досягала 10%, а в євро – 11,6%, строком понад один рік – у доларах США становила 12,5%, а в євро – 13,5%.

Така тенденція достатньо очікувана, враховуючи, що переважна частка зовнішніх запозичень – це кошти резидентів, раніше виведені з України [28]. *Банки як агенти валютного нагляду, на які покладено обов'язки здійснювати аналіз, зокрема валютних операцій, за кредитними договорами із нерезидентами, не можуть забезпечити недопущення відпливу капіталу з України через завищення процентних ставок, адже:*

– рекомендації для здійснення аналізу в частині оцінки відповідності вартості зовнішнього залучення ринковим умовам, викладені у листі НБУ від 17.01.2019 № Р/25-0006/2831 [34], є лише рекомендаціями та не дають змоги здійснити таку оцінку якісно. Практичне застосування запропонованих для оцінки критеріїв породжує цілу низку питань (відсутність вимог до зіставних даних для проведення порівняльного аналізу, чіткого визначення пов'язаності осіб, надійність та повнота необхідної інформаційної бази тощо), може по-різному трактуватися, надає можливість вибору різних варіантів орієнтовної процентної ставки;

– діяльність банківського сектора України, особливо у 2014–2015 рр., засвідчила не лише неспроможність банків забезпечити ефективний контроль за недопущенням здійснення своїми клієнтами ризикових операцій, а й продемонструвала абсолютну безрезультативність системи управління ризиками переважної кількості банків, *побудову схем виведення коштів за кордон безпосередньо самими банками, участь банків у відмиванні "брудних" коштів*, що зумовило виникнення у 2014–2016 рр. великої кількості проблемних банків [35].

Додаткові можливості для виведення капіталу шляхом завищення вартості зовнішніх запозичень відкрилися для резидентів України:

– за договорами з нерезидентами на одержання кредитів без використання рахунків, відкритих у банках в Україні, оскільки після лібералізації інформація щодо таких договорів в НБУ навіть не надається;

– надання резидентам права на отримання кредитів від нерезидентів у гривнях.

Легальна можливість "виводити" кошти за кредитними договорами з'явилася для резидентів України навіть без отримання кредиту, оскільки скасовано вимогу щодо заборони сплати резидентами-позичальниками процентів за користування кредитами до фактичного надходження в Україну кредитних коштів від нерезидентів.

3. Лібералізація операцій, пов'язаних з інвестиціями з України та в Україну

Внаслідок скасування електронних ліцензій і уведення замість них автоматичних е-лімітів для здійснення інвестиції за кордон, розміщення коштів на власному рахунку за межами України, надання нерезиденту позики в іноземній валюті, фізичні особи

лише за 10 місяців 2019 р. перерахували за кордон понад 85 млн євро [36]. У грудні 2019 р. Національний банк удвічі (до 100 тис. євро/рік) збільшив е-ліміт для таких валютних операцій.

Надання дозволу на здійснення іноземних інвестицій в Україну у валюті 2-ої групи Класифікатора іноземних валют, на наш погляд, відкриває нерезидентам можливість обміну валюти з обмеженою конвертацією на вільно конвертовану валюту, тобто потенційно може сприяти "вимиванню" з України коштів у вільноконвертованій валюті.

Фактично відмінено запобіжники ризику умисного банкрутства підприємств шляхом здійснення інвестицій за кордон, адже заборона встановлена лише при інвестуванні коштів у країну, що є агресором/окупантом, офшорні зони та країни, що не виконують рекомендації FATF, тоді як до лібералізації НБУ мав право відмовити у наданні ліцензії резиденту-заявнику за чітко виписаних підстав, зокрема, у разі: порушення проти заявника справи про банкрутство або перебування заявника в процесі припинення; недостатньої обґрунтованості економічної доцільності операції зі здійснення інвестиції та/або недостатності фінансової можливості проводити цю операцію.

Досвід України свідчить, що лібералізація відносин в економічній сфері України та застосування виключно ринкових інструментів регулювання призводили до виведення національного капіталу за кордон, ставали першопричиною валютних та, як наслідок, фінансових криз, та сприяли формуванню *спекулятивної моделі фінансової системи та деформованої моделі розвитку країни*, переорієнтації урядової політики з використання власних фінансових ресурсів на зовнішнє фінансування і в результаті – зовнішньої залежності фінансової системи і поступового переходу економіки країни під контроль іноземних кредиторів та інвесторів¹¹, до диктату монополістів на енергетичному ринку тощо.

Вигодонабувачами проведення такої політики стали *лише інші країни та представники українського політично впливового капіталу, бізнес яких зареєстровано в офшорних зонах, адже лише за період 2000 р. – 2019 р. нерезиденти у вигляді доходів від інвестицій (прямих, портфельних та інших) в Україну отримали 106 млрд дол. США.*

Висновки

Проведене дослідження дає підстави для висновків, що лібералізація валютних операцій в Україні за відсутності стратегії щодо поліпшення стану платіжного балансу України та зменшення зовнішньої боргової залежності країни призвела до припливу в країну спекулятивного капіталу та активізації спекулятивних операцій резидентів, різких коливань курсу національної валюти.

Поряд із цим, валютна лібералізація 2019–2020 рр.:

– *підтвердила*, що приплив спекулятивного капіталу в країну може миттєво перетворитися на відплив і курсова стабільність зійти нанівець;

– *укотре продемонструвала*, що українська економіка виступає майданчиком для отримання спекулятивних зисків для іноземних інвесторів та відмивання коштів, що надходять з офшорних юрисдикцій;

¹¹ Перехід банківського сектора – у зв'язку з відсутністю обмежень на частку нерезидентів у статутному капіталі та наданням права участі іноземців в органах управління державних банків; перехід стратегічних підприємств – у зв'язку з відсутністю обмежень на участь нерезидентів у приватизації та призначення іноземців в органи управління державних підприємств або підприємств, створених за участю держави; державного сектора – у зв'язку з надмірними запозиченнями коштів у міжнародних фінансових організацій, які надають кредити під певні економічні та політичні вимоги.



– істотно посилила ризики дестабілізації ситуації на валютному ринку і стрімкої девальвації національної валюти, збільшення дефіциту поточного рахунку платіжного балансу і боргової залежності країни.

Вільний рух капіталу та режим вільноплаваючого валютного курсу, на тлі високого рівня зовнішньої вразливості економіки України, викликаного значним розміром державного боргу і вартості його обслуговування, великим рівнем торговельної відкритості економіки та від'ємним сальдо поточного рахунку, ще й в умовах бюджетного дефіциту, є одним із головних чинників різких коливань курсу національної валюти та неефективного використання міжнародних резервів. Вони створюють умови для спекулятивних дій окремих резидентів та нерезидентів з метою отримання додаткових прибутків, періодичних потрясінь на валютному ринку, призводять до "вимивання" коштів з України, підтримують розвиток економік інших країн та сприяє збагаченню обмеженого кола резидентів – власників офшорних фірм на шкоду власній економіці.

Подальша лібералізація валютних операцій в Україні, що є одним із "лідерів" у глобальному рейтингу вразливості економіки, може призвести до повної руйнації фінансової системи та реального сектора економіки, за розвитку найгіршого сценарію – загрожуватиме втраатою суверенітету.

Очевидним є те, що для зменшення ризиків погіршення стану платіжного балансу та дестабілізації фінансової системи Україні необхідно розробити та законодавчо закріпити цілісний комплекс дій, спрямованих на формування захисних і стабілізаційних механізмів валютного ринку та сталого розвитку національної економіки.

Список використаних джерел

1. Яременко О.О. Особливості поняття «валютне регулювання» в сучасних економічних умовах. *Інвестиції: практика та досвід*. 2011. № 21. С. 104.
2. Шемет Т.С. Теорія і практика валютного курсу / за ред. О.І. Рогача. Київ: Либідь, 2006. С. 17.
3. Гроші та кредит: підручник / за наук. ред. д.е.н., проф. М.І. Савлука. 6-е вид. Київ: КНЕУ, 2011. С. 212–223.
4. Quinn D. The Correlates of Change in International Financial Regulation, *American Political Science Review*. 1997. Vol. 91. № 3. P. 531–551. <https://doi.org/10.2307/2952073>
5. Гершанович Е.А. Валютная либерализация: за и против. *Известия Томского политехнического университета*. 2007. Т. 310. № 1. С. 228–230.
6. Иванов Е.И., Ершов М.В. Валютная либерализация и национальная экономика. *Деньги и кредит*. 2003. № 6. С. 44. URL: http://ershovm.ru/files/publications_document_33.pdf
7. Данилишин: після валютної лібералізації ми очікуємо збільшення інвестицій у 5–10 разів. *Українське радіо*. 16.01.2019 р. URL: <http://www.nrcu.gov.ua/news.html?newsID=84192>
8. Гаркавенко В.І. Валютна лібералізація: доцільність та своєчасність. *Наукові праці НДФІ*. 2018. Вип. 2. С. 41–44. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/Npndfi_2018_2_10
9. Репко М., Кашко О., Піонтківська І. Міжнародний досвід лібералізації руху капіталу. *Вісник Національного банку України*. 2016. Березень. <https://doi.org/10.26531/vnbu2016.235.026>



10. Яременко О.Л. Виступ на засіданні круглого столу "Лібералізація валютного регулювання в Україні: ризики та перспективи" (24 вересня 2015 р., ДУ "Інститут економіки та прогнозування НАН України"). URL: http://ief.org.ua/wp-content/uploads/2015/09/%D0%9A%D1%80_%D1%81%D1%82%D1%96%D0%BB-24.09.pdf
11. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения / под ред. Красавиной Л.Н. 3-е изд., перераб. и доп. Москва, 2005. 576 с.
12. Árvai Zsófia. Capital Account Liberalization, Capital Flow Patterns, and Policy Responses in the EU's New Member States. *IMF Working Paper*. 2005. WP/05/213. <https://doi.org/10.5089/9781451862324.001>
13. Гаркавенко В.І. Іноземний капітал у діяльності банківського сектора України: досвід минулого, уроки на майбутнє: наукова доповідь / НАН України; Ін-т екон. та прогноз. Київ, 2011. 108 с.
14. Вплив глобальних фінансів на валютно-фінансову систему України: монографія / Богдан Т.П., Шаров О.М., Сльозко О.О. та ін.; за ред. д-ра екон. наук Т.П. Богдан; НАН України, ДУ "Ін-т екон. та прогноз. НАН України". Київ, 2017. С. 106–118.
15. Угода про асоціацію між Україною, з однієї сторони, та Європейським Союзом, Європейським співтовариством з атомної енергії і їхніми державами-членами, з іншої сторони. Глава 7. Стаття 145. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/984_011#Text
16. Дорожня карта скасування валютних обмежень / Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/liberalization>
17. Закон України «Про валюту і валютні операції» від 21.06.2018 р. №2473-VIII. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2473-19#Text>
18. Декрет Кабінету Міністрів України від 16.02. 1993 р. №15-93 "Про систему валютного регулювання і валютного контролю". URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/15-93#Text>
19. Постанова Правління НБУ "Про затвердження Положення про заходи захисту та визначення порядку здійснення окремих операцій в іноземній валюті" від 02.01.2019 р. № 5. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0005500-19#Text>
20. Постанова Правління Національного банку України від 14.05.2019 р. № 67 "Про встановлення винятків та (або) особливостей запровадження граничних строків розрахунків за операціями з експорту та імпорту товарів і внесення змін до деяких нормативно-правових актів". URL: https://bank.gov.ua/ua/legislation/Resolution_14052019_67
21. Розпорядження Кабінету Міністрів України від 13 лютого 2019 року № 76-р "Про затвердження переліку товарів та (або) галузей економіки, для яких Національний банк має право встановлювати винятки та (або) особливості запровадження заходу захисту, передбаченого абзацом першим частини першої статті 13 Закону України "Про валюту і валютні операції"". URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/76-2019-%D1%80#Text>
22. Дохідність ОВДП на первинному ринку / Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial/data-sector-financial#2fs>
23. Статистика фінансового сектору / Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial/data-sector-financial#2fs>
24. Інформація щодо облігацій внутрішніх державних позик, які знаходяться в обігу, станом на 01 березня 2020 року / Міністерство фінансів України. URL: <https://mof.gov.ua/uk/ovdp-shho-perebuvajut-v-obigu>
25. Звіт щодо проведення грошово-кредитної політики у 2019 році Раді НБУ / Національний банк України. 25 лютого 2020 р. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/zvit-schodo-provedennya-groshovo-kreditnoi-politiki-u-2019-rotsi-radi-natsionalnogo-banku>



26. Рада НБУ визнала неефективною валютно-курсову політику Нацбанку. *Бізнес*. URL: <https://nv.ua/ukr/biz/economics/rada-nbu-viznala-neeftivnoyu-valyutno-kursovu-politiku-nacbanku-novini-ukrajini-50057756.html>
27. Заява Нацбанку. Рада НБУ перевищила свої повноваження. *Бізнес*. URL: <https://nv.ua/ukr/biz/finance/nbu-rada-nacbanku-perevishchila-svoji-povnovazhennya-novini-ukrajini-50058248.html>
28. Прес-реліз НБУ від 5 березня 2018 р. URL: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article;jsessionid=AE97D48096EE4B6ABE95A0BD62B7BFE0?art_id=65236863&cat_id=55838
29. Гаркавенко В.І., Єршова Г.В. Вплив іноземного капіталу на економічний розвиток України. *Економіка і прогнозування*. № 1. 2020. С. 47–62. <https://doi.org/10.15407/eip2020.01.047>
30. Пацкан В.: Через недоліки прогнозування курсу гривні, недонадходження до держбюджету у січні становили 2,3 млрд грн. 13.02.2020. URL: <http://rp.gov.ua/PressCenter/News/?id=820>
31. Рішення Ради НБУ №9-рд від 31.03.2020 р., пункт 2, яким виключено пункти 2 та 3 Рішення Ради НБУ від 13.07.2018 р. №37-рд "Про Стратегію монетарної політики Національного банку України". URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/vr037500-18#Text>
32. Постанова Правління Національного банку України № 16 від 06.02.2020 р. "Про внесення змін до Положення про структуру валютного ринку України, умови та порядок торгівлі іноземною валютою та банківськими металами на валютному ринку України". URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0016500-20#Text>
33. Рекордное падение лиры. Турция заблокировала доступ Citigroup, BNP Paribas и UBS. 08.05.2020 р. *Ліга Фінанси*. URL: <https://finance.liga.net/ekonomika/novosti/rekordnoe-padenie-liry-turtsiya-zablokirovala-dostup-citigroup-bnp-paribas-i-ubs>
34. Лист НБУ "Про особливості здійснення банками валютного нагляду за деякими операціями" від 17.01.2019 № Р/25-0006/2831. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v2831500-19#Text>
35. Фінансове забезпечення структурної модернізації реального сектора економіки України / за ред. д.е.н. Зимовця В.В.: НАН України; ДУ "Ін-т екон. та прогноз. НАН України". Київ, 2017. 470 с.
36. Обсяг переказів в межах України у 2019 році зріс майже на 40% / Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/obsyag-perekaziv-v-mejah-ukrayini-u-2019-rotsi-zris-mayje-na-40>

Надійшла до редакції 27.07.2020 р.

Прорецензовано 05.09.2020 р.

Підписано до друку 29.09.2020 р.



Valentyna Harkavenko¹²

Galyna Yershova¹³

THE IMPACT OF CURRENCY LIBERALIZATION ON THE ECONOMY OF UKRAINE

Examining the transformation of financial relations in Ukraine, in the previous article the authors analyzed the impact of foreign capital on the economic development of this country's economy and found that its concentration in certain economic activities contributed to consolidating its raw material orientation. The authors conclude that due to the distorted model of Ukraine's economic development, successful practices of developed countries to attract foreign investment and reform the financial sector are ineffective in this country's economy. Continuing the study of the transformations of financial relations in Ukraine, which are taking place under the influence of the approximation of domestic legislation to European standards, the authors could not leave aside the question of impact of the liberalization of currency legislation on the economy. Given that currency liberalization significantly affects the behavior of foreign investors, the authors conducted an in-depth analysis of legislative changes in the financial sector, and described the main results of their implementation. The positive and negative consequences of currency liberalization in Ukraine for business entities and the economy in general are analyzed. Particular attention is paid to the risks associated with the liberalization of operations related to the movement of capital and the behavior of non-residents in the financial market of Ukraine. It is concluded that Ukraine's economy with its distorted development model belongs to the financially and institutionally weak ones, hence is not presently ready to liberalize its monetary relations, which could only deepen the deformations and reduce resilience to macroeconomic imbalances¹⁴.

Keywords: *currency liberalization, capital market, currency legislation, policy of the National Bank of Ukraine*

References

1. Yaremenko, O. (2011). Features of the concept of "currency regulation" in modern economic conditions. *Investments: practice and experience*, 21, 104 [in Ukrainian].
2. Shemet, T. (2006). Exchange rate theory and practice. Kyiv: Lybid [in Ukrainian].
3. Money and credit: a textbook (2011). Kyiv: KNEU [in Ukrainian].

¹² **Harkavenko, Valentyna Ivanivna** – Researcher, State Institution "Institute for Economics and Forecasting, NAS of Ukraine" (26, Panasa Myrnoho St., Kyiv, 01011, Ukraine), e-mail: gvi1953@ukr.net

¹³ **Yershova, Galyna Vitaliivna** – PhD in Economics, Senior Researcher, State Institution "Institute for Economics and Forecasting, NAS of Ukraine" (26, Panasa Myrnoho St., Kyiv, 01011, Ukraine), ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-8807-130X>, e-mail: galina_yershova@ukr.net

¹⁴ The publication was prepared in accordance with the research "Financial risks of doing business in Ukraine: the sector of non-financial corporations" (SR No. 0118U006088).



4. Quinn, D. (1997). The Correlates of Change in International Financial Regulation. *American Political Science Review*, 91: 3, 531-551. <https://doi.org/10.2307/2952073>
5. Gershanovich, E. (2007). Currency liberalization: pros and cons. *Proceedings of Tomsk Polytechnic University*, 310: 1, 228-230 [in Russian].
6. Ivanov E., Ershov M. (2003). Currency liberalization and the national economy. *Money and credit*. 6, 44. Retrieved from http://ershovm.ru/files/publications_document_33.pdf [in Russian].
7. Danylyshyn: after currency liberalization we expect an increase in investment by 5-10 times (2019, January 16). *Ukrainian radio*. Retrieved from <http://www.nrcu.gov.ua/news.html?newsID=84192> [in Ukrainian].
8. Garkavenko, V. (2018). Currency liberalization: expediency and timeliness. *Scientific works of NDFI*, 2, 41-44. Retrieved from http://nbuv.gov.ua/UJRN/Npndfi_2018_2_10 [in Ukrainian]
9. Repko, M., Kashko, O., Piontkivska, I. (2016, March). International experience of capital movement liberalization. *Visnyk Natsional'noho banku Ukrainy – Bulletin of the NBU*, 26-42. <https://doi.org/10.26531/vnbu2016.235.026> [in Ukrainian].
10. Speech by Yaremenko O. at the round table "Liberalization of currency regulation in Ukraine: risks and prospects" (2015, September 24). Retrieved from http://ief.org.ua/wp-content/uploads/2015/09/%D0%9A%D1%80_%D1%81%D1%82%D1%96%D0%BB-24.09.pdf [in Ukrainian].
11. International monetary and financial relations (2005). Moscow [in Russian].
12. Árvai, Zsófia (2005). Capital Account Liberalization, Capital Flow Patterns, and Policy Responses in the EU's New Member States. *IMF Working Paper*. <https://doi.org/10.5089/9781451862324.001>
13. Garkavenko, V. (2011). Foreign capital in the activity of the banking sector of Ukraine: experience of the past, lessons for the future. Institute for Economics and Forecasting, NAS of Ukraine. Kyiv [in Ukrainian].
14. The impact of global finance on the monetary and financial system of Ukraine (2017). Institute for Economics and Forecasting, NAS of Ukraine. Kyiv [in Ukrainian].
15. The Association Agreement between Ukraine, of the one part, and the European Union, the European Atomic Energy Community and their Member States, of the other part. Chapter 7. Article 145. Retrieved from https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/984_011#Text [in Ukrainian].
16. Roadmap for the abolition of currency restrictions. National Bank of Ukraine. Retrieved from <https://bank.gov.ua/ua/markets/liberalization> [in Ukrainian].
17. On Currency and Currency Transactions (2018, July 21). Law of Ukraine №2473-VIII. Retrieved from <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2473-19#Text> [in Ukrainian].
18. On the system of currency regulation and currency control (1993, February 16). Decree of the Cabinet of Ministers of Ukraine № 15-93. Retrieved from <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/15-93#Text> [in Ukrainian].
19. On approval of the Regulations on protection measures and determination of the procedure for certain transactions in foreign currency (2019, January 2). Resolution of the Board of the NBU № 5. Retrieved from <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0005500-19#Text> [in Ukrainian].
20. On establishing exceptions and (or) features of the introduction of deadlines for payments for export and import of goods and amendments to certain regulations (2019, May 14). Resolution of the Board of the National Bank of Ukraine № 67. Retrieved from https://bank.gov.ua/en/legislation/Resolution_14052019_67 [in Ukrainian].
21. On approval of the list of goods and (or) sectors of the economy for which the National Bank has the right to establish exceptions and (or) features of the protection measure provided for in



- paragraph one of the first article 13 of the Law of Ukraine "On Currency and Currency Transactions (2019, February 13). Order of the Cabinet of Ministers of Ukraine № 76-r. Retrieved from <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/76-2019-%D1%80#Text> [in Ukrainian].
22. Yield of IGLBs in the primary market. National Bank of Ukraine. Retrieved from <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial/data-sector-financial#2fs> [in Ukrainian].
23. Financial sector statistics. National Bank of Ukraine. Retrieved from <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial/data-sector-financial#2fs> [in Ukrainian].
24. Information on domestic government bonds in circulation (2020, March 1). Ministry of Finance of Ukraine. Retrieved from <https://mof.gov.ua/en/ovdp-shho-perebuvajut-v-obigu> [in Ukrainian].
25. Report on the conduct of monetary policy in 2019 to the NBU Council (2020, February 25). National Bank of Ukraine. Retrieved from <https://bank.gov.ua/ua/news/all/zvit-schodoprovedennya-groshovo-kreditnoyi-politiki-u-2019-rotsi-radi-natsionalnogo-banku> [in Ukrainian].
26. The NBU Council found the exchange rate policy of the National Bank ineffective (2019, December 6). *Business*. Retrieved from <https://nv.ua/eng/biz/economics/rada-nbu-viznala-neeefektivnyu-valyutno-kursovu-politiku-nacbanku-novini-ukrajini-50057756.html> [in Ukrainian].
27. Statement of the National Bank. The NBU Council exceeded its powers (2019, December 9). *Business*. Retrieved from <https://nv.ua/eng/biz/finance/nbu-rada-nacbanku-perevishchila-svoji-povnovazhennya-novini-ukrajini-50058248.html> [in Ukrainian].
28. Press release of the NBU (2018, March 5). National Bank of Ukraine. Retrieved from https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article;jsessionid=AE97D48096EE4B6ABE95A0BD62B7BFE0?Art_id=65236863&cat_id=55838 [in Ukrainian].
29. Garkavenko, V., Ershova, G. (2020). The impact of foreign capital on the economic development of Ukraine. *Ekonomika i prognozuvannâ – Economics and forecasting*, 1, 47-62. <https://doi.org/10.15407/eip2020.01.047> [in Ukrainian].
30. Patskan V. (2020, February 13). Due to the shortcomings of forecasting the hryvnia exchange rate, the shortfall in the state budget in January amounted to 2.3 billion UAH. Accounting Chamber of Ukraine. Retrieved from <http://rp.gov.ua/PressCenter/News/?id=820> [in Ukrainian].
31. Decision of the NBU Council №9-rd (2020, April 31), item 2, which excludes items 2 and 3 of the Decision of the NBU Council dated (2018, July 13) №37-rd "On the Monetary Policy Strategy of the National Bank of Ukraine". Retrieved from <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/vr037500-18#Text> [in Ukrainian].
32. On Amendments to the Regulations on the Structure of the Foreign Exchange Market of Ukraine, Conditions and Procedure for Trading in Foreign Currency and Banking Metals in the Foreign Exchange Market of Ukraine (2020, February 6). Resolution of the Board of the National Bank of Ukraine № 16. Retrieved from <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0016500-20#Text> [in Ukrainian].
33. Record fall of the lira. Turkey has blocked access to Citigroup, BNP Paribas and UBS (2020, May 8). *League of Finance*. Retrieved from <https://finance.liga.net/ekonomika/novosti/rekordnoe-padenie-liry-turtsiya-zablokirovala-dostup-citigroup-bnp-paribas-i-ubs> [in Ukrainian].
34. On the peculiarities of banks' foreign exchange supervision of certain operations (2019, January 17). Letter of the NBU, № R/25-0006/2831. Retrieved from <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v2831500-19#Text> [in Ukrainian].
35. Financial support for structural modernization of the real sector of the economy of Ukraine (2017). Institute for Economics and Forecasting, NAS of Ukraine. Kyiv [in Ukrainian].
36. The volume of transfers within Ukraine in 2019 increased by almost 40%. National Bank of Ukraine. Retrieved from <https://bank.gov.ua/en/news/all/obsyag-perekaziv-v-mejah-ukrayini-u-2019-rotsi-zris-mayje-na-40> [in Ukrainian].