

ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ

DOI DOI: 10.25140/2410-9576-2023-1(26)-121-140

УДК 336.748(477)

JEL Classification: G18

Яніна Белінська

доктор економічних наук, професор,
професор кафедри міжнародних економічних відносин
Державний податковий університет (Ірпінь, Україна)

E-mail: 071065@ukr.net. ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-9685-0434>ResearcherID: [ELT-9706-2022](https://orcid.org/0000-0002-9685-0434)**Юлія Коваленко**

доктор економічних наук, професор,
завідувач кафедри фінансових ринків та технологій
Державний податковий університет (Ірпінь, Україна)

E-mail: kovalenko0202@ukr.net. ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-5678-3185>ResearcherID: [H-4742-2018](https://orcid.org/0000-0002-5678-3185)**РЕГУЛЮВАННЯ ВАЛЮТНОГО РИНКУ УКРАЇНИ В УМОВАХ
ФІНАНСОВОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ ВОЄННОГО ЧАСУ**

Анотація. У статті досліджено особливості регулювання валютного ринку України з початку повномасштабного вторгнення. Показано курсову динаміку в довоєнний період та визначено фактори її формування у 2022-2023 рр. Проаналізовано заходи НБУ щодо підтримки курсової стабільності та їхні наслідки для монетарної сфери в цілому та валютного ринку зокрема. На основі дослідження ризиків і загроз для стабільності валютного ринку визначено відповідні заходи НБУ щодо їх нейтралізації в умовах воєнного стану. Обґрунтовано доцільність фіксації валютного курсу на поточному етапі та визначено умови відновлення режиму гнучкого курсоутворення. Окреслено напрями удосконалення регулювання валютного ринку в короткостроковій та довгостроковій перспективі.

Ключові слова: валютний ринок; валютний курс; фінансова нестабільність; воєнний час; регулювання; валютні обмеження; міжнародна допомога; НБУ.

Рис.: 3. Табл.: 1. Бібл.: 21.

Постановка проблеми. Забезпечення валютної стабільності традиційно є одним з основних завдань НБУ. Кризові події останніх років стала серйозним випробовуванням вітчизняного валютного ринку на міцність. Антитерористична операція на сході України, пандемія COVID-19, повномасштабна воєнне вторгнення на початку 2022 р. створили дуже несприятливі умови для функціонування валютного ринку та спровокували потужний девальваційний тиск на гривню.

ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ

У складних умовах політичної та економічної нестабільності ринкові механізми послаблюють свою дієвість, тому основний акцент зміщується до адміністративних методів впливу на ситуацію у валютній сфері. З початку воєнного вторгнення НБУ перейшов до фактично ручного управління валютним ринком. Застосування низки заходів, що стосувалися як безпосередньо валютного ринку, так і банківської та грошово-кредитної сфер. Гостра потреба фінансування величезних витрат на військові потреби за масових руйнувань виробничого, експортного, транспортного потенціалу, зумовила необхідність швидкого «ситуативного» реагування НБУ на виклики. Разом з тим, стратегічні плани й середньострокові завдання євроінтеграції України потребували відповідної корекції монетарної стратегії НБУ відповідно до специфіки воєнного часу.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Проблеми валютного регулювання у воєнний період знаходилася в центрі уваги багатьох аналітиків та науковців. Аналіз поточних проблем функціонування вітчизняного валютного ринку та оцінка регулюючих дій НБУ міститься в статтях таких вітчизняних учених, як Т. Богдан [1], Я. Вінокуров [2], О. Вовчак, Б. Данилишин [3], О. Дзюблук, Я. Жаліло, О. Сватюк [4] та ін. Проблеми валютної та фінансової стабільності знаходили своє відображення в низці звітів та аналітичних досліджень НБУ [5], Інституту стратегічних досліджень (НІСД) [17], Центру економічної стратегії [6].

Виділення недосліджених частин загальної потреби. Незважаючи на велику кількість аналітичних публікацій та статей вітчизняних і зарубіжних дослідників глибина кризових потрясінь вітчизняної економіки та безпрецедентність ситуації, що склалася на валютному ринку, гострота проблеми забезпечення курсової стабільності у поточній економічній ситуації та у період повоєнного відновлення залишають простір для наукового аналізу заходів регулювання валютного ринку та розробки пропозицій щодо їх вдосконалення.

Мета статті. Основною метою статті є аналіз тенденцій розвитку валютного ринку України та оцінка заходів його регулювання у період фінансової нестабільності воєнного часу.

Виклад основного матеріалу. Починаючи з 2014 р. несприятливий зовнішній і внутрішній політико-економічний тиск на вітчизняний валютний ринок посилювався. Його сила була такою, що у 2014-2015 рр.

ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ

в Україні розгорнулася класична валютна криза: шокове запровадження режиму вільного курсоутворення призвело до різкої девальвації гривні (понад 300 %). Кризові процеси були припинені лише неринковими методами НБУ, насамперед запровадженням обмежень на виведення капіталу з країни та стабілізацію банківської системи. Валютна криза надала поштовх розгортанню банківської кризи і спричинила суттєві збитки в реальному та бюджетному секторах економіки – припинили свою діяльність понад 30 великих і більше ніж 150 середніх підприємств, тисячі дрібних підприємців, зросло безробіття та трудова міграція. Сукупні збитки в результаті банківської, валютної та економічної криз 2014-2017 рр. оцінюються на рівні близько 40 % ВВП [3].

Після відносної стабілізації ситуації на валютному ринку НБУ перейшов до використання режиму інфляційного таргетування з плаваючим валютним курсом. Перевагами такого режиму є можливість кращого підтримання довгострокової макрофінансової стабільності, що перебиває ризики від коливання курсу. Тому для країн з малою та відкритою економікою, якою є Україна, такий режим вважається більш доцільним. Це засвідчила світова криза, викликана COVID-19, яку Україна пройшла зі значно меншими втратами порівняно з минулими епізодами фінансових криз. Утім, йдеться переважно про мирний час, коли є можливість застосовувати ринкові механізми монетарної трансмісії – у період перед повномасштабною війною валютний курс залишався відносно стабільним (середньорічний курс змінювався в межах +/-5 %), а середньорічна інфляція була 8,5 % (рис. 1).

Загалом, низка несприятливих політико-економічних подій протягом 2014 – I кв. 2023 р. продукували фінансову нестабільність, що підривала економічну основу валютного курсу. Це проявилось в поступовому наростанні розриву між РЕОК та НЕОК гривні у 2015 р. – 2021 рр. за суттєвих коливань РЕОК протягом 2015 та 2022 років.

На рис. 2 наочно видно, що незважаючи на втримання відносної номінальної курсової стабільності реальні значення вартості гривні поступово зменшувалися. Курсовий «стрибок» під час військового вторгнення в лютому 2022 р. дещо зменшив цей розрив, але потенціал майбутньої девальвації формує передумови для курсової корекції, що, вочевидь, відбудеться після закінчення воєнних дій.

ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ

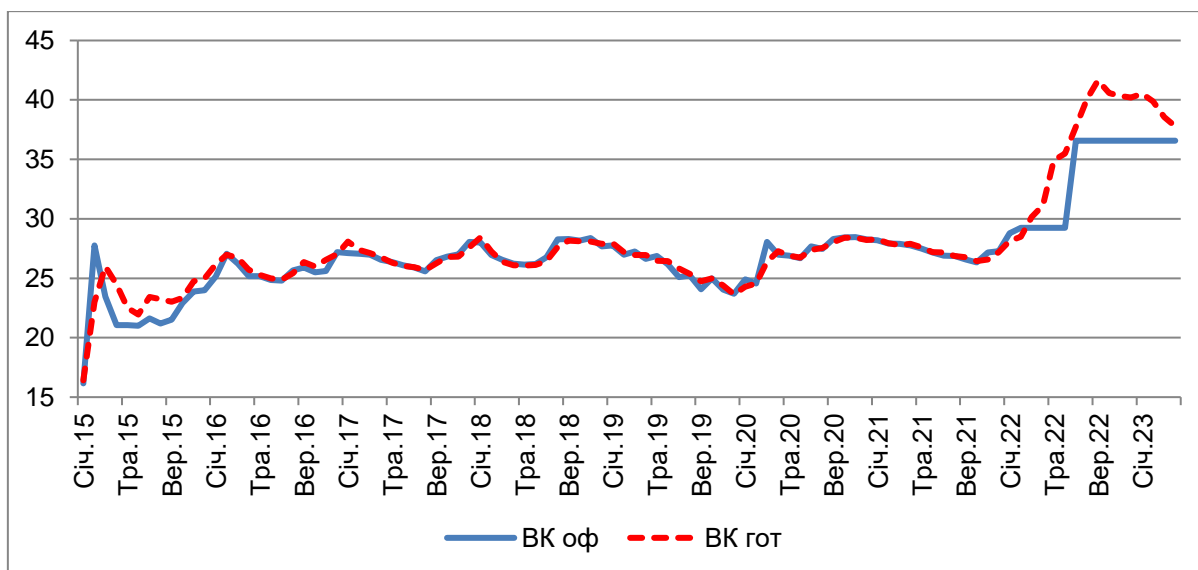


Рис. 1. Значення офіційного й готівкового валютного курсу, грн/дол. США у 2015 – I кв.2023 рр.

Джерело: побудовано за даними [5].

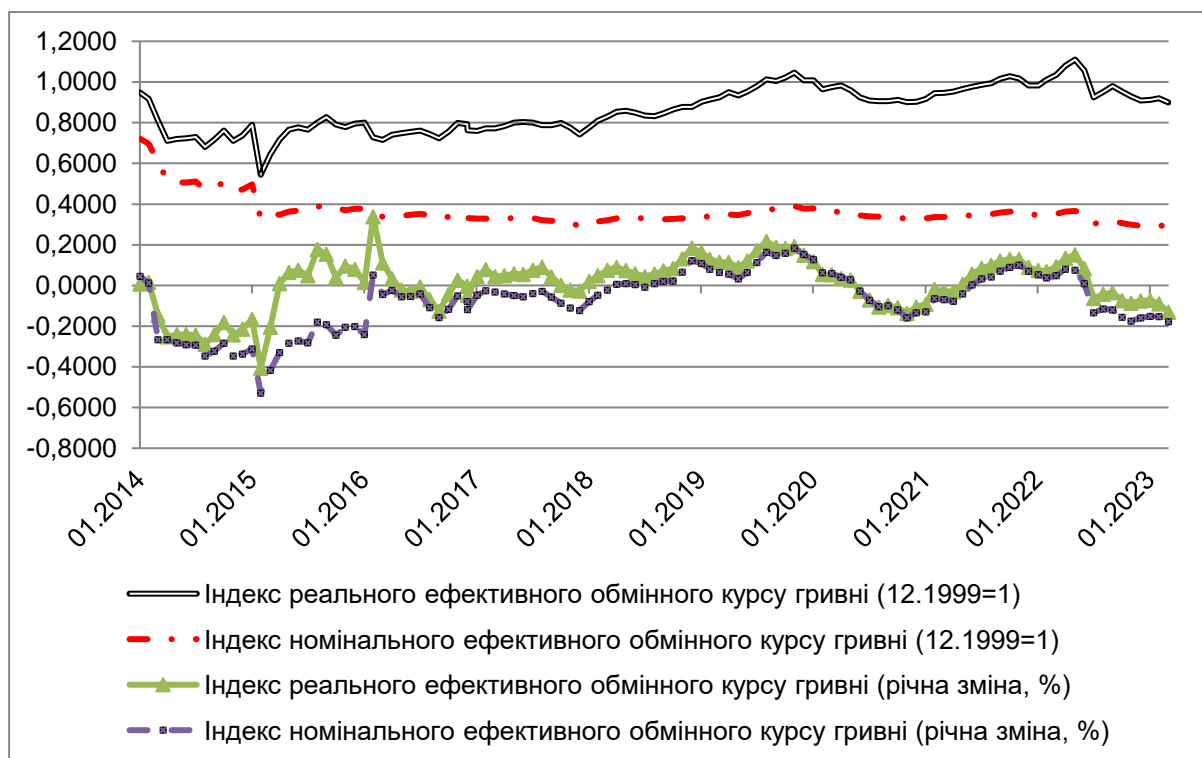


Рис. 2. Індекси реального та номінального ефективного курсу гривні та їх річна зміна

Джерело: побудовано за даними [5].

ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ

Під час війни вагомою заслугою НБУ стало недопущення обвальної девальвації гривні завдяки застосуванню низки заходів. В першу чергу, з 24 лютого 2022 року було зафіксовано валютний курс на рівні 29,25 грн/дол. США. Він фактично став якорем для фінансової системи, який допоміг запобігти паніці у перші дні нападу. У червні 2022 р. відбулася курсова корекція і курс встановлено на рівні 36,57 грн/дол. США. Приведення валютного курсу у відповідність до ситуації в економіці країни разом із застосуванням валютних і монетарних регуляторних заходів було спрямовано на збільшення припливу і, відповідно, продажу валютної виручки експортерами, мінімізацію спекулятивної складової поведінки учасників ринку та стабілізацію курсових очікувань. При цьому умови встановлення курсу продажу та купівлі валюти в готівковому та безготівковому сегментах ринку залишилися незмінними: продаж та купівля валюти банками за заявками клієнтів у безготівковому сегменті валютного ринку й надалі здійснювалася за курсом, який не більше, ніж на 1 % відхилявся від офіційного, а готівковий курс визначався попитом та пропозицією [7; 8].

Втримання у 2022 та в січні-травні 2023 р. міжбанківського курсу в коридорах 36,57-36,93 грн/дол. США та 38,21-39,70 грн/євро за зближення готівкового і офіційного курсу засвідчує, що конкуренція між ними вирівнялася. Для цього НБУ скасував більшість обмежень для учасників банківського ринку і здійснив ряд процедур для забезпечення банків достатньою кількістю готівкової валюти. Так з 6 вересня 2022 року до готівкової валюти, яку комерційний банк може запропонувати населенню, включався весь, а не половина обсягу безготівкової валюти, придбаної ним із 13 квітня 2022 р. у громадян [9]. Це позбавило обмінники можливості штучно підвищувати курс на готівкову валюту, користуючись її дефіцитом у банківському секторі.

Вагомим фактором підтримання валютного курсу і збалансування валютного ринку було проведення НБУ валютних інтервенцій (рис. 3).

Для зменшення обсягів валютних інтервенцій з метою збереження МР НБУ додатково застосовував ринкові інструменти відтягування грошової маси з валютного ринку, зв'язуючи тимчасово вільну ліквідність банківської системи та кошти населення. Для цього НБУ застосовувались допоміжні структурні монетарні інструменти. Так, з 01.10.2022 р. щомісячний ліміт на купівлю громадянами безготівкової

ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ

іноземної валюти збільшено з 50 до 100 тис. грн (в еквіваленті) з наданням можливості подальшого розміщення валюти на безвідкличний депозит на термін від трьох місяців [10]. Це створює додаткову альтернативу вкладенню громадянами коштів у готівкову іноземну валюту, що сприяє зменшенню попиту на неї, захищає гривневі заощадження від ризику курсових коливань, сприяє стабілізації очікувань, зниженню девальваційного тиску.

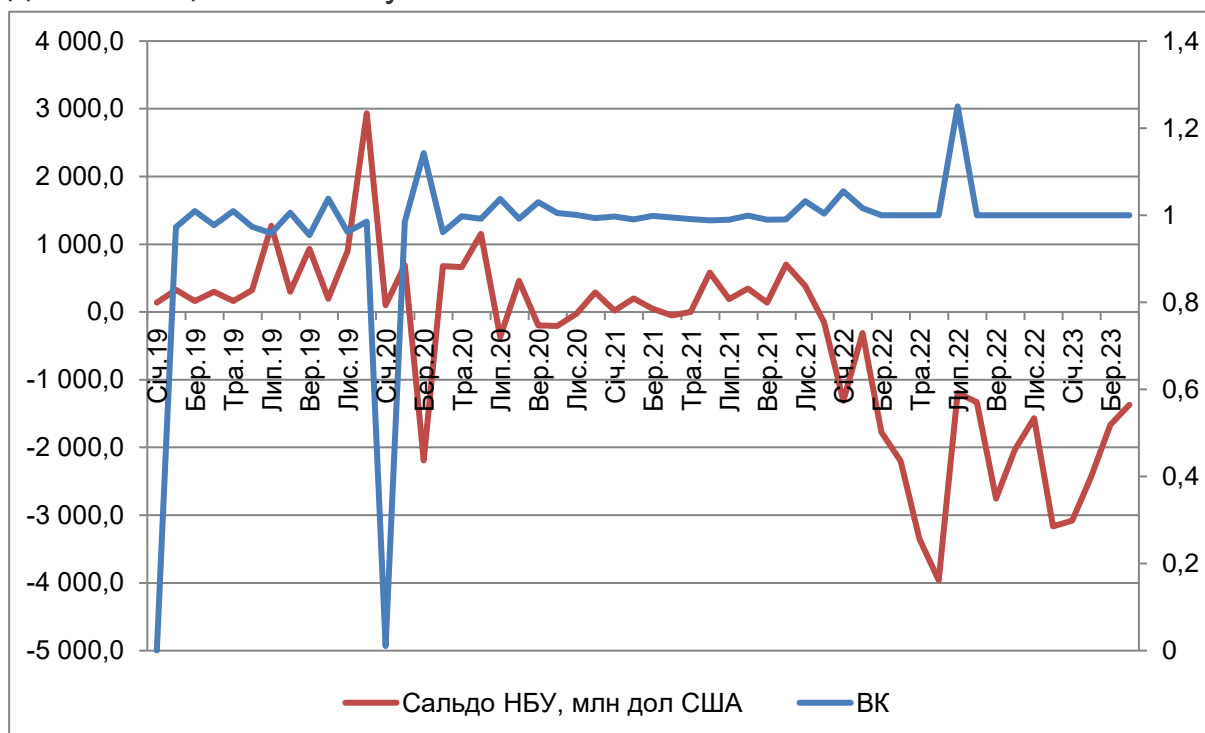


Рис. 3. Індекс щомісячної зміни офіційного курсу гривні до дол. США та сальдо купівлі продажу валюти НБУ, (млн дол. США в еквіваленті)

Джерело: побудовано за даними [5].

Разом з тим, як слушно зауважує Б. Данилишин, домінування неринкових чинників формування кон'юнктури на валютному ринку і неринкових джерел притоку іноземної валюти в Україну створює ситуацію, коли валютний курс гривні не може відображати продуктивність реального сектору (порушується так зване правило Баласса-Самуельсона) [3]. Цей факт слугує теоретичним підґрунтям практичного застосування НБУ адміністративних заходів в умовах фінансової нестабільності воєнного стану.

ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ

У складний період 2022-2023 рр. для згладжування коливань валютного курсу НБУ застосовував низку заходів згідно зі стратегією монетарної політики, Стратегії валютних інтервенцій та Основних засад грошово-кредитної політики в умовах воєнних дій. Основним факторам, що дозволив зберегти стабільність на валютному ринку, стали значні обсяги та своєчасне надходження міжнародної фінансової допомоги, що стабілізує український бюджет, підтримує міжнародні резерви (МР) і дає можливість НБУ активно проводити інтервенції. Якщо до 24.02.2022 р. НБУ продавав валюту для згладжування надмірних коливань курсу на тлі збільшення геополітичного напруження, то з 24 лютого – з метою підтримання офіційного курсу гривні. Він дотепер залишається якорем для економіки, що дає змогу зберегти контроль за інфляційними процесами [11].

За даними НБУ, попри продовження воєнних дій, МР України демонструють позитивну динаміку: станом на 01.05.2023 р. вони досягли 35,95 порівняно з 29,08 млрд дол. США на 01.02.2022 р. Хоча впродовж 2022 р. міжнародні резерви України зменшилися на 7,9 % (до мінімальних значень 22,39 млрд дол. США в липні 2022 р.[5]), проте їх обсяг забезпечував фінансування 3,6, а у 2023 р. – вже 4,2 місяця майбутнього імпорту, що відповідає загальносвітовим стандартам¹.

Джерелом наповнення МР стала безпрецедентна зовнішня фінансова підтримка: у 2022 р. Україна отримала близько 32,1 млрд дол. США. Найбільша фінансова допомога надійшла від США – 12 млрд дол. США, Європейського Союзу – 8 млрд дол. США, МВФ – 2,7 млрд дол. США, Канади – 1,9 млрд дол. США, Німеччини – 1,6 млрд дол. США [12]. Крім того, у 2022 р. Україна отримала близько 3,1 млрд дол. США завдяки продажу валютних ОВДП. Це, разом із міжнародною допомогою, компенсувало значну частину чистих інтервенцій НБУ з продажу валюти (25 млрд дол. США) та виплат країни з обслуговування та погашення державного боргу в іноземній валюті (9,1 млрд дол. США). При цьому, важливими є стабільність, передбачуваність та ритмічність отримання зовнішнього фінансування, що дозволяє поповнювати міжнародні резерви та вчасно покривати бюджетні видатки.

¹ Не менше трьох місяців.

ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ

На 2023 р. вже досягнуто домовленостей з міжнародними партнерами щодо отримання Україною близько 42 млрд дол. США у формі грантів та кредитів від ЄС, США, МВФ, урядів Канади та Японії². У 2023 р. Україна та ЄС започаткували програму макрофінансової допомоги на суму у 18 млрд євро, є домовленість на 9,9 млрд дол. США грантового фінансування від США. А нова програма з МВФ із початком фінансування з II кв. 2023 р. орієнтована на підтримку валютної стабільності.

Однак за посилення дії негативних факторів ситуація на валютному ринку може швидко погіршитися. Так, у державний бюджет на 2023 рік закладено курс долара на рівні 42,2 грн/дол. США, а наприкінці 2023 року очікується стрибок до 45 грн/дол. США.

На поточному етапі серед ключових загроз стабільності валютного ринку варто зазначити такі:

- воєнні дії на території України;
- руйнування критичної інфраструктури та виробничого потенціалу, розрив логістичних ланцюжків;
- падіння ВВП (на 29,1 %) та інфляція (26,6 %) у 2022 р.;
- скорочення експорту на 35,1 % порівняно з падінням імпорту на 19,1 % у 2022 р., що зменшує обсяги надходження валюти;
- потенціал зростання попиту на імпорт через руйнування вітчизняної економіки;
- дефіцит платіжного балансу³;
- наростання дефіциту бюджету до 17,6 % ВВП за його емісійного фінансування;
- збільшення зовнішніх боргів у іноземній валюті з 67,8 до 83,0 % ВВП;
- критична залежність від зовнішнього фінансування;
- проблеми збереження стабільності банківської системи;
- міграція населення за кордон, що провокує вплив капіталу⁴.

² За січень-квітень 2023 р. до бюджету вже залучено близько 5 млрд дол. США, з яких 3 млрд євро – від ЄС, 1 млрд дол. США – від США, 500 млн дол. США – від Великої Британії та понад 160 млн дол. США – від Світового банку [5].

³ За прогнозом МВФ, розрив платіжного балансу у 2023–2026 роках сягатиме 118,3 млрд дол. На покриття цього розриву Україна повинна отримати 92,8 млрд дол. офіційного іноземного фінансування без МВФ. А чисте фінансування МВФ у 2023–2026 роках становитиме 4,9 млрд дол.

⁴ Так, у 1 кв. 2023 р. від'ємне сальдо торгівлі послугами сягнуло 3,3 млрд дол. і утворилося здебільшого під впливом значних витрат українських біженців за кордоном: імпорт послуг за статтею «подорожі» становив 5,4 млрд дол.

ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ

Нівелювання цих загроз у період війни як неординарного не ринкового явища вимагає помірно жорстких адміністративних заходів впливу з боку НБУ. Для їх планомірного та виваженого застосування була прийнята стратегія НБУ «Фінансова фортеця» [13], де уточнені візія та місія НБУ. Відповідно до умов воєнного часу НБУ об'єднує учасників фінансової екосистеми для забезпечення фінансової оборони країни, зміцнює потенціал України на шляху до перемоги, забезпечує цінову та фінансову стабільність під час війни та всебічно сприяє відновленню країни.

Згідно з Основними засадами грошово-кредитної політики на період воєнного стану [14]. НБУ задекларував тимчасову відмову від здійснення монетарної політики в форматі інфляційного таргетування з плаваючим валютним курсом через зниження дієвості ринкових інструментів та високу невизначеність в умовах повномасштабних бойових дій. Для мінімізації ризиків для цінової і фінансової стабільності НБУ здійснює гнучку адаптацію операційного дизайну монетарної політики та вживає необхідних антикризових заходів для підтримки ліквідності банківської системи. НБУ зберігає, але обмежує підтримку державного бюджету шляхом купівлі цінних паперів Уряду України⁵. Це дає змогу запобігти загрозі посилення фіскального домінування та ефекту «фіскального витіснення», високої інфляції, послабленню довіри до монетарної політики та розбалансуванню очікувань, а також ускладненню процесу співпраці з міжнародними фінансовими донорами.

Перехід до переважно адміністративного регулювання валютного ринку та запровадження обмежень щодо руху капіталів послабили дієвість каналів монетарної трансмісії, зокрема ефективність такого монетарного інструменту як процентні ставки. Однак у червні 2022 р. НБУ радикально підвищив облікову ставку з 10 до 25 % за розширення коридору процентних ставок за монетарними операціями з банками [15]. Це було вмотивовано потребами захисту гривневих доходів та заощадження громадян, збільшення привабливості гривневих активів, зниження тиску на валютний ринок та посилення спроможності

⁵ Дія норм Закону України «Про Національний банк України» в частині заборони купівлі цінних паперів в емітента та заборони надання кредитів державі зупинена на період воєнного стану згідно із Законом № 2118-IX від 03.03.2022 із змінами, внесеними згідно із Законом № 2120-IX від 15.03.2022.

ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ

сті регулятора забезпечувати курсову і цінову стабільність. Підвищення дохідності депозитних сертифікатів (ДС) НБУ спонукали Мінфін до підвищення дохідності військових облігацій, і на первинному ринку вона зростає до максимальних 19,5 % річних. Надання банкам можливості покривати за рахунок військових облігацій і ОВДП до 50 % від загального обсягу обов'язкових резервів спричинили зростання обсягів продажу зазначених цінних паперів на аукціонах [16]. Отже, спрямування банківської ліквідності у військові облігації послабило як проблему фінансування бюджету, так і емісійний тиск на курс гривні. Однак суттєвих позитивних наслідків щодо стримування інфляції та відтягування коштів населення на депозитні рахунки від підвищення облікової ставки не спостерігалось.

Позитивний вплив на підтримання стабільності валютного ринку мала стримана грошова емісія НБУ (до 30 млрд грн на місяць), довіра населення, запровадження інструменту строкових депозитів з купівлі валюти на суму до 100 тис. грн (в еквіваленті) за більш привабливим курсом, ніж чинний на момент відкриття рахунку; розширення можливостей експорту до країн ЄС завдяки скасування усіх обмежень.

Курсовій стабільності спрямо виважене використання НБУ низки валютних обмежень щодо руху капіталу. Так, із метою запобігання виведенню капіталу за кордон і недопущення виникнення макроекономічних дисбалансів з 4 квітня 2022 р. було тимчасово скорочено граничні строки розрахунків за експортно-імпортними операціями з 365 до 90 календарних днів. Обмеження діяли до червня 2022 р., коли строки було збільшено з 90 до 120 днів для розширення можливостей експорту й імпорту товарів українським бізнесом в умовах порушення ланцюгів постачання через війну [17].

Для стримування попиту на валюту з боку бізнесу восени 2022 р. уточнено механізм її купівлі для розрахунків у іноземній валюті, а саме – визначено, що для здійснення розрахунків підприємство має спочатку використовувати наявну в нього іноземну валюту, а лише потім, за необхідності, купувати її на валютному ринку [9]. За даними НБУ станом на 02.09.2022 р. обсяг коштів на валютних рахунках клієнтів – юридичних осіб (не враховуючи кошти бюджету та позабюджетних фондів) у банківській системі становив 8,7 млрд дол. США. Зважаючи на це, відповідна норма мала суттєво зменшити попит на іноземну валюту та втрати МР.

ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ

Водночас задля створення сприятливих умов для досягнення домовленостей між українськими позичальниками та зовнішніми кредиторами НБУ дозволив переказувати іноземну валюту для сплати відсоткових платежів за відповідними кредитами за одночасного дотримання певних умов⁶, також спрощено валютні обмеження щодо використання корпоративних платіжних карток⁷.

Під час війни традиційно активізуються шахрайські схеми обходу чинного державного регулювання, нагляду та моніторингу, зокрема у сфері валютних операцій та операцій з вивезення, переказування і пересилання валютних цінностей. Тому НБУ посилив увагу до запобігання та протидії легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом з метою недопущення звуження сфери застосування гривні як єдиного законного платіжного засобу в Україні.

Слід зазначити, що на період воєнних дій важливим завданням НБУ стала підтримка українських біженців за кордоном, насамперед шляхом створення можливостей для обміну готівкових гривень на валюту країн перебування. Це потребувало укладання угод про викуп готівкової гривні за іноземну валюту з центральними банками та іншими фінансовими установами. Було укладено угоди з центральними банками Польщі, Латвії, Німеччини, Бельгії, Швейцарії, Італії, Нідерландів, Швеції та Мальти та ін.

Разом з тим, для стримування відпливу капіталу за кордон було тимчасово зменшено щомісячний ліміт на зняття за кордоном готівки з гривневих рахунків, відкритих в українських банках, зі 100 до 50 тис.

Дата сплати відсоткових платежів припадає на період з 24 лютого до 10 серпня 2022 року (включно); у позичальника станом на 24 лютого немає простроченої заборгованості за кредитним договором; загальна сума коштів, яку дозволяється переказати в межах одного кредитного договору протягом календарного місяця, не має перевищувати п'яту частину суми відсотків, що підлягають сплаті в період із 24 лютого до 10 серпня (включно); кошти, що використовуються для купівлі іноземної валюти та переказу валютних цінностей для сплати відповідних відсоткових платежів, не мають залучатися за кредитами від резидентів; позичальник не має заборгованості за податковими платежами; позичальник здійснював господарську діяльність і після 23 лютого 2022 року, зокрема, виплачував зарплату співробітникам та інші обов'язкові платежі [9].

⁷ Банкам дозволено продавати іноземну валюту юридичним особам та фізичним особам-підприємцям, що є резидентами України, із зарахуванням на поточний рахунок клієнта в іноземній валюті для подальшого використання відповідної валюти на здійснення витрат за допомогою корпоративних платіжних карток за кордоном. Зокрема, витрат на відрядження працівників за кордон виключно для оплати добових витрат у межах щоденного ліміту в розмірі 80 євро (в еквіваленті) на одного співробітника; на проживання та транспортні витрати (з документальним підтвердженням розрахунку зазначених витрат на одну особу) [18].

ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ

грн в еквіваленті [19]. Тимчасово було заборонено розрахунки за кордоном з метою купівлі цінних паперів, акцій, облігацій та сплати брокерських послуг з використанням карток, емітованих українськими банками. Такі заходи спрямовано на зниження ризику непродуктивного відпливу капіталу, зменшення можливості для спекуляцій та обходу валютних обмежень.

Пріоритетним завданням НБУ є належне виконання своїх функцій, що потребує збереження інституційної, фінансової та операційної незалежності. При цьому ефективне функціонування НБУ, особливо у воєнний період, неможливе без тісної взаємодії з Урядом в процесі залучення необхідного зовнішнього фінансування від міжнародних організацій та країн-партнерів. Тож НБУ було відкрито спец рахунок для підтримки ЗСУ і за 2022 – I кв. 2023 р. на потреби військових перераховано 23,6 млрд грн [5]. Зокрема понад 9 млрд грн у еквіваленті надійшло з-за кордону в іноземній валюті [20] Зазначене забезпечує не лише додаткове фінансування ЗСУ, а й сприяє курсовій стабільності та контролю за інфляційними процесами.

За 2022 р. – I кв. 2023 р. економіка України адаптувалася до специфіки воєнного часу та набула спроможності відповідати на виклики, які постали перед фінансовою системою. За появи ознак адаптації НБУ розпочав політику поступового послаблення валютних обмежень за продовження вжиття заходів щодо забезпечення банків готівковою валютою. У I кв. 2023 р. стабілізація валютного ринку спричинена, перш за все, галузевими чинниками зменшення імпорту енергоресурсів, збільшення продажу валюти для проведення посівної, активізацією роботи гірничо-металургійних підприємств, а також подальшим обмеженням непродуктивного відпливу капіталу з України, послідовною монетарною політикою НБУ, спрямованою на підвищення привабливості гривневих активів та відмовою від прямого фінансування дефіциту бюджету у 2023 році. Це створило підґрунтя як для послаблення регулювання валютного ринку, так і застосування операцій «тонкого налаштування» монетарної політики [21].

Мова йде про використання такого інструменту як коригування нормативів обов'язкового резервування одночасно із застосуванням ринкових стимулів банків до активнішого залучення коштів населення на строкові депозити. Разом зі зниженням ставки за депозитними сер-

ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ

тифікатами овернайт із 23 до 20 % річних було запроваджено нові лімітовані тримісячні ДС під фіксовану ставку на рівні облікової ставки. Причому обсяг ліквідності, яку банки можуть розміщувати у більш прибуткові тримісячні ДС залежить від динаміки й обсягу портфеля строкових депозитів фізичних осіб⁸.

Таким чином, в умовах воєнних дій в Україні триває процес модернізації монетарної системи. Слід зазначити низку позитивних зрушень в частині оновлення системи електронних платежів НБУ, реформування фінансового сектору згідно зі стандартами ЄС, модернізацію та цифровізацію грошового обігу, що проявилось в розробці проекту концепції е-гривні – електронної форми грошової одиниці України. Розробка та впровадження е-гривні може стати наступним кроком еволюції монетарної і платіжної інфраструктури України, сприятиме цифровізації економіки, подальшому поширенню безготівкових розрахунків, зростанню рівня прозорості й підвищенню довіри до національної валюти загалом; позитивно вплине на спроможність НБУ підтримувати валютну та фінансову стабільність..

Таким чином, формуються умови для повернення НБУ до принципів та інструментів монетарної політики, що відповідають режиму інфляційного таргетування з плаваючим обмінним курсом. Проте за збереження умов невизначеності та підвищених ризиків основний акцент у політиці НБУ робиться на гнучкості планування й використання інструментів монетарної політики з метою швидшого та ефективнішого реагування на зміни ситуації на валютному ринку. Для забезпечення мети цінової стабільності й курсової стійкості (ціль I у стратегії «Фінансова фортеця») передбачено такі заходи в рамках альтернативного плану (табл. 1).

Незважаючи на виключну важливість збалансованості кон'юнктури валютного ринку для недопущення надмірної курсової волатильності, фундаментальною основою стійкості національної грошової одиниці є конкурентоспроможність реального сектора, зміцнення якої наразі лежить у площині економічного відновлення України. Тому серед першочергових завдань забезпечення довгострокової валютної стабільності слід відзначити такі:

⁸ Банки матимуть змогу подавати заявки на придбання тримісячних ДС як у НБУ, так і на міжбанківському ринку в межах *динамічного ліміту*, що складається з двох частин: перша – це 70 % від наявного в банку портфеля гривневих депозитів фізичних осіб із початковим строком погашення від трьох місяців станом на дату, що на три робочі дні передує даті придбання тримісячних ДС; друга – помножений на мультиплікатор приріст обсягу такого портфеля гривневих депозитів фізичних осіб, починаючи з 4 квітня 2023 р.

ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ

- відновлення і розвиток транспортних шляхів та логістики експортування українських товарів;
- підтримання інвестиційних проєктів, спрямованих на імпортозаміщення та розвиток експортного потенціалу;
- посилення стимулюючого характеру монетарної політики у напрямі зниження позичкового процента та стимулювання кредитування реального сектору;
- концентрування зусиль на залученні міжнародної допомоги та збільшення її обсягів для цілей інвестування в пріоритетні напрями (інфраструктуру, технології тощо).

Таблиця 1

**План забезпечення НБУ мети цінової стабільності
та курсової стійкості**

Заходи	Індикатори	Ризики	Альтернативний план
розроблення стратегії повернення до інфляційного таргетування	зміну індексу споживчих цін, %;	суттєве зростання безпекових ризиків	збереження або підвищення облікової ставки
валютної лібералізації та переходу до гнучкого обмінного курсу	утримання спреда між готівковим і офіційним курсом, гривня до дол. США;	суттєве скорочення ЗВР	довше збереження або посилення адміністративних обмежень на валютному ринку
поступове послаблення та зняття валютних обмежень	зростання обсягів торгів на міжбанківському валютному ринку (без участі НБУ)	касові розриви понад 30 днів	інтенсифікація співпраці з донорами
поступовий перехід до гнучкості обмінного курсу		недостатність міжнародної допомоги, що веде до непокритого дефіциту бюджету та зниження ЗВР	пріоритетність державних витрат
повернення фокусу монетарної політики на інфляцію		суттєве ускладнення експортної логістики	посилення заходів зі структурного регулювання ліквідності
			розширення строку бріджевого фінансування

Джерело: [13].

ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ

За їх вирішення у середньостроковій перспективі стане можливим поступовий перехід до плаваючого валютного курсу. Згідно з дорожньою картою валютної лібералізації, розробленої НБУ, спочатку буде вжито заходів, спрямованих на мінімізацію множинності курсів, ослаблення обмежень торгових операцій, сприяння надходженню нових інвестицій. Заходи, пов'язані з питаннями торговельного фінансування та валютних ризиків банків, а також послаблення обмежень капітальних операцій будуть запроваджені на наступних етапах лібералізації. Пом'якшення тимчасових валютних обмежень відбуватиметься поступово і не прив'язуватиметься до конкретних дат.

Висновки та пропозиції. Забезпечення стабільності грошової одиниці України є основною функцією НБУ, яка набуває виключної важливості в надзвичайних обставинах непереборної сили - війни. Ефективна реалізація цієї функції забезпечується шляхом щоденної операційної діяльності НБУ на валютному ринку з огляду на макроекономічні обставини, в яких приймаються відповідні тактичні рішення. У період воєнного стану фінансові ринки залишалися стійкими завдяки вагомому притоку неринкового капіталу в країну, застосуванню фіксованого обмінного курсу та валютних обмежень. Важливим позитивним наслідком підтримання фіксованого обмінного курсу гривні стало стримування волатильності валютного ринку, що подовжувало часові лаги прийняття рішень та зменшувало вартість страхування ризиків, зменшення вразливості економіки до змін потоків капіталів, стабілізація боргової позиції України.

Значний притік капіталу в країну у формі іноземної допомоги дозволяє компенсувати дефіцит іноземної валюти на той період, поки економіка країни не відновить свій виробничий та трудовий капітал і не запрацює на рівні свого потенціалу. Збереження фіксованого обмінного курсу є доцільним також з точки зору євроінтеграційних перспектив України. Реалізація довгострокових інвестиційних проектів із фондів ЄС та інших міжнародних джерел за фіксованого обмінного курсу дозволить зберігати передбачуваність бізнес-процесів без загрози курсової волатильності.

Стратегічним напрямом НБУ щодо регулювання валютної сфери залишається рух до поступового послаблення валютного контролю та зняття валютних обмежень, уведених на початку війни, переходу до гну-

ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ

чого курсоутворення та повернення до монетарної політики інфляційного таргетування. У 2023 р. НБУ поступово скасовує адміністративні обмеження на валютні операції у міру поліпшення стану платіжного балансу України. Відновлення виробництва та налагодження транспортної логістики (відкриття портів та/або налаштування альтернативних маршрутів транспортування), поживлення експорту та зростання валютних надходжень з інших джерел забезпечать зростання обсягу пропозиції іноземної валюти на ринку. Водночас поступове зниження схильності до конвертації заощаджень в іноземну валюту та послаблення мотивів для виведення капіталу сприятимуть стабілізації попиту на валютному ринку з боку населення і суб'єктів господарювання. Це стане основою відновлення повноцінної роботи валютного ринку та повернення до плаваючого курсоутворення за відсутності загроз для стабільного функціонування банківської та/або фінансової системи держави.

До того, як будуть сформовані вищезазначені сприятливі умови, НБУ має концентрувати зусилля на недопущенні високої курсової волатильності та надмірного відриву номінального курсу гривні від його реальних значень. У міру скасування адміністративних обмежень і поживлення операцій на валютному ринку НБУ матиме змогу повернутися до здійснення валютних інтервенцій з урахуванням завдань та принципів, закріплених у Стратегії валютних інтервенцій НБУ. За припинення воєнних дій НБУ має проводити курсову політику з урахуванням завдань повоєнного відновлення, балансуючи між стимулюванням імпорту та залученням іноземних інвестицій.

Список використаних джерел

1. Богдан Т. Платіжний баланс України та джерела його підтримки [Електронний ресурс] / Т. Богдан // Дзеркало тижня. – 16 травня 2023. – Режим доступу: <http://surl.li/hlxls>.
2. Вінокуров Я. Коли НБУ відмовиться від фіксованого курсу та як футбол впливає на валютний ринок [Електронний ресурс] / Я. Вінокуров. – Режим доступу: <http://surl.li/hlxmi>.
3. Данилишин Б. Чи доречний ринковий романтизм в умовах війни [Електронний ресурс] / Б. Данилишин // Економічна правда. – 9 грудня 2022 р. – Режим доступу: <http://surl.li/hlxms>.
4. Сватюк О. Р. Вплив чинників на управління безпекою валютного ринку в Україні [Електронний ресурс] / Сватюк О. Р. // Менеджмент та підприємництво в Україні: етапи становлення та проблеми розвитку. – 2021. – № 2(6). – Режим доступу: <http://surl.li/hlxnd>.
5. Офіційний сайт НБУ [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://bank.gov.ua>.

ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ

6. Центр економічної стратегії [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://surl.li/hlxni>.

7. НБУ зафіксував офіційний курс гривні до долара США на новому рівні та вжив низку додаткових заходів для збалансування валютного ринку та підтримання стійкості економіки в умовах війни [Електронний ресурс] / Офіційний сайт НБУ. – Режим доступу: <http://surl.li/cmljg>.

8. Про внесення змін до постанови Правління Національного банку України від 24 лютого 2022 року № 18 [Електронний ресурс] : Постанова Правління Національного банку України від 21 липня 2022 року № 154. – Режим доступу: <http://surl.li/hlxoe>.

9. Про внесення змін до постанови Правління НБУ від 24 лютого 2022 р. № 18 [Електронний ресурс] : Постанова Правління НБУ від 2 вересня 2022 р. № 197. – Режим доступу: <http://surl.li/hlxoi>.

10. Про внесення змін до постанови Правління НБУ від 24 лютого 2022 р. № 18 [Електронний ресурс] : Постанова Правління НБУ від 29 вересня 2022 р. № 211. – Режим доступу: <http://surl.li/hlxop>.

11. Міжнародні резерви продовжили зростати в грудні, але залишилися нижчими, ніж на початок 2022 року році [Електронний ресурс] / Національний банк України. – 2023. – 06 січня. – Режим доступу: <http://surl.li/hlxow>.

12. Безпрецедентна фінансова підтримка: НБУ назвав суму допомоги Україні за 2022 рік [Електронний ресурс] / Контракти. – 08 січня 2023. – Режим доступу: <https://kontrakty.ua/article/210257>.

13. Стратегія НБУ «Фінансова фортеця» [Електронний ресурс] / НБУ. – Режим доступу: <http://surl.li/brooi>.

14. Основні засади грошово-кредитної політики на період воєнного стану. Схвалено рішенням Ради НБУ від 15 квітня 2022 року Київ – 2022 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://bank.gov.ua/ua/monetary/about>.

15. Рішення Правління НБУ від 02 червня 2022 року № 262-рш "Про розмір облікової ставки" [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://surl.li/ccqui>.

16. Рішення Правління Національного банку України від 30 січня 2023 року № 40-рш "Про внесення змін до рішення Правління Національного банку України від 23 листопада 2017 року № 752-рш" [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://surl.li/hlxro>.

17. Огляд інструментів підтримки фінансової стійкості в умовах воєнного стану в Україні (за період 01.06 – 30.06.2022 р.) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://surl.li/hlxrs>.

18. Про внесення змін до постанови Правління Національного банку України від 24 лютого 2022 року № 18 [Електронний ресурс] : Постанова Правління НБУ від 5 серпня 2022 р. № 172. – Режим доступу: <http://surl.li/hmeno>.

19. Про внесення змін до постанови Правління Національного банку України від 24 лютого 2022 року № 18 [Електронний ресурс] : Постанова Правління Національного банку України від 20 травня 2022 року № 102. – Режим доступу: <http://surl.li/hlxrz>.

ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ

20. У 2022 році зі спецрахунку, відкритого Національним банком, на потреби оборони перераховано понад 22,3 млрд грн [Електронний ресурс] / Національний банк України. – 2023. – 03 січня. – Режим доступу: <http://surl.li/hlxsh>.

21. Національний банк з 7 квітня впроваджує анонсовані зміни до операційного дизайну монетарної політики для посилення макрофінансової стійкості [Електронний ресурс] / Національний банк України. – 2023. – 06 квітня. – Режим доступу: <http://surl.li/gxtjz>.

References

1. Bohdan, T. (2023). Platizhnyi balans Ukrainy ta dzherela yoho pidtrymky [Balance of payments of Ukraine and sources of its support]. *Dzerkalo tyzhnia – Mirror of the week*. <http://surl.li/hlxls>.

2. Vinokurov, Ya. (2023). *Koly NBU vidmovytsia vid fiksovanoho kursu ta yak futbol vplyvaie na valiutnyi rynek* [When the NBU will abandon the fixed exchange rate and how football affects the currency market]. <http://surl.li/hlxmi>.

3. Danylyshyn, B. (2022). *Chy dorechnyi rynkovyi romantyzm v umovakh viiny* *Ekonomichna Pravda* [Is market romanticism appropriate in the conditions of war]. <http://surl.li/hlxms>.

4. Svatiuk, O.R. (2021). Vplyv chynnykiv na upravlinnia bezpekoiu valiutnoho rynku v Ukraini [The influence of factors on the security management of the currency market in Ukraine]. *Menedzhment ta pidpriemnytstvo v Ukraini: etapy stanovlennia ta problemy rozvytku – Management and entrepreneurship in Ukraine: stages of formation and development problems*, 2(6). <http://surl.li/hlxnd>.

5. Ofitsiynyi sait NBU [Official website of the NBU]. (n.d.). <https://bank.gov.ua>.

6. Tsentr ekonomichnoi stratehii [Center for Economic Strategy]. (n.d.). <http://surl.li/hlxni>.

7. *Ofitsiynyi sait NBU* [Official website of the NBU]. (n.d.). NBU zafiksuvav ofitsiynyi kurs hryvni do dolara SShA na novomu rivni ta vzhyyv nyzku dodatkovykh zakhodiv dlia zbalansuvannia valiutnoho rynku ta pidtrymannia stiičnosti ekonomiky v umovakh viiny [The NBU fixed the official exchange rate of the hryvnia against the US dollar at a new level and took a number of additional measures to balance the currency market and maintain the stability of the economy in war conditions]. <http://surl.li/cmljg>.

8. Pro vnesennia zmin do postanovy Pravlinnia Natsionalnoho banku Ukrainy vid 24 liutoho 2022 roku № 18 [On making changes to the resolution of the Board of the National Bank of Ukraine dated February 24, 2022 No. 18], Resolution of the Board of the National Bank of Ukraine № 154 (July 21, 2022) (Ukraine). <http://surl.li/hlxoe>.

9. Pro vnesennia zmin do postanovy Pravlinnia NBU vid 24 liutoho 2022 r. № 18 [On making changes to the Resolution of the Board of the NBU dated February 24, 2022 No. 18], Resolution of the Board of the NBU № 197 (September 2, 2022) (Ukraine). <http://surl.li/hlxoi>.

10. Pro vnesennia zmin do postanovy Pravlinnia NBU vid 24 liutoho 2022 r. № 18 [On making changes to the resolution of the NBU Board dated February 24, 2022 No. 18], Resolution of the NBU Board № 211 (September 29, 2022) (Ukraine). <http://surl.li/hlxop>.

ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ

11. *Natsionalnyi bank Ukrainy [National Bank of Ukraine]. (2023). Mizhnarodni rezervy prodovzhyly zrostaty v hrudni, ale zalyshylysia nyzhchymy, nizh na pochatok 2022 roku rotsi [International reserves continued to grow in December, but remained lower than at the beginning of 2022].* <http://surl.li/hlxow>.

12. *Bezpretsedentna finansova pidtrymka: NBU nazvav sumu dopomohy Ukraini za 2022 rik [Unprecedented financial support: the NBU named the amount of aid to Ukraine for 2022]. (2023). Kontrakty – Contracts.* <https://kontrakty.ua/article/210257>.

13. *Stratehiiia NBU «Finansova fortetsia», Natsionalnyi bank Ukrainy [Strategy of the NBU "Financial Fortress"].* <http://surl.li/brooi>.

14. *Natsionalnyi bank Ukrainy [National Bank of Ukraine]. (2022). Osnovni zasady hroshovo-kredytnoi polityky na period voiennoho stanu. Skhvaleno rishenniam Rady NBU vid 15 kvitnia 2022 roku Kyiv -2022 [Basic principles of monetary policy for the period of martial law. Approved by the decision of the NBU Council dated April 15, 2022 Kyiv - 2022].* <https://bank.gov.ua/ua/monetary/about>.

15. *Pro rozmir oblikovoi stavky [On the size of the discount rate], Decision of the NBU Board № 262-rsh (June 2, 2022) (Ukraine).* <http://surl.li/ccqui>.

16. *Pro vnesennia zmin do rishennia Pravlinnia Natsionalnoho banku Ukrainy vid 23 lystopada 2017 roku № 752-rsh [On Amendments to the Decision of the Board of the National Bank of Ukraine dated November 23, 2017 No. 752-rsh], Decision of the Board of the National Bank of Ukraine № 40-rsh (January 30, 2023) (Ukraine).* <http://surl.li/hlxro>.

17. *NISD. (2023). Ohliad instrumentiv pidtrymky finansovoi stiiikosti v umovakh voiennoho stanu v Ukraini (za period 01.06 – 30.06.2022 r.) [Overview of tools for supporting financial stability in the conditions of martial law in Ukraine (for the period 01.06 - 30.06.2022)].* <http://surl.li/hlxrs>.

18. *Pro vnesennia zmin do postanovy Pravlinnia Natsionalnoho banku Ukrainy vid 24 liutoho 2022 roku № 18 [On making changes to the Resolution of the Board of the National Bank of Ukraine dated February 24, 2022 No. 18], Resolution of the NBU Board of Directors № 172 (August 5, 2022) (Ukraine).* <http://surl.li/hmeno>.

19. *Pro vnesennia zmin do postanovy Pravlinnia Natsionalnoho banku Ukrainy vid 24 liutoho 2022 roku № 1 [On making changes to the resolution of the Board of the National Bank of Ukraine dated February 24, 2022 No. 18], Resolution of the Board of the National Bank of Ukraine № 102 (May 20, 2022) (Ukraine).* <http://surl.li/hlxrz>.

20. *Natsionalnyi bank Ukrainy [National Bank of Ukraine]. (2023). U 2022 rotsi zi spetsrakhunku, vidkrytoho Natsionalnym bankom, na potreby oborony pererakhovano ponad 22,3 mlrd hrn [In 2022, more than UAH 22.3 billion was transferred from the special account opened by the National Bank for defense purposes].* <http://surl.li/hlxsh>.

21. *Natsionalnyi bank Ukrainy [National Bank of Ukraine]. (2023). Natsionalnyi bank z 7 kvitnia vprovadzhuie anonsovani zminy do operatsiinoho dyzainu monetarnoi polityky dlia posylennia makrofinansovoi stiiikosti [From April 7, the National Bank implements the announced changes to the operational design of monetary policy to strengthen macro-financial stability].* <http://surl.li/gxtjz>.

Отримано 02.03.2023

ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ

UDC 336.748(477)

JEL Classification: G18

Yanina BelinskaDoctor of Economics, Professor, Professor of the International Economic Relations
State Tax University (Irpin, Ukraine)E-mail: 071065@ukr.net. ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-9685-0434>ResearcherID: [ELT-9706-2022](https://orcid.org/0000-0002-9685-0434)**Yuliia Kovalenko**Doctor of Economics, Professor, Professor of the Financial Markets and Technologies
State Tax University (Irpin, Ukraine)E-mail: kovalenko0202@ukr.net. ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-5678-3185>ResearcherID: [H-4742-2018](https://orcid.org/0000-0002-5678-3185)**REGULATION OF THE UKRAINE'S FOREIGN EXCHANGE MARKET
IN WARTIME'S FINANCIAL INSTABILITY**

Abstract. *The article examines the peculiarities of the functioning of the currency market of Ukraine since the beginning of the full-scale invasion. The exchange rate dynamics in the pre-war period are shown and the factors of its formation in 2022-2023 are determined. It is noted that a significant inflow of capital into the country in the form of foreign aid from allied countries makes it possible to compensate for the foreign currency deficit. The NBU's measures to maintain exchange rate stability and their consequences for the monetary sphere in general and the foreign exchange market, in particular, are analyzed. Based on the study of risks and threats to the stability of the foreign exchange market, appropriate measures of the NBU to neutralize them in the conditions of martial law have been determined. The expediency of fixing the exchange rate at the current stage and the conditions for restoring the regime of flexible exchange rate formation are substantiated. It is established that during the period of martial law, financial markets remained stable due to the significant inflow of non-market capital into the country, the application of a fixed exchange rate and currency restrictions. Such positive consequences of maintaining a fixed exchange rate of the hryvnia as curbing the volatility of the foreign exchange market, reducing the cost of risk insurance, reducing the vulnerability of the economy to changes in capital flows, and stabilizing Ukraine's debt position have been identified.*

The directions for improving the regulation of the foreign exchange market in the short and long term are outlined. The NBU's strategic direction regarding the regulation of the foreign exchange sphere is the movement towards the gradual weakening of currency control and the removal of currency restrictions introduced at the beginning of the war, the transition to flexible exchange rate formation and the return to the monetary policy of inflation targeting. The restoration of production and the adjustment of transport logistics (opening of ports and/or setting up of alternative transportation routes), the revival of exports and the growth of foreign exchange earnings from other sources will ensure an increase in the supply of foreign currency on the market. After the cessation of hostilities, the NBU should conduct an exchange rate policy taking into account the tasks of post-war reconstruction, balancing between the stimulation of imports and the attraction of foreign investments.

Keywords: *foreign exchange market; exchange rate; financial instability; wartime; regulation; currency restrictions; international aid; NBU.*

Fig.: 3. Table: 1. References: 21.

Бібліографічний опис для цитування:

Белінська Я., Коваленко Ю. Регулювання валютного ринку Ук-раїни в умовах фінансової нестабільності воєнного часу. *Науковий вісник Полісся*. 2023. № 1(26). С. 121-140.