

Олександр ДЗЮБЛЮК, Олександр МОСКАЛЕНКО

ОСОБЛИВОСТІ ВАЛЮТНО-КУРСОВОЇ ПОЛІТИКИ УКРАЇНИ В  
ТРАНСФОРМАЦІЙНИЙ ПЕРІОД

*Розглянуто особливості курсоутворення в Україні, приділено значну увагу ревальвації гривні та проаналізовано її наслідки для економіки. Висвітлено проблеми лібералізації валютного ринку.*

У новітніх політичних та економічних реаліях України помітно активізувалася полеміка щодо модифікації валютно-курсової політики, пристосування її до сучасних умов економічного розвитку, щодо спрямованості політики обмінного курсу – у напрямку ревальвації чи девальвації. Прибічники ревальвації обґрунтовують необхідність суттєвого зміцнення обмінного курсу національної валюти у номінальному вираженні. Водночас, представники експортоорієнтованих галузей акцентують увагу на негативному впливі девальваційних процесів на конкурентоспроможність українських товаровиробників на світових ринках. Дискусійним і невирішеним залишається питання з приводу лібералізації валютного ринку, зменшення інтервенцій Національного банку на ньому. Саме необхідність оптимізації механізму валютно-курсової політики визначає *актуальність* цього дослідження.

*Проблема* оптимального формування політики обмінного курсу, що проводиться Національним банком, відіграє визначальну роль у процесі розробки адекватної державної економічної політики загалом, спрямованої на забезпечення інтенсивного економічного зростання вітчизняного господарства в нестабільних умовах перехідного періоду. Вона безпосередньо пов'язана з комплексом практичних завдань щодо забезпечення ефективного функціонування НБУ на внутрішньому валютному ринку та регулювання ним валютних відносин.

*Аналіз останніх досліджень і публікацій*, де започатковано розв'язання цієї проблеми засвідчує, що питанням курсоутворення в Україні присвячені праці багатьох вітчизняних учених-економістів, зокрема таких, як О. Петрик, І. Крючкова, О. Бутук, Т. Унковська [1, 2, 3, 5, 6] та ін. У деяких роботах, на яких ґрунтується це дослідження, розглянуто політику обмінного курсу в періоди запровадження національної розрахункової одиниці, економічних і фінансових криз 1999 та 2004 рр.; значна увага приділена вивченню впливу девальваційних і ревальваційних процесів на динаміку експорту й імпорту країни. У той же час невирішені частини загальної проблеми пов'язані із тим, що нові економічні реалії, несподівані, на перший погляд, коливання валютного курсу потребують детальнішого аналізу для ефективного прогнозування та планування подальшого розвитку як валютного ринку, так і всієї економіки загалом. Вимагають глибшого розгляду і наслідки квітневої ревальвації гривні 2005 р. стосовно долара США на різні галузі.

*Мета* цього дослідження – це визначення оптимальної валютно-курсової політики в Україні на сьогодні, яка відповідала б стратегічним монетарним інтересам держави та водночас максимально сприяла розвитку і конкурентоспроможності вітчизняних промислових підприємств на міжнародних ринках, а відтак – стимулювала розширене відтворення.

У перехідній економіці політика обмінного курсу набуває значення як одного з головних інструментів регулювання сальдо платіжного балансу, забезпечення внутрішньої стабільності грошового обігу, а також підтримання конкурентоспроможності національних виробників на зовнішніх ринках. Валютно-курсова політика повинна підпорядковуватись загальнодержавним цілям розвитку економіки на конкретному етапі, тому дуже проблематично чітко визначати, яким має бути валютно-курсове регулювання у перехідній економіці – жорстким чи ліберальним. Звичайно, вона повинна бути адекватною економічній ситуації, але все ж, базуватись на таких основних засадах [3, 8]:

- 1) поступова лібералізація зовнішньоекономічної діяльності та зниження державного контролю за експортно-імпортними операціями;
- 2) розширення можливостей суб'єктів зовнішньої торгівлі щодо розпорядження власними валютними ресурсами;

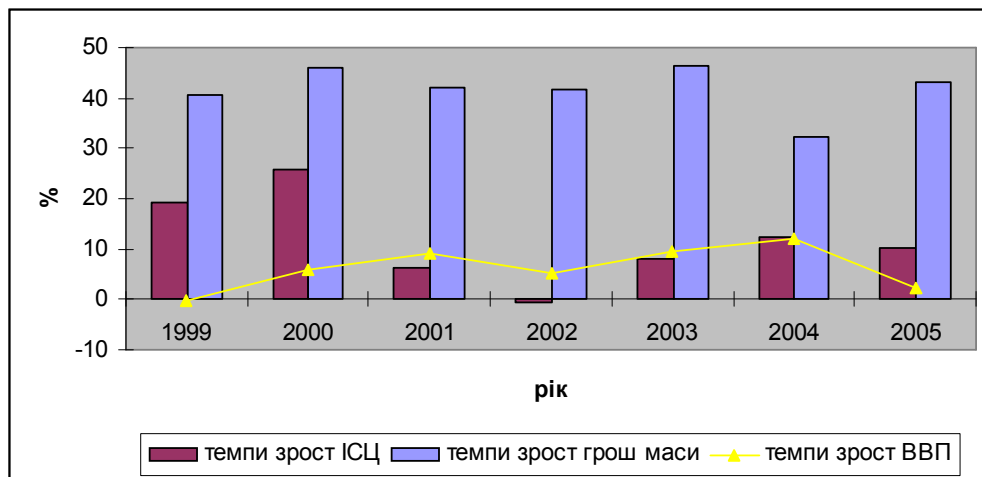
3) становлення національної грошово-кредитної системи й формування повноцінного валютного ринку;

4) лібералізація механізму ціноутворення у країні й наближення внутрішньої системи цін до світового рівня.

Протягом п'яти років економічного зростання в Україні практично незмінним був один із найважливіших макропоказників – номінальний обмінний курс гривні стосовно долара США. Стабільність забезпечувалася політикою Національного банку, спрямованою на усунення різких коливань курсу за рахунок як інтервенцій на валютному ринку, так і обмеження свободи дій його учасників.

Звісно, казати про те, що зростання економіки було забезпечене лише утриманням валютного курсу на рівні 5,3–5,4 UAH/USD буде перебільшенням. Здебільшого підвищення українського ВВП забезпечили поживлення глобальних товарних ринків (після світової кризи кінця 90-х), а також економічна політика держави – короткострокове стимулювання експортоорієнтованих галузей, що збіглося в часі з підйомом світової промисловості та, відповідно, цін на продукцію металургійного сектора (а в Україні частка цієї галузі в експорті становить 30,4% [ 5, 16 ]).

Проте загалом дії НБУ протягом 2000–2004 рр. виправдали себе. Стабільний курс поступово став своєрідним “якорем”, на який орієнтувалися учасники ринку, по суті, виконуючи роль індикатора стабільності економіки загалом. Незмінність офіційного курсу гривні, що супроводжувалася девальвацією реального ефективного обмінного курсу, сприяла розвитку зовнішньої торгівлі, підтримці позитивного сальдо торгового балансу, а відтак – і реальному зростанню економіки. Інтервенції НБУ на валютному ринку стали досить надійним емісійним джерелом – Національний банк, поповнюючи грішми економіку країни в умовах швидкого зростання, не створював при цьому відчутного інфляційного тиску. По суті, протягом зазначеного періоду істотно збільшився коефіцієнт монетизації економіки. Якщо у 2000 р. він становив приблизно 15%, то зараз – майже 40%.



**Рис. 1. Динаміка основних макроекономічних показників в Україні**

Джерело: [www.bank.gov.ua](http://www.bank.gov.ua)

Наскільки адекватною можна вважати таку валютно-курсову політику існуючим нашим економічним реаліям? Визначати рівноважність реального обмінного курсу на практиці можна кількома способами, основним з яких є оцінка ВВП країни за паритетом купівельної спроможності та за номінальним курсом. Наприклад, за даними МВФ, на початок 2005 р. гривня була недооцінена на 77% [6, 6]. Варто зазначити, що Міжнародний валютний фонд і після ревальвації гривні наполягав на подальшому зростанні вартості української валюти. На нашу думку, це пояснюється лобюванням інтересів Сполучених Штатів у МВФ, тому прислуховуватись до порад з боку цієї організації потрібно обережно. При визначенні монетарної політики та валютно-курсової, як її складової, необхідно насамперед керуватись національними інтересами.

Іншим неофіційним способом є визначення рівноважності реального обмінного курсу за паритетом купівельної спроможності “Big Mac”. Згідно з цим методом тоді ж таки, за даними журналу “The

Economist”, недооцінка гривні становила 53% [7, 3]. Цю тенденцію було зафіксовано і в багатьох інших економічних дослідженнях. Як впливає з них, недооцінка гривні коливалась в межах 50–85%. Це дає підстави зробити висновок, що деяка ревальвація гривні навесні 2005 р. була не несподіванкою, а об’єктивним явищем.

Окрім цього, в сучасних ринкових умовах іноземна валюта стає товаром, отже і її обмінний курс щодо національної розрахункової одиниці залежить насамперед від попиту та пропозиції на валютному ринку. В Україні останніми роками спостерігалось суттєве позитивне сальдо поточного рахунку платіжного балансу. Тобто відбувався суттєвий приплив валютних цінностей в країну.

В таких умовах Україна постала перед необхідністю вирішення дилеми: підтримувати існуючий де-факто режим прив’язки до долара США шляхом фіксування на певному рівні офіційного курсу гривні чи перейти до такого режиму, за якого обмінний курс коливатиметься у значно ширших межах. Враховуючи те, що пропозиція валюти протягом останніх п’яти років значно перевищувала попит, Національний банк був змушений для підтримання курсу викуповувати її надлишок в резерви. Так, в січні 2005р. НБУ купив 711,2 млн. дол., в лютому – 892,9 млн. дол., в березні – 1498 млн. дол., тим самим збільшивши монетарну базу на 14,7 млрд. грн. і грошову масу, відповідно, на 38,8 млрд. грн. [8]. Унаслідок цього в економіці почали формуватися об’єктивні передумови для нагнітання інфляційних процесів.

Тому, Національний банк для запобігання надмірної монетизації економіки, яка могла б призвести до неконтрольованого зростання цін, був змушений зменшити інтервенції на валютному ринку, що зумовило вирівнювання попиту і пропозиції на американську валюту. Спробуємо проаналізувати усі позитивні та негативні наслідки ревальвації гривні на економіку як в короткостроковому, так і в середньостроковому періодах:

- у короткостроковому періоді ревальвація мала дезінфляційний вплив на економіку загалом. На деякий час за допомогою цього чинника вдалося значно зменшити темпи приросту грошової маси, а також послабити інфляційні очікування товаровиробників та населення;

- у короткостроковому періоді вплив ревальвації на реальний ВВП є негативним, оскільки відбувається подорожчання вітчизняного експорту. Водночас, йде здешевлення імпорту, а в українських металургійних підприємств в структурі витрат значне місце (майже 40%) посідають енергоносії (газ), які імпортуються. Тому не дуже позначається ревальвація гривні на прибутковості та рентабельності металургійної галузі загалом;

- імпорт зростає як у короткостроковому, так і в середньостроковому періодах. Здешевлення імпорту, окрім всього, дає можливості для технічного переоснащення підприємств на базі імпортного обладнання [5, 16];

- вплив на бюджет у короткостроковому періоді здебільшого залежить від політики уряду, проте у середньостроковому має позитивний характер. Це пояснюється тим, що при збільшенні імпорту збільшуються і надходження в бюджет від митних і податкових зборів, якими обкладається імпорт. Експортні ж підприємства переважно користуються значними пільгами в оподаткуванні, саме тому ревальвація національної валюти негативно позначається на ВВП, але – позитивно на надходженнях до бюджету;

- інвестиційна активність посилюється як у короткостроковому, так і в середньостроковому періоді. Як свідчить статистика, одразу після рекомендацій МВФ щодо зміцнення гривні, в українську економіку значно збільшились інвестиційні надходження. Здебільшого, це був прихід спекулятивного капіталу. Завдання держави на цьому етапі полягає у тому, щоб запобігти швидкому виходу цих інвестицій з економіки. Окрім цього, вирівнювання номінального та реального обмінних курсів, стабілізація економічних процесів, відносна лібералізація валютного ринку значно підвищують інвестиційну привабливість України; а це, відповідно, сприяє збільшенню інвестицій в економіку;

- обслуговування державного бор-гу стає значно дешевшим [2, 20];

- процентні ставки знизились в короткостроковому періоді.

Щодо подальшої ситуації на валютному ринку, робити прогнози дуже важко. З одного боку, сальдо платіжного балансу після деяких коливань і далі залишається позитивним. Це свідчить про те, що долар зараз не може зростати з тієї простої причини, що сальдо платіжного балансу нехай і погіршилося, та все ж залишається позитивним, тобто в країну приходить більше валюти, ніж витікає. Наприклад, за даними Держкомстату за 11 місяців 2005 р. сальдо знизилося порівняно з аналогічним періодом минулого року, утім становить “плюс” 1022,4 млн. дол. США [10]. Навіть якщо припустити, що далі

долар почне "тікати" з країни, накопичених резервів НБУ вистачить, щоб компенсувати недостачу і втримати курс. Протягом року резерви Національного банку збільшилися майже вдвічі — до 19 млрд. дол. США [8]. Контроль над валютним ринком Нацбанк не втратить, навіть якщо події розгортатимуться за сценарієм 1998 р. Тоді резерви НБУ нараховували лише 2,5 млрд. дол. США.

З іншого боку, основними статтями видатків за міжнародними платежами держави є енергоносії, які постійно дорожчають, а це вестиме до вирівнювання зовнішньоторгового балансу. Крім того, істотне подорожчання природного газу може негативно вплинути на діяльність металургійних експортоорієнтованих підприємств, що позначиться на платіжному балансі країни. Варто звернути увагу й на уповільнення темпів зростання ВВП та експорту, що в середньостроковій перспективі може призвести до девальвації гривні. Крім того, спостерігається тенденція вирівнювання національних цін з міжнародними, що зумовлює стабілізацію валютного курсу. Слід також зважати і на такі суб'єктивні фактори, як політична ситуація в країні та лобювання інтересів певних бізнесових структур в органах влади. Політична нестабільність породжує ажіотажний попит на американську валюту на готівковому ринку. Для населення обмінний курс поки що залишається одним з основних індикаторів інфляційних процесів. Протягом 1999–2001 рр. частка депозитів в іноземній валюті скоротилася з 40 до 30% [9]. Однак, починаючи з 2002 р. процес зниження доларизації загальмувався. Можливо, економіці необхідна деяка перерва для продовження цієї тенденції, але стабільне прискорення інфляції, а також політичний та економічний шок кінця 2004 – початку 2005 рр., навпаки, призвели до збільшення доларизації до 35% у середині 2005 р. [4, 33].

Не сприяють дедоларизації банківської системи і ревальваційні очікування, що сформувалися наприкінці літа. На готівковому ринку після поповнення населенням своїх гривневих запасів на початку року в літні місяці обсяг надмірної валютної пропозиції був у чотири рази менший, ніж у 2003 р. і 2004 р. Інакше кажучи, уряду так і не вдалося відновити довіру до національної валюти навіть до рівня середини 2004 р. Про це свідчать наступні дані. Банківські вклади фізичних осіб у вільно конвертованій валюті (у доларовому еквіваленті) зросли на 491,6 млн. дол. США і 31.10.2005р. становили 5560,6 млн. дол. США. Обсяг операцій на готівковому ринку України (купівля та продаж іноземних валют за гривню у доларовому еквіваленті) становив 2527,6 млн. дол. США, у т.ч.: обсяг валюти, купленої банками у населення – 1057,3 млн. дол. США; обсяг валюти, проданої населенню – 1470,3 млн. дол. США [8]. З іншого боку, із прийняттям бюджету на 2006 р., що має дефіцит 2,6%, навряд чи зменшаться й інфляційні очікування.

Це свідчить про те, що економіка наразі не готова відмовитися від долара як від одного з основних орієнтирів/індикаторів стабільності й засобу зберігання. Відтак коливання курсу можуть мати непередбачувані наслідки (особливо в умовах прискорених темпів інфляції й різкого уповільнення реального зростання економіки). Тому, на нашу думку, надалі монетарна політика повинна бути спрямована на стабільність номінального обмінного курсу, що сприятиме дедоларизації економіки. Висока доларизація економіки є перешкодою для проведення повноцінної й ефективної грошово-кредитної політики НБУ.

Важливим питанням в контексті цієї теми залишається і лібералізація валютного ринку. Ще на початку 2005 р. були зроблені певні кроки в цьому напрямку – скасування обов'язкового продажу 50% валютної виручки для підприємств-експортерів, але це лише стало одним з рядків у списку обмежень.

Банкам і надалі заборонено в один день виступати одночасно і продавцем, і покупцем валюти, укладати форвардні операції, базовим активом яких є валюта, купувати долари США (валюту першої групи класифікатора) за російські рублі (валюту другої групи класифікатора). Купувати/продавати валюту банки можуть тільки під час торгових сесій, що тривають 4 години, підставою для купівлі валюти під замовлення клієнтів є їхні зовнішньоекономічні контракти.

Зрозуміла позиція НБУ щодо захисту гривні від валютних спекуляцій, однак ситуація на ринку зараз не вимагає такого жорсткого регулювання, і для подальшого його розвитку просто необхідно дозволити проводити двосторонні операції з ВКВ, а також скасувати обмеження, що стосуються тривалості торгових сесій. Доцільним також є спрощення доступу підприємств до валютного ринку і дозвіл купувати не під контракт за збереженням контролю над переведенням валюти за кордон. Такі заходи могли б істотно збільшити ліквідність ринку і дати можливість заробляти на арбітражі. А це, відповідно, дало б поштовх для подальшого розвитку валютного ринку, а також приходу іноземного капіталу.

Отже, можна зробити наступні висновки:

- валютно-курсова політика щодо ревальвації гривні не має чітко виражених негативних наслідків. Її вона стала результатом не лише політичних домовленостей, а й була економічно обумовлена. Проте надалі для стабільного розвитку всієї економіки значні коливання номінального курсу будуть небажані;
- монетарна політика в Україні поступово повинна відходити від валютно-курсової фіксації гривні стосовно долара США, спрямовуватись здебільшого на таргетування інфляції;
- лібералізація валютного ринку – виклик часу, однак вона повинна проводитись поступово і зважено, а не спонтанно;
- політику обмінного курсу не можна жорстко визначати на довгостроковий період. Вона має бути гнучкою залежно від стану розвитку економіки та ситуації на ринку.

Перспективами подальших досліджень у цьому напрямку є багатовекторний науковий пошук, пов'язаний з питаннями переходу від валютного курсу, як основного фактора впливу на інфляційні процеси, до таргетування інфляції, як проміжної мети монетарної політики.

### Література

1. Бутук О. Валютний контроль і конвертованість валют // Банківська справа. – 2004. – №5–6. – С. 48–55.
2. Вахненко Т. Фінансові ризики ревальвації номінального обмінного курсу // Вісник НБУ, 2005. – № 5. – С. 19–22.
3. Дзюблук О. В. Політика обмінного курсу в умовах ринкової трансформації // Вісник ТАНГ, 2003. – № 2. – С. 7–12.
4. Задерей Н. Гривняметцентр // Контракти, 2005. – № 41. – С. 32–33.
5. Крючкова І. Макроекономічні наслідки зміцнення гривні // Вісник НБУ. – 2005. – № 5. – С. 14–18.
6. Петрик О. Перехід до більшої гнучкості обмінного курсу в Україні – виклик часу // Вісник НБУ. – 2005. – № 6. – С. 4–11.
7. Петрик О. Недооцінка гривні та її наслідки для монетарної політики // Вісник НБУ. – 2005. – № 2. – С. 3–5.
8. [www.bank.gov.ua](http://www.bank.gov.ua)
9. [www.kontrakty.com.ua](http://www.kontrakty.com.ua)
10. [www.minfin.gov.ua](http://www.minfin.gov.ua)