

Український центр економічних і політичних
досліджень імені Олександра Разумкова

Сучасна валютна політика та особливості її реалізації в Україні

Київ 2016

Сучасна валютна політика та особливості її реалізації в Україні. /
Наук. ред. В.Юрчишин. – Київ: Заповіт, 2016. – 120с.

ISBN 978-966-7272-80-7



Дослідження проведене за підтримки Уряду Швеції. Думки та твердження, висловлені в цьому виданні, не обов'язково відбивають позицію чи схвалюються шведським Урядом.

Постійна електронна адреса: http://razumkov.org.ua/ukr/news.php?news_id=715

© Центр Разумкова, 2016
© Видавництво «Заповіт», 2016

ISBN 978-966-7272-80-7

Бібліотека Центру Разумкова. Серія «Дискусії про економічний розвиток»

Передмова

Хоча з часу активного розгортання глобальної кризи минуло понад п'ять років, проте ризики і виклики на світових фінансових ринках залишаються значними. Водночас, загострюються боргові проблеми, які для багатьох висхідних країн ускладнюються суттєвим ціновим падінням на сировинних ринках. Такі збурення значною мірою позначаються на валютних ринках, посиленні невизначеностей і турбулентності на них.

Серед головних викликів сучасності виокремлюються проблемні питання, пов'язані з поточним станом і перспективами розвитку глобального та національного валютного середовища, заходами та інструментами економічної політики, завдяки яким вдасться не лише запобігти розгортанню нових кризових процесів, але й сприяти зміцненню державних та зовнішньоекономічних балансів.

Для України ситуація ускладнюється ще й тим, що, з одного боку, упродовж кризового періоду країна зазнала ледь не найбільших втрат, з іншого – вже за останні два роки відбулося кілька курсових шоків, які спричинили різке погіршення макроекономічного середовища та добробуту населення.

Сьогодні країна має визначитися і сформувати нові принципи розвитку і напрями реформувань. У цьому контексті пошук механізмів валютної та монетарної стабілізації, безумовно, належить до першочергових завдань української влади, а такі механізми мають бути адекватно вписані у формування сучасних інституцій забезпечення стійкого зростання і розвитку.

Цього року гривня відзначатиме 20 річницю свого існування. І саме тому вкрай важливо відновити дискусії стосовно складових макроекономічної політики, в т.ч. в частині її валютної і монетарної складової, з тим, щоб віднайти можливості для України започаткування політики збалансованого зростання і розвитку, забезпечення стійкої купівельної спроможності національної грошової одиниці.

Саме дослідженню сучасних викликів, пов'язаних з валютної проблематикою, а також особливостями валютної політики в Україні й присвячена аналітична доповідь Центру Разумкова, а також представлені (у форматі авторських статей) позиції провідних фахівців українських і міжнародних інституцій.

Дослідження підсилено результатами загальнонаціонального опитування, проведеного соціологічною службою Центру Разумкова, на тему обізнаності громадян України з головними складовими формування валютного середовища, а також впливу валютної динаміки на настрої та очікування.

А.Рачок,

Генеральний директор Центру Разумкова

1 лютого 2016р.

Сучасна валютна політика та особливості її реалізації в Україні

Зміст

Василь **Юрчишин**. Глобальний контекст валютної політики і напрями посилення стійкості національної грошової одиниці в Україні.

Аналітична доповідь

1. Підвищення процентної ставки у США – глобальні наслідки	5
2. Макроекономічні основи формування валютної політики	6
3. Вплив курсової політики на окремі макроекономічні складові	15
4. Про яку монетарну зорієнтованість України доречно вести мову	25
Висновки і рекомендації економічної політики	35
	45

Статті

Анатолій Баронін . Вплив девальвації на національний експорт: системні зміни в сучасному вимірі	48
Ерик Найман . Какой режим валютного курса нужен Украине	55
Тантели Ратувухери . Валютная политика Украины в меняющемся мире	62
Марія Репко . Олександр Кашко , Ірина Піонтківська . Валютні обмеження та лібералізація руху капіталу в Україні та світі	76
Борис Соболев . Оцінка валютної політики України 2013-2016 років	87
Олег Устенко , Микола Зименко . Взаємопосилення інфляційних та девальваційних процесів в Україні: визначення причин та шляхи їх усунення	95
Роман Шпек . Олексій Блінов . Нова валютна політика України: на що потрібно звернути увагу	101

Результати соціологічного опитування

Михайло Міщенко . Ставлення громадян України до проблеми стійкості курсу національної валюти	111
---	-----

Глобальний контекст валютної політики і напрями посилення стійкості національної грошової одиниці в Україні

Аналітична доповідь

Василь Юрчишин,

Директор економічних програм Центру Разумкова

Упродовж 2014-2015рр. Україна пережила низку економічних шоків, серед яких чи не найболючішими були валютні. Неспроможність НБУ впоратись із викликами, які постали перед країною, у т.ч. внаслідок російської агресії, призвела до глибокої валютної кризи, одним з проявів якої стала нищівна девальвація національної грошової одиниці.

Звичайно, економічні проблеми загалом і валютні зокрема не є «надбанням» останніх років. Слід констатувати, що негаразди накопичувались упродовж попереднього десятиліття і значною мірою зумовлені нераціональною заполітизованою макроекономічною політикою, за якої, економічна стійкість, базована на зростанні і конкурентоспроможності, була підмінена утриманням фіксованого курсу національної валюти за рахунок втрати резервів країни. При цьому, як позитивний, так і негативний досвід країн світу у реалізації макроекономічної стабілізації і підтримці національної грошової одиниці був повністю проігнорований.

На жаль, кардинальні зміни в суспільно-політичному середовищі України слабо вплинули на монетарну (і валютну) політику влади. Замість вжиття раціональних заходів приборкання кризи, посилення інституційної змістовності монетарної політики, вдосконалення контролю за діяльністю банків на валютних і фінансових ринках, НБУ неочікувано самоусунувся від своїх конституційних завдань забезпечення стабільності гривні і оголосив про перехід до т.зв. інфляційного таргетування. Хоча керівництво НБУ задекларувало, що основою монетарної політики мала стати низька інфляція і низькі процентні ставки, які мали б надати економіці країни нових додаткових стимулів для зростання, проте системи змістовних і послідовних заходів, спрямованих на реалізацію вказаних цільових завдань, представлено не було. Лише шляхом різноманітних обмежень вдавалося стримувати гривню від подальшого знецінення, що, однак, виявило вкрай негативний ефект на виробничий сектор і добробут населення країни. Своєю чергою, серед населення і бізнесу, які не розуміли ані намірів, ані суперечливих дій центрального банку країни, зросла зневіра у спроможність збереження купівельної спроможності гривні і, як наслідок, прискорилась доларизація економіки і посилились панічні настрої серед населення.

Натомість, замість зниження, інфляція у 2014р. прискорилась, а у 2015р. досягла рекордного (за останні 15 років) рівня – понад 43%. Процентні ж ставки залишають такими, що пригнічують реальний сектор, і не мають помітної тенденції до зниження. Обсяги банківського кредитування стійко зменшуються, а сама банківська система є слабо збалансованою. Економіка втрачає основні макроекономічні стимули до відновлення.

Між тим, у світовій економіці формуються нові виклики і загрози, які матимуть безумовний вплив на економіку України. Тому сьогодні вкрай важливо сформулювати раціональне бачення заходів економічної загалом і валютної зокрема політики, у т.ч. із залученням міжнародного досвіду, що зможе бути використано при формуванні і здійсненні посткризових стабілізаційних заходів.

1. Підвищення процентної ставки у США – глобальні наслідки

Серед важливих світових подій наприкінці 2015р., які матимуть вплив на глобальні фінансові, валютні та економічні процеси в середньо- та довгостроковій перспективі, виокремлюється підвищення базової процентної ставки у США. Звичайно, наслідки цього підвищення будуть різнитись для кожної країни, проте й матимуть багато спільних рис. Для коректного розуміння динаміки цінових і фінансових індикаторів, а з тим і вироблення раціональної політики, спрямованої на зростання і забезпечення добробуту, слід визначитися з головними макроекономічними наслідками.

Передумови. Слід вказати, що підвищення процентної ставки, а відтак «завершення» періоду реалізації політики нульової процентної ставки (*zero interest rate policy*) у США, очікували з початку 2015р. Близька до нульової процентна ставка (0,25%, запроваджена у США наприкінці 2008р. у період найглибших проявів глобальної кризи) розглядалась як дієвий антикризовий захід, проте в посткризовий період вже слугувала певним обмеженням для економічного прискорення¹. Тому повернення до «нормального» рівня ставки, а відтак посилення дії монетарного стимулювання, виявляється на часі і переважно сприймається як сигнал про зміцнення економіки США (та її готовність до зростання в середньо- та довгостроковій перспективі), а з тим – і глобальної економіки загалом².

Звичайно, підвищення ставки додає економіці стимулів до розвитку, зростання продуктивності і прибутковості. Однак, перший етап підвищення на 0,25% поки не може достеменно засвідчувати повну зміну монетарної, а відтак і економічної політики США. Зрештою, монетарні, фінансові, зовнішньоекономічні інструменти й мають забезпечувати підвищення добробуту та якості життя. Тому поки є лише підстави стверджувати, що швидкість подальших змін у процентній політиці, у т.ч. подальше підвищення ставки, а також «максимальний» рівень ставки, визначатиметься тим, на скільки економіка «задовольнятиме» цільовим базовим макроекономічним параметрам центрального банку США Федеральної резервної системи (ФРС) – досягнення і утримання повної зайнятості, а також інфляції на рівні 2%.

Слід визнати, що упродовж останніх років антикризова політика США виявилась достатньо успішною – країні вдалося забезпечити **стійке підвищення рівня зайнятості за одночасного зростання вартості робочої сили**. Так, з початку червня 2008р., коли кризові вияви набули характеру глобальних, до завершення активної фази кризи в середині 2009р. (тобто приблизно за рік) у США було втрачено близько 8 млн. робочих місць. Проте з кінця 2009р. макроекономічні стабілізаційні процеси супроводжувалися послідовним створенням нових, більш продуктивних робочих місць, кількість яких наприкінці 2015р. вже на 5 млн. перевищувала докризовий рівень (діаграма «*Зайнятість і вартість праці у США*»³), при цьому безробіття знизилось до 5%, що цілком відповідає природному безробіттю або **повній зайнятості** у США.

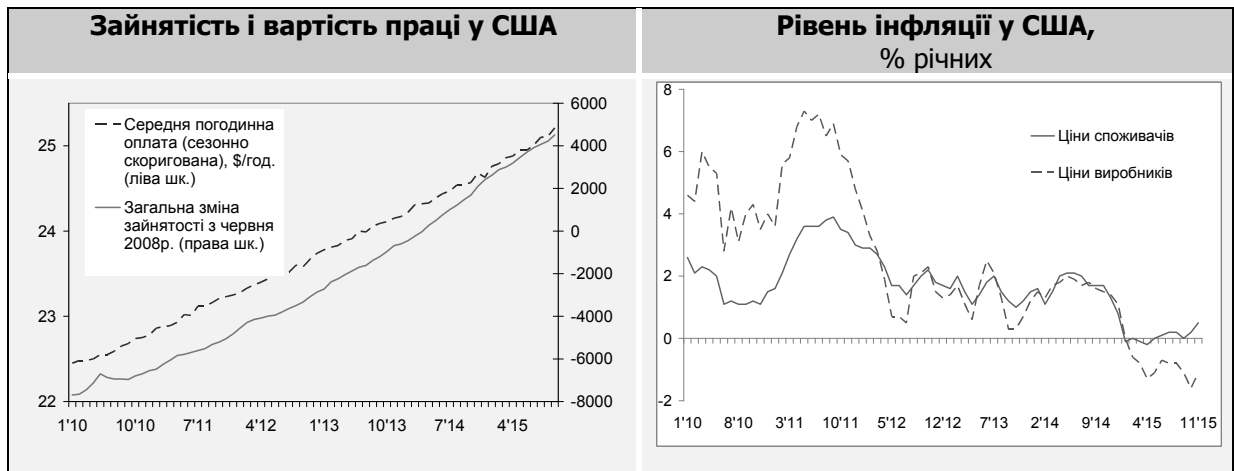
Стосовно ж цінової динаміки, то з початку 2015р. в країні спостерігається дезінфляція (нульові або негативні значення зміни цінових індексів) (діаграма

¹ Зниження процентної ставки в ринкових економіках розглядається як дієвий інструмент монетарної політики, спрямованої на стимулювання економічної діяльності і зростання. Тому нульова ставка фактично означає неможливість застосування такого інструменту, що значно ускладнює проведення активної економічної політики.

² K.Ahmed. The global impact of the US interest rate rise. – <http://www.bbc.com/news/business-35114973>.

³ Credit Suisse Emerging Markets Quarterly (випуски різних років – власна бібліотека Центру Разумкова) [CS].

«Рівень інфляції у США»⁴). Тому, звичайно, підвищення процентної ставки означатиме й певне зростання цінових індикаторів, що сприятиме **досягненню цільового показника** (річне зростання цін на рівні 2%).



Звичайно, відповідні результати проявляться не одразу, тим більше, якщо підвищення носитиме обмежений характер. Проте, згідно міжнародних експертів, з високою вірогідністю можна стверджувати, що в найближчі 2 роки майже щоквартально ФРС підвищуватиме базову процентну ставку на 0,25%, а тому глобальні зміни не забаряться.

Глобальні та регіональні наслідки підвищення процентної ставки. Про які ж наслідки у США та інших країнах чи регіонах світу слід вести мову. Звернемо увагу на наступні⁵.

(1). Підвищення базової процентної ставки у США означає, що **капітали отримують стимул до спрямування до ринків США**. Причому не лише з висхідних країн (насамперед, азійських і південно-американських⁶), але й з розвинутих (насамперед, європейських). Звичайно, з цим пов'язуватиметься і **здорожчання долара відносно переважної більшості світових валют**. Останнє провокуватиме певні (насамперед, висхідні) країни до застосування «випереджаючої девальвації» національних валют, що може мати руйнівний вплив на національні валютні системи (подібне призводить до значного знецінення валют економічно слабких країн, для яких, зрештою, посилюються кризові вияви, що вимагає фінансової підтримки міжнародних фінансових інститутів).

Загалом, оскільки потоки капіталів є досить чутливими до рівня (різниці) прибутковості (процентних ставок), то і **курсова динаміка** навіть найсильніших валют **помітно реагує на зміни у процентній ставці** (з незначним часовим «запізненням»). Так, зростання різниці між ставками США та Німеччини, провідної економіки ЄС, упродовж 1980-1990-х років значною мірою корелювало

⁴ [CS].

⁵ Тут і далі ми неодноразово звертатимемося до аналізу макроекономічного розвитку і кризових проявів у монетарній та валютній сферах упродовж останніх десятиліть. Зокрема, періоду, коли відбувалося формування Європейського монетарного і валютного союзу, і який є вкрай важливим і показовим у контексті досліджуваної проблематики.

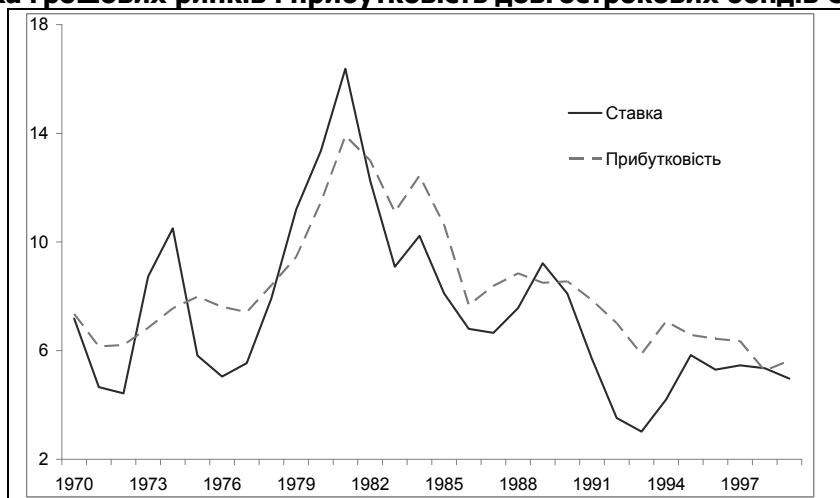
⁶ За певними оцінками, найбільші втрати капіталів очікуються для великих висхідних країн, які традиційно потребують значних ресурсів для економічного стимулювання. Насамперед, це стосується Індії, Мексики, Туреччини та ін. Для таких країн, найвірогідніше, також значним стане вплив портфельних інвестицій та інших «гарячих» ресурсів, що зможе помітно погіршити їх державні фінанси та стійкість банківської системи.

із посиленням долара (відносно марки) (діаграма «Різниця процентних ставок США та Німеччини та курс марки до долара»⁷).



(2). Базова ставка у США визначає як рівень ринкових ставок (у т.ч. грошових ринків), так і **рівень прибутковості державних цінних паперів** (насамперед, довгострокових казначейських облігацій, бондів), які (ставки) зазвичай значною мірою корелюють між собою (діаграма «Ставка грошових ринків і прибутковість довгострокових бондів США»⁸).

Ставка грошових ринків і прибутковість довгострокових бондів США, %



Якщо за рахунок підвищення базової ставки дійсно прискориться економічне зростання, а відтак – випереджаючи зросте прибутковість активів, це може зменшити привабливість бондів США для іноземних інвесторів, що зумовить **певні складнощі з фінансуванням дефіциту державних фінансів США**. Втім, останніми роками США вдалося значною мірою «стабілізувати» дефіцит консолідованого бюджету. Так, якщо в перші посткризові роки (2010-2012рр.) дефіцит узагальненого уряду США сягав 8-11% ВВП, то останніми роками коливається навколо 4% ВВП.

(3). Зміна процентної ставки у США означає, що й **багато інших країн змушені** тією чи іншою мірою **переглянути власну процентну політику** (щоб

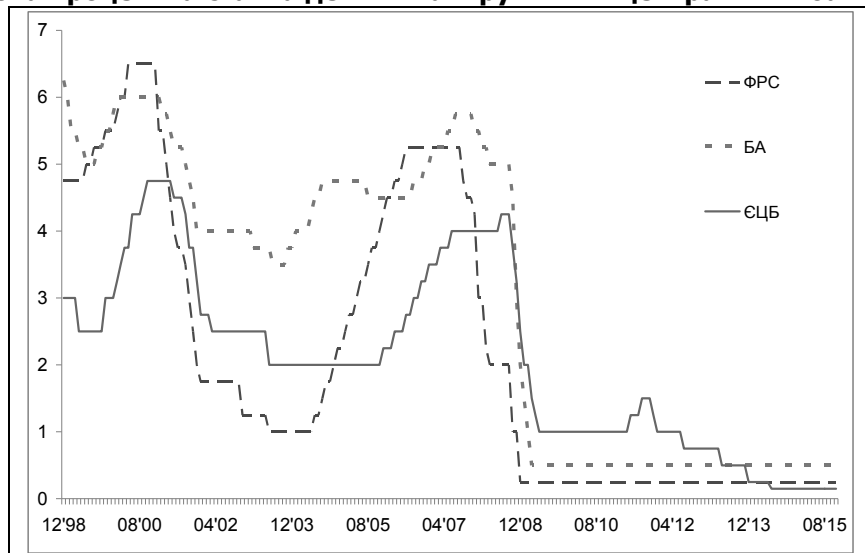
⁷ IMF Statistics(випуски різних років – власна бібліотека Центру Разумкова) [IFS].

⁸ IFS.

запобігти вказаному відтоку капіталів). Вірогідно, найпершою зреагує Велика Британія.

Нагадаємо, з початку розгортання кризи 2008-2009рр. Банк Англії (центральный банк Великої Британії) був серед перших, хто підтримав політику ФРС і услід за ФРС започаткував політику «кількісного пом'якшення», у т.ч. шляхом як послідовного зниження процентних ставок (і зрештою запровадження політики нульової процентної ставки) (діаграма «*Базова процентна ставка деяких найкрупніших центральних банків*»⁹), так і викупу цінних паперів для надання банківській системі належної ліквідності.

Базова процентна ставка деяких найкрупніших центральних банків, %



БА – Банк Англії, ЄЦБ – Європейський центральний банк

За таких умов процентна ставка Банку Англії наслідуватиме американську (за умови стійкості на ринку зайнятості і прийнятної інфляції), тобто **британська економіка також отримає додаткові стимули для припливу капіталів, зміцнення фунта і реального зростання**. Вочевидь, приплив капіталів до Великої Британії зміцнить фінансові ринки країни, а також матиме позитивний вплив на світову валютну систему загалом (нагадаємо, Лондон є найбільшим світовим валютним центром).

Не викликає сумніву, що підвищення ставки Банку Англії (ще більшою мірою, ніж у США) носитиме **обережний характер** і залежатиме переважно від реакції реального сектору, а в середньостроковій перспективі навряд чи досягне докризового рівня¹⁰.

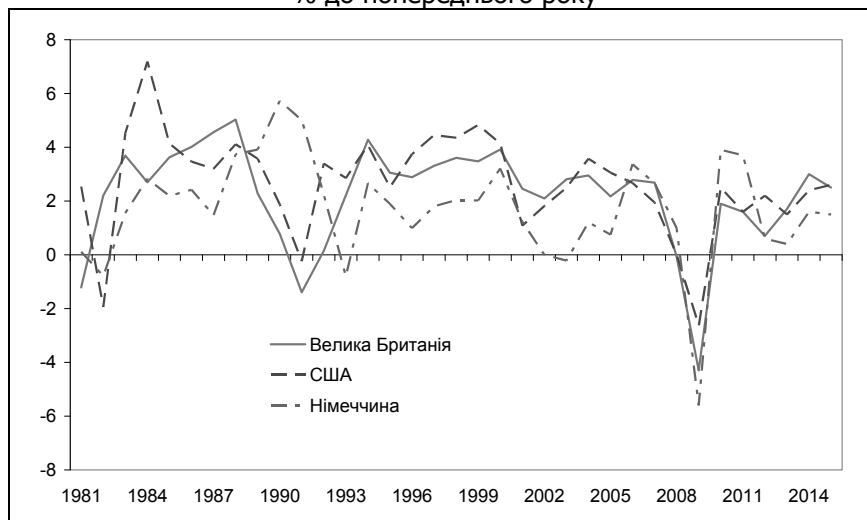
(4). Слід також мати на увазі, що економіка Великої Британії має традиційні міцні зв'язки з економікою США і упродовж останніх десятиліть британська економічна динаміка практично повторювала динаміку США, помітно відрізняючись від економічних циклів найкрупніших країн ЄС, зокрема Німеччини (економіка якої є визначальною для континентальної Європи) (діаграма «*Зростання реального ВВП окремих найкрупніших країн*»¹¹). Тому Велика Британія зможе отримати додаткові вигоди від посилення економіки США.

⁹ IFS.

¹⁰ Kaletsky A. What a US interest rate rise really means for the dollar. – <http://www.theguardian.com/business/2015/nov/17/what-a-us-interest-rate-rise-really-means-for-the-dollar>.

¹¹ World Economic Outlook Database [WEO]. – <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/>.

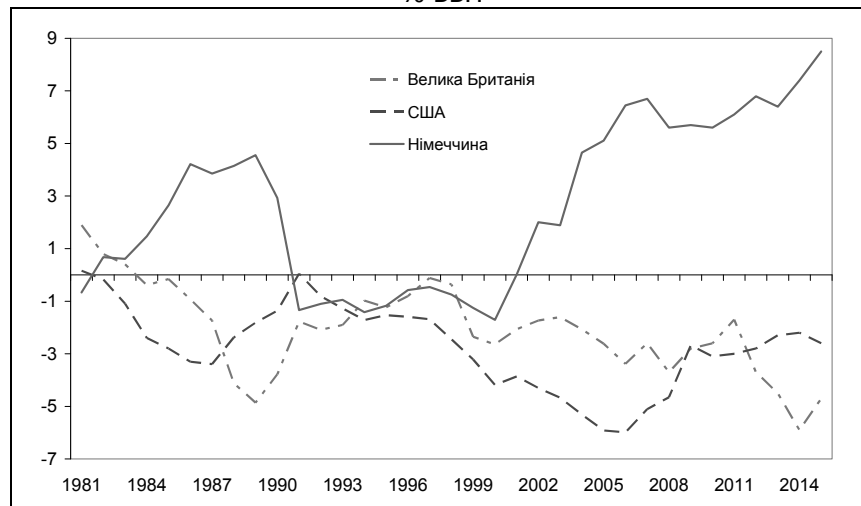
Зростання реального ВВП окремих найкрупніших країн, % до попереднього року



Стосовно ж Німеччини (як і більшості інших розвинутих країн ЄС), її економічна динаміка знаходитиметься під впливом гальмівних чинників, зумовлених продовженням кризових проявів у євро-зоні і необхідності подальшої фінансової підтримки країн ЄС, які потерпають від боргових проблем, що може стати додатковим чинником утікання капіталів.

(5). Приплив капіталів до США і Великої Британії та зміцнення долара і фунта, вірогідно, погіршить зовнішньоторговельне сальдо цих країн і може спровокувати **зростання зовнішньоекономічних дефіцитів**, що, певним чином, може нагадувати ситуації напередодні глобальної кризи (діаграма «Сальдо рахунку поточних операцій»¹²).

Сальдо рахунку поточних операцій, % ВВП



Однак сьогодні, видається, що вказані дефіцити зможуть бути набагато меншими, ніж у II половині 2000-х років, а з тим і ризики нової кризової хвилі видаються значно меншими¹³.

¹² [WEO].

¹³ Ahmed K. The global impact of the US interest rate rise. – <http://www.bbc.com/news/business-35114973>.

Поряд з цим, посилення долара (і фунта) може мати **позитивний вплив на експортну спроможність європейських і висхідних ринків**, дозволить їм наростити обсяги експорту на ринки США, що є вкрай важливим для зміцнення економік країн євро-зони та висхідних країн, а з тим і посилення стабілізаційних процесів для світової економіки загалом.

(6). Далеко не для всіх експортерів здорожчання долара (і відповідно здешевлення національних валют) може принести додаткові вигоди від нарощування експорту. Повернення до долара (як до «тихої гавані») в умовах економічних невизначеностей і суперечностей – певним чином «природний» процес. Проте часто зміцнення долара супроводжується зниженням вартості біржових сировинних товарів. Сьогодні на світових ринках домінуючою є тенденція до утримання вартості біржових товарів (насамперед, нафти) на низьких рівнях, що й надалі посилюватиме привабливість долара для багатьох «сировинних» інвесторів, як це зокрема спостерігалось у період розгортання глобальних кризових процесів (врізка «*Взаємозв'язок долара і нафтових ринків*»).

ВЗАЄМОЗВ'ЯЗОК ДОЛАРА І НАФТОВИХ РИНКІВ

Однією з особливостей глобальної кризи 2008-2009рр. була одночасна, значна і швидка «корекція» цін для багатьох основних біржових товарів. Попередніми роками складовою стрімкого зростання сировинних цін була спекулятивна складова – в умовах зниження вартості долара в середині 2000-х років, частина фінансових ресурсів вкладалась у форвардні і ф'ючерсні контракти сировинних ринків (які, очікувалося, мають ледь не «нескінченні» можливості для зростання), що призводило до стрімкого підвищення цін на відповідних ринках (діаграма «*Курс долара до євро та ціна нафти...*»¹⁴), а з тим до додаткових вигод для експортерів і сировинно-фінансових гравців.

**Динаміка долара до євро (ліва)
та ціна нафти (Brent, за барель) на світових ринках**



Фінансові потрясіння й обвальне погіршення глобальних економічних показників восени 2008р. різко обірвали ціновий бум на ринках біржових товарів. І хоча після приборкання глобального фінансового шоку зростання вартості на сировинних товарних ринках поновилось, проте воно носило вкрай обережний характер зі слабким спекулятивним рівнем.

Слід нагадати, що на світових фінансових і товарних ринках історично утворилися досить «стійкі» вартісні взаємозв'язки. Так, найбільший взаємовплив демонструє «велика трійка» – вартість на світових ринках долара, нафти та

¹⁴ Джерело: бази даних Центру Разумкова.

золота. Світова торговельна «формула» вартості долара може бути охарактеризована наступним чином: **курс долара проти ціни золота та нафти**. Так, подорожчання долара, зазвичай, супроводжується відносним подешевшанням нафти та/або золота. За здешевлення або високої волатильності курсу долара котування золота і нафти часто виконують альтернативну ціннісну роль¹⁵.

За нинішніх умов (тенденцій до здорожчання долара внаслідок процентної політики ФРС), слід визнати, що найвірогідніше **«сировинні» вигоди не зможуть бути реалізовані в якості інструменту економічного прискорення**. Оскільки, зважаючи на слабкі можливості в багатьох країнах швидкого розширення бізнесу (в т.ч. європейських), не передбачається відновлення суттєвого попиту, а з тим і високої цінової динаміки біржових товарів, що призводить як до зменшення спекулятивних можливостей, так і посилення стійкості глобального економічного середовища.

У якості проміжного висновку є підстави стверджувати, що в дискусіях про майбутні глобальні валюти виглядають сумнівними аргументи на користь «матеріального» забезпечення грошей (йдеться про нафтодолари чи повернення до золотого стандарту тощо). **Глобальна валюта, яка повинна характеризуватись стійкою купівельною спроможністю, не може базуватись на сировинних складових**, попит на які легко піддається високим кон'юнктурним чи спекулятивним коливанням.

(7). Підвищення базової ставки означає і **підвищення вартості нових запозичень**, насамперед для висхідних країн, а відтак і **зростання вартості обслуговування** (процентних виплат) за новими боргами, що зменшить непроцентні видатки бюджетів країн-боржників.

Водночас, вказане зміцнення долара означатиме, що для зовнішніх виплат (за зовнішніми боргами, значна частка яких деномінована в доларах) країни змушені будуть вилучати більші обсяги власних ресурсів (значний доларо-деномінований зовнішній борг вимиватиме значні ресурси з економіки, оскільки боргові обсяги в національній валюті збільшаться). Тобто навіть незначне здорожчення долара при зростанні вартості запозичених ресурсів може мати **відчутний негативний вплив** на видатки, відтак – **поглибити дефіцити державних фінансів**, а боргові показники (абсолютні та відносні) підвищаться, що негативно оцінюватиметься рейтинговими агентствами і ще більше погіршить доступ країн до нових ресурсів.

(8). Між тим, в очікуванні подальшого підвищення процентних ставок можливий **новий виток кредитного розширення** (економічні агенти захочуть отримати кредити за нинішніми низькими ставками). При цьому слід вказати на два суперечливих фактори. *З одного боку*, між економічними агентами все ще зберігається недовіра, що обмежує докризову динаміку кредитної експансії. *З іншого* – у світовій фінансовій системі є значні вільні кошти, істотна частка яких і утворилась внаслідок обережної політики банків упродовж останніх років. Так, зокрема, надлишкові резерви депозитних інститутів США сьогодні перевищують \$2,5 трлн., хоча напередодні глобальної кризи в середині 2008р. вони утримувались ледь не на нульовому рівні. За умови покращення довіри,

¹⁵ Докладніше див.: World Economic Outlook. Crisis and Recovery. – <http://www.imf.org/>. Також зазначимо, що інвестиції в золото часто розглядаються інвесторами як альтернативне джерело стабільності й максимальної захищеності капіталу. Так, упродовж 2000-х років, крім безпеки, інвестори в золото одержували ще й значні вигоди: з 2002р. по 2007р. ціна на золото збільшувалася в середньому на 18,5% щорічно. Але ситуація в 2008р. змінилась – високі цінові коливання стали «нормою» ринку. Стрімке подорожчання американської валюти, що спостерігалось під час кризи, підштовхувало інвесторів виводити гроші з товарних ринків.

звичайно, «заощаджені» ресурси спрямовуватимуться, насамперед, у фінансові ринки, що зможе прискорити глобальне економічне відновлення.

(9). Підвищення ставок США може виявити негативний вплив на економічну політику висхідних країн загалом. Багато з таких країн можуть зіштовхнутись з нелегким вибором – услід за США **підвищувати власні процентні ставки** для того, щоб запобігти відпливу капіталів, втрати резервів, послаблення національних валют, підвищення інфляції, **чи утримувати діючий**, відносно усталений їх (ставок) рівень для підтримки національної економіки і збереження конкурентних переваг.

Тут не досліджується питання взаємного впливу валютної і фінансової політики (що є предметом окремого розгляду). Лише зазначимо (дещо докладніше – далі), що дієвість заходів фінансової політики критично залежать від режиму валютного курсу (за фіксованого курсу їх результативність для зростання посилюється, за гнучкого – вища результативність підтримки зростання досягається за використання монетарних інструментів). Водночас, можливості застосування фінансових інструментів обмежені режимом валютного курсу. З іншого боку, фінансові заходи мають безпосередній вплив на процентну ставку (насамперед, через «ефект витіснення»), зміна якої може призводити до зміни потоків капіталів, а з цим і параметрів валютних складових і валютної політики¹⁶. Тобто навіть за подібного зовнішнього тиску, застосування заходів економічної політики може суттєво різнитись навіть для економічно близьких чи подібних країн.

(10). **Окремої уваги** потребує визначення **перспектив китайського юаня**. У «звичайних» умовах підвищення ставки у США спричинило б девальваційний тиск і на юань (як і на більшість інших валют). Проте майже одночасно з ФРС, МВФ своїм рішенням, з жовтня 2015р. включив юань до кошику Спеціальних прав запозичення (СПЗ), тобто **юань отримує статус міжнародної резервної валюти**, що може суттєво вплинути на світову валютну структуру.

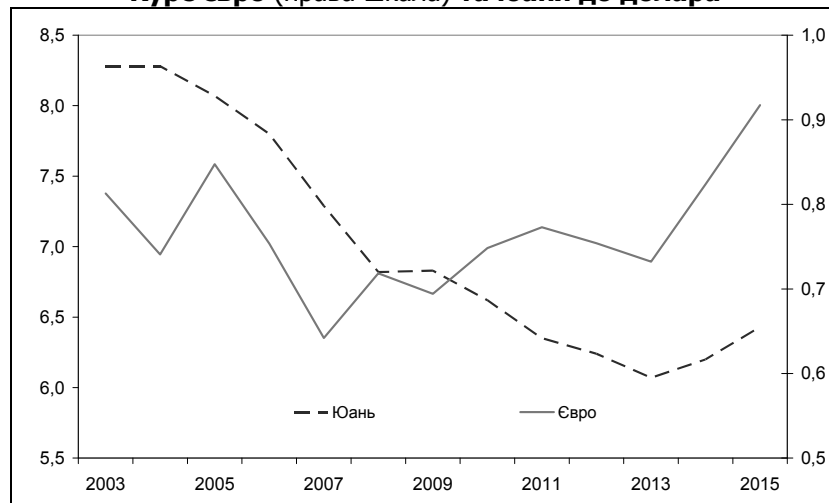
У контексті валютних перспектив це означає, що **світовий попит на юань може суттєво підвищитись** вже в найближчій перспективі. Більше того, розглядаються сценарії, що юань дедалі більше витіснятиме валюти, які не виправдали очікувань стосовно свого глобального довгострокового статусу міцності. Насамперед, йдеться про євро, яке останніми роками послідовно втрачає вартість (діаграма «*Курс євро та юаня до долара*»). Так, упродовж 2015р. євро знизився на 13% відносно долара, а центральні банки скоротили частку євро у власних резервах до найнижчого з 2002р. рівня¹⁷. Юань же зміцнювався, і навіть останні коригування курсу суттєво не вплинули на його вартість. Підвищення попиту на юань для наповнення резервів, особливо країн, які мають значні торговельно-економічні зв'язки з Китаєм, ставатиме **додатковим чинником зміцнення юаня** на міжнародних ринках.

Утім, суперечливість ситуації з юанем цим не вичерпується. Насамперед, слід зазначити, що Китай останніми десятиліттями реалізував активну політику експортної експансії. Посилення юаню означатиме, що **конкурентні умови для китайських виробників погіршаться**, а з тим впадуть і експортні надходження, при тому, що для розвитку країна потребує дедалі більше імпортованих ресурсів (насамперед, енергетичних і сировинних). Це вже може мати **негативний тиск на фінансову та валютну систему Китаю** (зокрема, чинні торговельні складові посилення юаню втрачатимуть значимість).

¹⁶ Rose A. Exchange Rate Regimes in the Modern Era: Fixed, Floating, and Flaky. – <http://faculty.haas.berkeley.edu/arose/fff.pdf>.

¹⁷ Значною мірою таке помітне зниження євро зумовлено тим, що ЄЦБ пізніше, ніж ФРС, почав програму кількісного пом'якшення. І, в той час, коли ФРС розглядав питання підвищення процентної ставки, ЄЦБ у березні 2015р. оголосив про черговий етап викупу активів (для розширення пропозиції грошей) обсягом €1,1 трлн.

Курс євро (права шкала) та юаня до долара



Інша проблема полягає в тому, що, хоча Китай проводить широку економічну експансію, проте **країна дотримується значних обмежень у русі капіталів**. Щоб юань став «повноцінною» резервною валютою Китай має **зняти всі обмеження на рух капіталів**. Проте поки не зрозуміло, як у такому випадку вони (капітали) себе вестимуть. Високою є вірогідність посилення відтоку капіталів з Китаю, що вже може мати «зворотній» вплив на динаміку як юаня, так і економіки країни загалом (для висхідних економік значний відплив капіталів може порушити макроекономічну стійкість).

Для світових фінансів найближчі роки стануть дійсно періодом пошуку нових валютних балансів. У цьому контексті, звичайно, долар має суттєві переваги перед іншими валютами, оскільки історично саме долар відігравав роль стимулятора економічної динаміки, а також слугував «гаванню» для збереження капіталів у періоди кризових загострень. Тому поки що **вплив «китайського фактора» на валютні перспективи глобальної економіки доречно оцінювати досить обережно**.

Які **наслідки для України** матиме нинішнє та перспективне **зростання вартості долара на міжнародних ринках**? Докладніше це розглядатиметься далі¹⁸, а тут лише зазначимо, що Україна, звичайно, також знаходитиметься під впливом змін, запроваджених ФРС. Зважаючи на кризовий стан вітчизняної економіки ніхто не здивується прискореному відпливу капіталів. Проте, як це не дивно, саме **Україна зможе отримати помітні вигоди**. Це насамперед пов'язано з тим, що Україна **має потенціал стати привабливим місцем для капіталів**, які вже стрімко утікають з Росії, яка дедалі більше занурюється в довгострокову системну кризу. Для цього Україні необхідно прискорити та **посилити системні реформування**, які як сприятимуть формуванню належного соціально-економічного середовища, так і стануть **зрозумілим сигналом для міжнародних інвесторів**. У цьому випадку капітали можуть знайти в Україні належне застосування.

За підтримки МВФ та інших міжнародних фінансових інститутів, країні у 2015р. вдалось уникнути дефолту, дещо зміцнити фінансову базу, що дозволяє **розраховувати на більш позитивне ставлення** як до країни, так і до приватних інвесторів. Подальше зміцнення фінансової стійкості дозволить і національному інвестору планувати власну діяльність з урахуванням українських перспектив.

¹⁸ Див. також статті, розміщені в цьому виданні.

2. Макроекономічні основи формування валютної політики

Хоча про валюту і курси в Україні говорять навіть у повсякденності чи не найчастіше, проте за видимою простотою приховуються значні складнощі, ігнорування яких може стати суттєвим обмежуючим чинником економічного розвитку і добробуту країни. Ситуація навколо валютного курсу в Україні сьогодні навіть погіршилась, оскільки НБУ оголосив про зміну цілей і завдань монетарної політики – відмову від курсової підтримки гривні та переходу до т.зв. інфляційного таргетування, не надавши жодних раціональних міркувань. Тому в цьому підрозділі увага зосереджена на висвітленні окремих важливих особливостей як формування курсу, так і його впливу на результативну реалізацію макроекономічної політики загалом.

Валютний курс і його режими. Насамперед, нагадаємо, **номінальний валютний (обмінний) курс** – це відносна ціна двох валют, яка визначається, скільки номінальних грошових одиниць однієї країни можна купити за номінальну грошову одиницю або за певну фіксовану кількість номінальних грошових одиниць іншої країни. Заходи валютної політики, спрямовані на загальне зниження вартості національної валюти, називаються **девальвацією**, а політика, спрямована на підвищення вартості валюти, – **ревальвацією**.

Найчастіше обмінний курс визначається як вартість одиниці іноземної валюти у термінах національної. Тобто, зазвичай, ми говоримо про курс 24 грн. за один долар (а не про приблизно 4 центи за одну гривню). У цих припущеннях підвищення значення курсу означає ослаблення національної валюти, або її девальвацію (тобто, зростання вартості іноземної валюти), а зниження значення курсу – зміцнення національної валюти, або її ревальвацію.

Специфічність і виокремленість грошей загалом (як міри вартості, засобу обміну, накопичення тощо) зумовлює і специфічну особливу державну політику як забезпечення вартості національної грошової одиниці (національної валюти) на міжнародних ринках, так і заходів її підтримки. Узагальненою характеристикою державного підходу до валютної політики є т.зв. режим валютного курсу, що практикується органами грошово-кредитного регулювання країни (найчастіше центральними банками).

Важливим зауваженням є те, що країни обирають валютні режими переважно з урахуванням політичних чи політизованих міркувань. І навіть економічно близькі країни можуть мати відмінні режими, однак часто не можуть належно аргументувати як той чи інший вибір впливає на найголовніші макроекономічні показники (темпи зростання, інфляцію, бюджетний і платіжний баланс тощо), а також як обраний режим впливає на результативність та ефективність економічної політики¹⁹. Загалом режими визначаються залежно від ступеня втручання органів грошово-кредитного регулювання у ринкове курсоутворення.

Існують різні класифікатори валютних режимів з різним ступенем деталізації²⁰. Разом з тим, до основних режимів можна віднести наступні.

¹⁹ Rose A. Exchange Rate Regimes in the Modern Era: Fixed, Floating, and Flaky. – <http://faculty.haas.berkeley.edu/arose/fff.pdf>.

²⁰ Див., зокрема: Exchange Rate Regimes: Definition. – <http://www.policonomics.com/lp-exchange-rate-regimes-exchange-rate-regime/>; Yagci F. Choice Of Exchange Rate Regimes for Developing Countries. – <http://www.worldbank.org/afr/wps/wp16.pdf>; Exchange-rate regimes. – <http://www.economist.com/topics/exchange-rate-regimes>.

Докладніше див. також статтю Э.Наймана «Какой режим валютного курса нужен Украине», розміщену в цьому виданні.

Фіксований, який включає точне визначення вартості (чи прив'язки) національної валюти у термінах окремої виокремленої іноземної валюти, спеціального валютного кошика СПЗ чи будь-якого іншого кошика валют і підтримку такого офіційно встановленого рівня. При цьому, влада (центральный банк) офіційно зобов'язується вільно обмінювати національну валюту на іноземну і навпаки без обмеження кількості. Але в сучасних умовах є більш поширеною гнучка фіксація у вигляді зобов'язання уряду утримувати ринковий курс національної валюти в офіційно встановлених межах т.зв. курсових коливань.

Гнучкий (плаваючий), за якого курсоутворення або формування вартості відбувається завдяки ринковим принципам на основі попиту та пропозиції, а для впливу на формування виступають інструменти монетарної політики, насамперед, процентної ставки та пропозиції грошей.

Контрольований, що базується на урядовому контролі та обмеженнях у конвертованості валют, тобто контролі за порядком обігу і використання національної валюти на зовнішньому (міжнародному) та внутрішньому (національному) валютних ринках²¹.

Зазначимо, що зниження/зростання ринкової вартості відбувається за будь-яких режимів валютного курсу. І якщо за плаваючого режиму рівноважний рівень купівлі-продажу (курсу валюти) досягається ринковими інструментами попиту-пропозиції, то за фіксованого зниження/зростання курсу відбувається адміністративно, шляхом оголошення урядом чи центральним банком нового «рівноважного» рівня курсу²². Водночас, за стійкого перевищення попиту на валютних ринках над пропозицією (чи пропозиції над попитом), такий надлишковий продаж/купівля валюти центральним банком означає не що інше, як валютні інтервенції. Звичайно, продаж валюти як інтервенції не може продовжуватися нескінченно²³.

Під час вирішення питання валютного режиму важливим є врахування проблеми, пов'язаної з бажаною «самостійністю» та незалежністю у проведенні монетарної політики. Саме тут проявляється суть **“теореми про трикутник неможливості”**, яка (теорема) стверджує, що для політичного керівництва країни **неможливо одночасно досягти трьох цілей: вільного руху капіталів, фіксованого режиму валютного курсу та незалежної монетарної політики** (найчастіше йдеться про незалежну процентну політику).

Також зазначимо, що за режимів **фіксованого курсу** відмова від коригування дефіцитів (бюджету і платіжного балансу) **відкладає на майбутнє інфляційний тиск**, використовуючи для такого коригування міжнародні резерви або накопичуючи зовнішні борги. За **гнучкого режиму** недоліки державної політики можуть проявитися значно раніше у вигляді коливання цін і курсів, тоді як втрата резервів і нарощування боргів (які найчастіше бувають наслідком негативного сальдо рахунку поточних операцій) певним чином є відтермінованими. Тобто ринкове середовище **значно раніше і очевидніше**

²¹ У тому числі можливе застосування множинних обмінних курсів валют. Множинні курси утворюються у випадку, коли монетарна влада офіційно впроваджує різні курси для різних агентів ринку, зокрема експортерів та імпортерів, з обмеженими доступами до валютних ринків загалом. Як правило, множинні обмінні курси тільки ускладнюють впровадження ефективної валютної політики, сприяють поширенню тіньових і спекулятивних тенденцій. Система множинних курсів застосовувалась в Україні до 1996р.

²² Звичайно, часті адміністративні зміни не додають авторитету країні і впевненості агентам ринку.

²³ Якщо рівень резервів центрального банку скорочується до низького, то агенти економіки можуть бути занепокоєні спроможністю подальшої фіксації курсу і можливою стрімкою девальвацією. Це може призвести до нової хвилі спекулятивних атак – намагання якнайшвидше звільнитись від національної валюти на користь іноземної (щоб захистити себе від втрат, що насуваються).

вказує на виникнення диспропорції за режиму плаваючого курсу, а отже і коригування може бути менш болісним.

Висхідні країни, які в переважній більшості не досягли належної макроекономічної стійкості, віддають перевагу **різноманітним формам прив'язки національної валюти** до однієї (або кошику з двох-трьох) з світових валют (найчастіше, це долар або зі значною часткою долара в кошику). Зважаючи ж на економічну та інституційну спроможність, **розвинуті країни** зазвичай практикують **режим гнучкого курсу**, що розширює можливості макроекономічного збалансування. Більше того, у випадку нарощування глобальних валютних диспропорцій, найкрупніші країни вдаються до узгоджень і коригувань взаємної економічної та валютної політики. Серед таких глобальних коригувань виокремлюються (врізка «*Коригування валютних курсів розвинутих країн*»).

КОРИГУВАННЯ ВАЛЮТНИХ КУРСІВ РОЗВИНУТИХ КРАЇН

У I половині 1980-х років стрімке зміцнення американського долара (внаслідок політики «рейганоміки») відносно інших валют розвинутих країн (насамперед, європейських) призвело на поглиблення макроекономічних дисбалансів. Особливо небезпечним було нарощування торговельного дефіциту США, а також значних бюджетних надлишків Німеччини та Японії.

Одним з інструментів зменшення дисбалансів мало стати зниження вартості долара і, відповідно, посилення інших валют, що мало б збалансувати експортні та імпорتنі потоки між економічно найкрупнішими країнами, а з тим і зміцнити глобальне макроекономічне середовище. Саме на це була спрямована Угода «Плаза» (готель у Нью-Йорку, де відбувалась зустріч фінансового керівництва США, Великої Британії, Західної Німеччини, Франції та Японії)²⁴.

Звичайно, йшлося не про формальну зміну значень валютних курсів, а широкий спектр фіскальних і монетарних заходів. Так, США брали зобов'язання скоротити бюджетний дефіцит і знизити процентні ставки, інші ж країни готові були ставки підвищити. Німеччина мала знизити фіскальний тиск, а Японія посилити йену тощо. Хоча далеко не всі зобов'язання були виконані повністю, проте застосовані заходи разом з широкими взаємними інтервенціями призвели до бажаної динаміки валютних курсів – упродовж двох наступних років долар втратив приблизно половину своєї вартості (див. далі діаграми «*Валютні курси німецької марки та британського фунту до американського долара*» та «*Спільне коливання європейських валют*»).

Однак, такі значні валютні зміни також містили в собі загрозу стабільності. Тому провідними країнами (США, Канада, Велика Британія, Західна Німеччина, Франція, Японія) у 1987р. було досягнуто Луврської угоди, за якою також передбачалось узгоджене застосування інструментів фіскальної і монетарної політики в різних країнах, завдяки чому валютні курси основних валют мали б довгостроково стабілізуватись на рівні, близькому до діючого на час ухвалення Угоди²⁵. Принаймні в середньостроковій перспективі цього вдалося досягти (див. далі діаграми «*Валютні курси німецької марки та британського фунту до американського долара*» та «*Спільне коливання європейських валют*»).

Утім, навіть подібні узгодження не ліквідують суперечностей, що призводять до суттєвих валютних коливань на глобальному рівні. Тобто, мінливість валютних курсів, яка провокує макроекономічні зміни (насамперед, у процентній політиці), не є чимось особливим чи незвичайним. Скоріше навпаки – у світовій економіці,

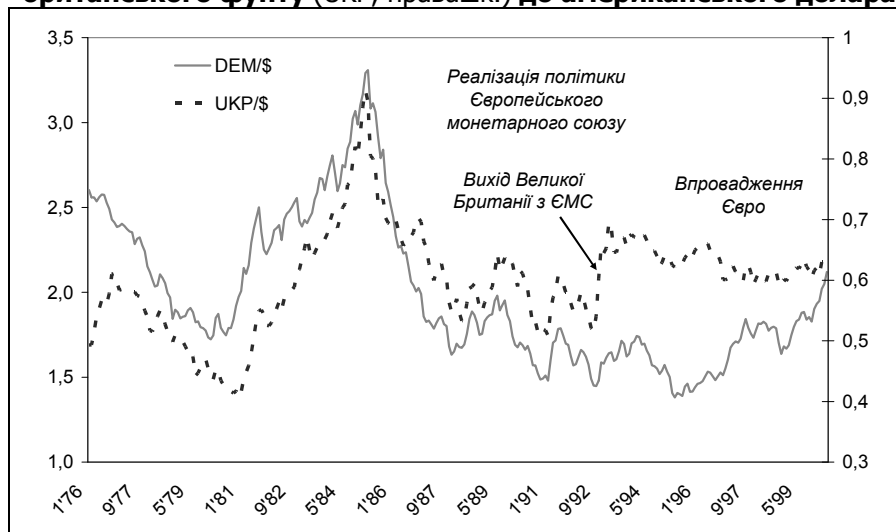
²⁴ Соглашение «Плаза» – девальвация американского доллара. – <http://www.warandpeace.ru/ru/news/view/44056/>.

²⁵ Луврское соглашение. – <http://broker-trade.ru/novosti-foreks/185-luvrskoe-soglashenie>.

навіть розвинутих країнах, перманентно виникають валютні шоки, які вимагають вжиття неординарних заходів. Кілька історичних прикладів є красномовними.

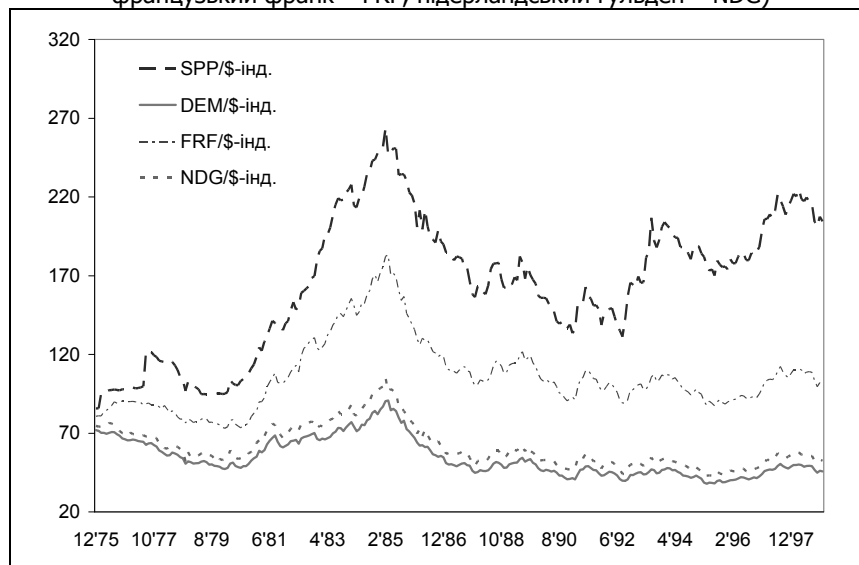
Окремі валютні протистояння у ЄС. Нагадаємо, в 1971р. відбулася відмова від т.зв. «золотого стандарту» (долар перестав вільно конвертуватись у золото), а наступні роки характеризувалися поширенням лібералізації потоків капіталів. У 1974р. США перші серед провідних країн світу зняли контроль за імпортом та експортом капіталу, в 1979р. це наслідували Велика Британія та Японія. Одним з наслідків стало те, що в період «рейганоміки» (I половині 1980-х років) США вдалося залучити значні капітали, що, з одного боку, прискорило розвиток американської економіки, з іншого – спричинило стрімке зміцнення долара на світових фінансових ринках (діаграма «Валютні курси німецької марки та британського фунту до американського долара»²⁶).

Валютні курси німецької марки (DEM) та британського фунту (UKP, правашк.) до американського долара



Спільне коливання європейських валют, Індекс 1970=100

(Іспанське песо – SPP, німецька марка – DEM, французький франк – FRF, нідерландський гульден – NDG)



Між тим, європейське зближення вимагало й посилення взаємозв'язку в динаміці найважливіших валют, що означало перехід до т.зв. «валютної змії» спільного

²⁶ IFS.

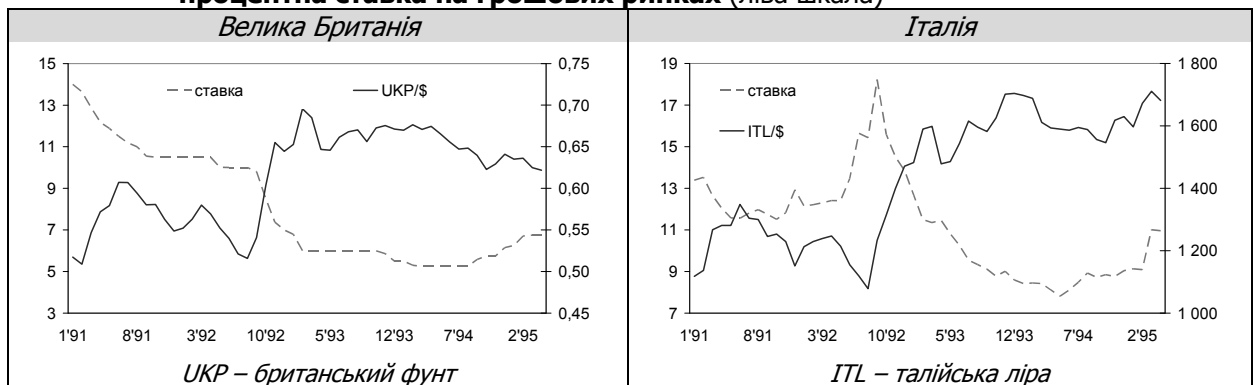
узгодженого коливання європейських валют відносно інших світових валют, насамперед, американського долара (діаграма «*Спільне коливання європейських валют*»²⁷).

Утім, вказаній валютній «синхронності» європейських валют була притаманна суттєва суперечність, зумовлена різною інфляційною динамікою в окремих країнах. Оскільки номінальні обмінні курси європейських валют, які дотримувалися Європейського монетарного союзу (ЄМС) залишалися стабільними відносно марки, інфляція та номінальні ставки в більшості країн перевищували такі в найбільш стійких Німеччині чи Нідерландах, то реальний обмінний курс для певних валют потребував «корекції» (ряд валют виявлялися реально переоцінені) для збереження конкурентоспроможності. Однак перебуваючи «під парасолькою» загального зміцнення німецької марки, європейські країни мали досить обмежені можливості «корекції» макроекономічного середовища.

Відтак, нестійка інфляційна динаміка в окремих країнах спричиняли тиск як на валютні, так і грошові ринки, а відтак призводило до відпливу капіталів з таких ринків. Негативні очікування відпливу капіталів і подальшого прискорення інфляції призводили до **підвищення процентних ставок**, що вже згубно відбивалось на економічній динаміці загалом і промисловому виробництві (яке було основою економічного потенціалу розвинутих європейських країн) зокрема. Зрештою, це вимагало й нового рівня курсових узгоджень – наприкінці 1992р. відбувся вихід Великої Британії, Італії та Іспанії²⁸ з валютного механізму ЄМС (хоча дві останні країни залишалися зорієнтовані на ЄМС).

У вказаних умовах підвищення процентних ставок супроводжуване пригніченням реального сектору не могло слугувати надійним інструментом макроекономічної політики, спрямованої на зростання і розвиток. Більше того, для утримання негативних тенденцій урядам необхідно було дедалі більше підвищувати процентні ставки. Зрештою, європейські уряди країн, які зазнавали надмірного посилення тиску на валютні і грошові ринки (в т.ч. внаслідок спекулятивних атак) змушені були «відпустити» валютні курси та використали можливість для зниження процентних ставок (діаграма «*Валютний курс до долара та процентна ставка на грошових ринках*»²⁹).

**Валютний курс до долара та
процентна ставка на грошових ринках (ліва шкала)**



За відносно короткий період процентна ставка, наприклад, в Італії зросла з 12% у передкризовий період до 19% під час кризового «піку», знизившись після урівноваження до 9% у наступні місяці. У Великій Британії стрімка девальвація дозволила знизити процентні ставки вдвічі – до 5% у післякризовий період.

²⁷ IFS.

²⁸ Уряд Іспанії змушений був навіть запровадити тимчасовий контроль капіталів.

²⁹ IFS.

Позитивними особливостями зняття вказаних валютних напруженостей було також те, що, *по-перше*, «коригуюча» девальвація сприяла відновленню конкурентоспроможності, *по-друге* – вплив послаблення національної валюти на рівень внутрішніх цін практично виявився непомітним.

Розвиток подій на валютному та грошовому ринках у країнах ЄС у 1992-1994рр. продемонстрував, що цілком доцільною може виглядати девальвація національної валюти разом зі зниженням процентних ставок, що дозволяє економіці як розширити виробництво через стимулююче кредитування, так і покращити конкурентоспроможність на зовнішніх ринках. При цьому, звичайно, досягалось і найважливіше завдання приборкання валютних негараздів – зняття негативного тиску на національну валюту. Таким чином, ослаблення «підтримки» національної валюти у Європі спричинило:

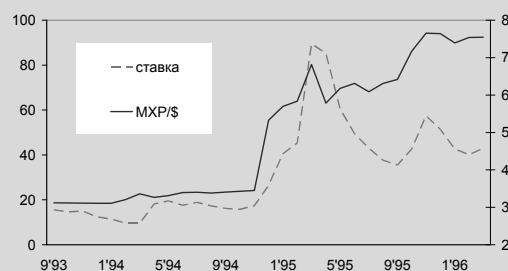
- зниження процентної ставки,
- стримування інфляційного тиску,
- зростання виробництва.

Утім, застосовані напрями політики не є універсальним. За подібних макроекономічних, проте інших інституційних умов результати можуть виявитися зворотніми (врізка «*Ризики зняття девальваційного тиску*»).

РИЗИКИ ЗНЯТТЯ ДЕВАЛЬВАЦІЙНОГО ТИСКУ

Світова практика вказує і на численні негативні наслідки «зняття» тиску на макроекономічне середовище через девальвацію, насамперед, у країнах, що розвиваються. Так, у Мексиці у грудні 1994р. уряд оголосив про впровадження політики контрольованої девальвації (як реакція на напруженість на валютних ринках країни). Проте насправді захистити песо вдавалося тільки протягом кількох днів після оголошення нової курсової політики – подальші девальваційні хвилі разом зі стрімкими зростаннями процентних ставок (діаграма «*Мексика: валютний курс до долара та процентна ставка на грошових ринках*»³⁰) не в змозі були стримати навіть масовані фінансові допомоги з боку США та міжнародних фінансових інститутів.

Мексика: валютний курс до долара та процентна ставка на грошових ринках (ліва шкала)



Подібний розвиток є характерним для висхідних країн загалом, і в усіх випадках лише «заспокоєння» на валютних ринках і встановлення нових паритетних курсів повертало процентні ставки до «звичного» рівня. Поряд з цим, реальний сектор ще довгий час може перебувати у стані негативних очікувань і демонструвати помітні позитивні зміни лише в середньостроковій перспективі за відновлення довіри до монетарної влади країни.

Таким чином, досвід висхідних країн переважно вказує на те, що послаблення національної валюти призводить до:

- зростання процентної ставки,
- підвищення інфляційного тиску,
- скорочення виробництва і доходу країни.

Тобто, подібні явища та процеси у валютній політиці (девальвація національної грошової одиниці як інструмент для зняття тиску на грошових і валютних ринках) мають різний і навіть протилежний вияв стосовно вартості капіталу та інфляції.

Так **девальвація може зняти тиск на валютних ринках**, що дасть можливість збалансувати не тільки попит і пропозицію валюти, а й стимулювати внутрішнє виробництво та зовнішню торгівлю. Водночас, девальвація **може сприйматись як зростання дестабілізаційних виявів**, наслідком чого стане підвищення процентної ставки з негативним впливом на виробництво.

³⁰ IFS.

І розуміння базових чинників валютної нестабільності є вкрай принциповим для визначення стабілізаційних заходів державної політики.

Звичайно, найвагомішими чинниками виступають **кваліфіковане та послідовне застосування інструментів валютної та грошової політики**, а також раціональні очікування учасників ринків, які оцінюють поточні зміни як такі, що ведуть до стабілізації валютного середовища, чи, навпаки, спонукають до його (середовища) розбалансування. Зважаючи на **слабкість інститутів, наслідки реалізації неадекватної політики для висхідних країн можуть бути вкрай згубними**.

Деякі обмеження для реалізації валютної політики у висхідних країнах.

Упродовж останніх десятиріч переважна більшість висхідних країн практикує систему прив'язки національної валюти до сильної (чи до кошика сильних валют) з визначенням допустимих меж коливання відносно цільового показника (встановлення валютного коридору). В цій системі органи грошово-кредитного регулювання намагаються поєднати переваги фіксованого та плаваючого режимів, знизивши ризик валютних коливань. Із встановленням коридору центральний банк певним чином ухиляється від курсової політики, дозволяючи ринковим силам визначати рівноважний курс. І лише за небезпечної динаміки прямування курсу за межі коридору центральний банк включає механізми валютного регулювання через валютні інтервенції, операції на валютному ринку, управління резервними вимогами тощо.

У контексті «прив'язки» важливим є вибір її типу – чи країна воліла б мати постійний середній рівень коливання своєї валюти відносно обраного цільового показника (горизонтальний коридор), чи перевага віддається варіанту повзучої прив'язки (нахилений коридор). Кожна з країн, яка оцінює очікуваний рівень інфляції вищим від рівня розвинутих країн чи своїх основних торговельних партнерів, а отже більш схильна до девальвації грошової одиниці, швидше віддаватиме перевагу повзучій прив'язці на протизагуг горизонтальному коридорові (врізка «*Найвагоміші макроекономічні індикатори*»).

НАЙВАГОМІШІ МАКРОЕКОНОМІЧНІ ІНДИКАТОРИ

Інфляція, процентна ставка та обмінний курс належать до головних макроекономічних індикаторів, які суттєво впливають один на одного. Тому під час планування заходів макроекономічної політики важливим є встановлення напряму та ступеня впливу змін індикаторів (радше в середньо- та довгостроковому аспектах, аніж у короткостроковому). Варто вказати на наступні закономірності:

- **паритет процентних ставок**, згідно з яким різниця у процентних ставках двох країн (зазвичай власної та країни «прив'язки») має відповідати процентній різниці між майбутнім (форвардним) і поточним (спотовим) курсами;
- **закон єдиної ціни**, або **паритет купівельної спроможності**, за яким зміни в рівнях інфляції двох країн повинні бути «урівноважені» відповідними змінами в обмінному курсі (вища інфляція «провокує» девальвацію і навпаки девальвація підштовхує інфляцію);
- **ефект Фішера** вказує на те, що номінальні процентні ставки на гроші відображають очікувані рівні інфляції.

Зауважимо, вказані впливи **не є безумовними**, а також залежать від інших складових економічного середовища та заходів економічної політики (часто інші заходи економічної політики саме й спрямовуються на те, щоб розірвати такі взаємозв'язки). Проте саме вони можуть **визначати характер змін** і вимагають прискіпливої уваги.

Встановлення коридора (в т.ч. за повзучої прив'язки) не знімає питання управління курсом, а вимагає готовності до проведення інтервенцій на його (коридора) підтримку. Наближення курсу до однієї з виділених меж (найчастіше

верхньої) провокує валютних спекулянтів до активізації атак на національну валюту для отримання надприбутків (оскільки «пробиття» межі вимагатиме встановлення нового коридору, а отже й пошуку нового рівноважного рівня, який може принести арбітражні доходи вже в короткотерміновій перспективі). За неналежного використання механізму інтервенцій країна може лише позбутися значних обсягів власних резервів без довгострокового збалансування валютних ринків (докладніше див. далі).

Стосовно фіксації чи прив'язки критичним є питання жорсткості утримання визначених меж за постійного негативного тиску. За наявності довгострокових негативних тенденцій фіксація курсу загалом може коштувати для економіки дорожче, ніж перехід до плаваючого режиму. Визнаним є те, що **утримання коридору є доцільним напрямом** політики (навіть за умови, що поточні ринкові сили намагаються виштовхнути курс за межі коридору), **якщо рівень, якого дотримуються органи грошово-кредитного регулювання, не суперечить середньо- та довгостроковій динаміці базових макроекономічних показників.**

Підкреслимо, жоден з режимів не має виключних переваг для забезпечення політики зростання і розвитку. **Головною перевагою фіксованого курсу** вважається зрозумілість і визначеність курсової динаміки, що загалом робить економічне середовище країни більш прозорим, а з тим і привабливим для міжнародних інвесторів та кредиторів. Однак, підтримка фіксованого курсу вимагає наявності значних резервів для проведення інтервенцій або ж запровадження валютного контролю, що вже погіршує привабливість, особливо в довгостроковому аспекті.

До переваг системи гнучких курсів насамперед належить спроможність до ринкового врегулювання зовнішньоекономічних дисбалансів (без значного втручання центрального банку країни). Вважається, що гнучкі курси дозволяють економіці ефективніше адаптуватись до зовнішніх викликів саме в довгостроковому аспекті.

Вплив валютного режиму на вибір інструментів економічної політики. Говорячи про відносні переваги фіксованого та гнучкого режимів часто вказують на наступне³¹:

- фіксований валютний курс сприяє встановленню монетарної і фінансової дисципліни, хоча в умовах сучасної економіки такий режим заперечує проведення незалежної монетарної політики;
- плаваючий курс забезпечує незалежність у проведенні монетарної політики, однак негативним наслідком може стати розкручування інфляційних процесів;
- «керований» режим не знімає ризиків і проблеми балансування валютного курсу, а в окремих випадках навіть може прискорити спекулятивні тенденції;
- інтервенції центрального банку на підтримку національної валюти можуть негативно вплинути на динаміку монетарних агрегатів, що, своєю чергою, негативно впливатиме на інфляційну динаміку та динаміку валютного курсу;
- інтервенції, що супроводжуються стерилізацією (викупу центральним банком надлишку емітованої грошової маси), зменшують валютний тиск і ризики, однак виявляються дійовими лише в короткостроковій перспективі.

³¹Див., зокрема: *Цеттельмейер Д., Ситрин Д.* Стабилизация: сравнение политики фиксированных и плавающих обменных курсов: Курс по финансовому программированию и макроэкономической политике. – Т. 3. – 1998. Rose A. Exchange Rate Regimes in the Modern Era: Fixed, Floating, and Flaky. – <http://faculty.haas.berkeley.edu/arose/fff.pdf>.

З точки зору **формування політики** вагомими є наступні зауваження. *Перше.* Вільно плаваючий валютний курс залишає країну без чітких цінових сигналів, що ускладнює інвесторам визначення їх поведінки. А для малої відкритої економіки, яка активно залучається до міжнародної торгівлі, непередбачуваність і повна залежність від зовнішніх шоків може виявитися катастрофічною.

Друге. Валютний курс для висхідних економік може слугувати корисним індикатором для монетарної політики, а далі й необхідною складовою фіскальної політики для збалансування економічного середовища. Вільно плаваючий курс може не надавати цільового індикатора, а тому інфляційний чинник здатний порушити бажані баланси. На противагу, **фіксований** режим виглядає привабливо, проте йому притаманний один суттєвий недолік – **утримувати його довго надзвичайно важко.**

Дія та ефективність фіскальної і монетарної політики як за різних режимів валютного курсу, так і мобільності капіталу виявляється різною і вимагає чіткого аналізу взаємовпливу політичних інструментів. Узагальнюючі висновки можуть бути наступними³²:

- фіскальна експансія (стимулююча фіскальна політика³³) в режимі фіксованого обмінного курсу є ефективним заходом впливу на виробництво та дохід країни; чим вищою є мобільність капіталу, тим більш ефективною виявляється фіскальна експансія;
- у режимі фіксованого валютного курсу монетарна політика виявляється малоефективним засобом стимулювання економіки;
- (адміністративна) девальвація (встановлення нового рівня фіксації курсу за обраного режиму фіксованого валютного курсу) може виступати політичним інструментом стимулювання зростання доходу країни; як і у випадку фіскальної експансії, ефективність запровадження такої політики буде тим вищою, чим вищою буде мобільність капіталу;
- ефективність фіскальної політики в системі плаваючого режиму валютного курсу залежить від ступеня мобільності капіталів. За низької мобільності фіскальна експансія може стимулювати економіку і сприяти збільшенню доходу навіть більшою мірою, ніж у системі фіксованого курсу. Із зростанням ступеня мобільності капіталу фіскальна політика стає дедалі менш ефективною;
- монетарна політика виявляється більш ефективною в системі плаваючого курсу, ніж у системі фіксованого курсу. Чим вищою є мобільність капіталу, тим виявляється більш ефективною монетарна політика в системі плаваючого обмінного курсу. Чим вищою є мобільність капіталів, тим більш активною повинна бути монетарна політика для балансування зовнішнього сектора. Для всіх рівнів мобільності капіталу за режиму плаваючого курсу характерним є те, що зовнішній сектор супроводжує і підсилює результати монетарної експансії, сприяючи нарощуванню доходу.

Серед базових макроекономічних складових виокремлюється **платіжний баланс**, на який **суттєво впливає курсова динаміка**. Опис механізмів такого докладніше буде представлено в наступному розділі, тут же зробимо два загальні зауваження. *По-перше*, вважається, що девальвація національної валюти покращує зовнішньоторговельне сальдо (дещо детальніше далі, де й вкажемо на суттєві суперечності цієї тези). Хоча й дійсно девальвація національної валюти (за постійного негативного тиску на неї) виглядає привабливим заходом збалансування валютних ринків та рахунку поточних операцій, однак цей інструмент має застосовуватися дуже виважено та критично,

³² Будаговська С. та ін. Мікроекономіка. Макроекономіка. – К.: Основи, 1999. – 518с.

³³ Традиційно розуміється як збільшення державних видатків чи зниження оподаткування.

оскільки рівень і темпи девальвації повинні відповідати різним, а часто й суперечливим цілям³⁴.

По-друге, більш точно, **вплив обмінного курсу на платіжний баланс** відбувається через т.зв. **реальний валютний курс**, в якому поряд з номінальним курсом враховується інфляція (врізка «*Реальний валютний курс*»³⁵). Він характеризує співвідношення, за яким товари і послуги однієї країни можуть бути продані з метою купівлі (за отримані кошти) товарів і послуг іншої країни, і фактично дозволяє оцінювати як конкурентоспроможність країни на світових ринках товарів і послуг, так і реальну купівельну спроможність національних грошей. Зокрема, в умовах значної інфляції (рівень якої суттєво перевищує рівень інфляції провідних розвинутих країн) відбувається реальне здорожчання вітчизняних товарів і втрата конкурентоспроможності.

РЕАЛЬНИЙ ВАЛЮТНИЙ КУРС

Одним з визначень реального валютного курсу є наступне співвідношення:

$$RER = E_N \times \frac{P_d}{P_f},$$

де RER – реальний валютний курс,
 E_N – номінальний валютний курс, що визначає кількість іноземної валюти та одиницю національної,
 P_d – внутрішніх цін (у національній валюті),
 P_f – рівень цін за кордоном (в іноземній валюті).

Зростання вказаного показника, тобто реальне подорожчання національної валюти свідчить про те, що товари й послуги за кордоном стали відносно дешевшими, а відтак, споживачі (в т.ч. всередині країни) надаватимуть перевагу іноземним товарам порівняно з вітчизняними. Зменшення цього показника (реальне знецінення національної валюти) свідчить, що товари й послуги розглядуваної країни є дешевшими, а відтак зростає їх конкурентоспроможність і підвищуються обсяги експорту.

Таким чином, якщо фіксований курс в умовах підвищеної інфляції з плином часу призводить до реального зміцнення вітчизняної валюти та підвищує дефіцит рахунку поточних операцій, то обраний рівень фіксації є таким, що дедалі менше відповідає іншим макроекономічним показникам і досягненню внутрішньої та зовнішньої рівноваги. І найбільш доцільним у такій ситуації (точніше, для відвернення такого сценарію) виглядає послаблення режиму, аж до встановлення вільно плаваючого. Як зреагують на такі зміни безпосередньо агенти ринку передбачити нелегко, водночас країні вдасться утримати валютні резерви, а отже і чинників паніки від можливого повного колапсу фінансової системи країни буде менше.

У багатьох випадках, аналізуючи валютний вплив на макроекономічні показники, розгляд зосереджується на номінальному валютному курсі та політиці з його «управління». Це значною мірою зумовлено тим, що номінальний курс більш видимий і зрозумілий для публічного аналізу та моніторингу. Крім того, реальний курс безпосередньо стосується лише платіжного балансу, а переважна більшість макроекономічних показників та індикаторів пов'язуються з номінальним курсом (іноземні інвестиції структурі ВВП, торгова структура, інфляційні показники, монетарні агрегати тощо). І переважна більшість рішень економічної політики приймається з врахуванням саме номінального курсу. Тому в подальшому, якщо не буде вказано окремо, розгляд обмежиться номінальними курсами.

³⁴ Див. також статтю А.Бароніна «Вплив девальвації на національний експорт: системні зміни в сучасному вимірі», розміщену в цьому виданні.

³⁵ Див., зокрема: Реальний валютний курс. – <http://helpiks.org/5-94767.html>.

3. Вплив курсової політики на окремі макроекономічні складові

Слабка економічна динаміка, високе боргове навантаження, незбалансованість державних фінансів, низька інвестиційна привабливість – такі особливості української економіки вказують, що найближчими роками країна знаходитиметься під постійним девальваційним тиском, а тому й **державну політику слід будувати з врахуванням девальваційних викликів**. Тому в цьому розділі розглядатимуться окремі особливості та механізми впливу девальвації на макроекономічні складові, а також заходи політики, які виглядають результативними саме з врахуванням середньострокових девальваційних тенденцій.

Реальне зростання. Дослідженню впливу валютних режимів і валютної динаміки на реальне економічне зростання присвячено велику кількість публікацій³⁶. В окремих випадках і для окремих країн чи періодів зв'язок доволі помітний, проте, водночас, для більшості узагальнень значимість аналізованого взаємозв'язку суттєво зменшується.

Загалом, практика реалізації валютної політики в країнах світу вказує на те, що³⁷:

- відсутній стійкий і значимий вплив режиму валютного курсу на динаміку економічного зростання;
- існує лише слабкий взаємозв'язок між курсовою динамікою і головними макроекономічними індикаторами.

Однак, це зовсім не заперечує пошуку таких взаємозв'язків для окремих країн чи сукупності країн. Більше того, в багатьох випадках виокремлення характерного впливу курсової динаміки на динаміку інших економічних показників може слугувати вагомим базисом для формування раціональної економічної політики в країні.

Так, низка спостережень вказує на те, що **засобами валютної політики дійсно вдається обмежити кризові впливи**. В цьому контексті доречним є порівняння динаміки реального ВВП у період протидії кризі 2008-2010рр. в економічно «близьких» європейських країнах – *з одного боку* тих, які використовують євро, тобто мають «фіксований» режим, *з іншого* – тих, які зберегли національну валюту та використовують гнучкий валютний режим відносно євро (таблиця «*Реальний ВВП окремих європейських країн*»³⁸).

Більшість європейських країн (до речі, не лише наведені в таблиці), які використовують власну валюту і, як інструмент протидії кризі, вдалися до помірної і контрольованої девальвації, отримали, *по-перше*, нижче падіння у «піковому» 2009р., *по-друге*, вже наступного року зуміли компенсувати кризове гальмування. Показовим також є приклад Чехії, яка у 2008-2010рр. утримувала низькі коливання відносно євро і навіть дещо зміцнила крону – її економічна динаміка помітно поступалася «близькій» Словаччині.

³⁶ Див., зокрема: Udomkerdmongkol M., Görg H., Morrissey O. Foreign Direct Investment and Exchange Rates: a Case Study of U.S. FDI in Emerging Market Countries. – <https://www.nottingham.ac.uk/economics/documents/discussion-papers/06-05.pdf>.

Exchange Rate and Economic Growth. – <http://www.economicshelp.org/blog/5657/economics/exchange-rate-and-economic-growth/>. Rapetti M., etc. The Real Exchange Rate and Economic Growth: are Developing Countries Different? – <https://www.umass.edu/economics/publications/2011-07.pdf>.

³⁷ Rose A. Exchange Rate Regimes in the Modern Era: Fixed, Floating, and Flaky. – <http://faculty.haas.berkeley.edu/aroese/fff.pdf>.

³⁸ WEO.

Реальний ВВП окремих європейських країн,

% до попереднього року

	2008	2009	2010
Фінляндія	0,7	-8,3	3,0
Швеція	-0,6	-5,2	6,0
Словенія	3,3	-7,8	1,2
Польща	3,9	2,6	3,7
Словаччина	5,7	-5,5	5,1
Чехія	2,7	-4,8	2,3
Австрія	1,5	-3,8	1,9
Швейцарія	2,3	-2,1	3,0

Ще один **канал впливу курсової динаміки** на реальний сектор **пов'язаний з інфляцією**. Визнано, що **девальвація** національної грошової одиниці робить **імпорт дорожчим**, внаслідок чого в імпортозалежних країнах зростають цінові індекси. Проте цінова ситуація цим не вичерпується. Оскільки девальвація робить вітчизняні товари дешевшими на зовнішніх ринках, то й сукупний попит на такі конкурентні товари також може зростати. Зростання **попиту на зовнішніх ринках** спонукає виробників до загального **підвищення цін** на свою продукцію, **у т.ч. на внутрішніх ринках**. І навіть якщо внаслідок здорожчання попит на внутрішніх ринках зменшиться, то такі втрати цілком можуть бути компенсовані розширенням продажів на зовнішніх ринках.

Тобто **девальвація** через конкурентні товари на зовнішніх ринках і **через механізм експортної експансії спричиняє інфляційний тиск на внутрішні ринки**. Тому навіть якщо девальвація супроводжується витісненням імпорتنих товарів і розширенням попиту на експортні, це зовсім не означає інфляційної стабілізації. Навпаки, інфляційні очікування можуть погіршитись.

Однак, очікування **підвищення інфляції**, згідно з ефектом Фішера, змушує економічних агентів **підвищувати і вартість капіталів** – услід за інфляційними очікуваннями зростатиме випереджаючими темпами і процентна ставка. Що підштовхуватиме і реальну процентну ставку, а відтак (внаслідок **ефекту витіснення**) – відбуватиметься **виведення інвестицій з економіки**. Тобто в структурі **реального ВВП** втрати відбуватимуться не лише внаслідок **інфляційних втрат**, але й **втрат інвестиційних** (як складової ВВП за категоріями кінцевого використання).

Експорт та імпорт товарів. Як визначено в попередньому розділі:

- послаблення чи девальвація (протилежне – зміцнення чи ревальвація) національної валюти робить іноземні імпортні товари дорожчими (відповідно, дешевшими) порівняно з національними. У такому випадку, девальвація (ревальвація) сприятиме зменшенню (збільшенню) попиту на імпортні товари, оскільки ці товари стають дорожчими (дешевшими). Таке зменшення (збільшення) попиту сприятиме покращанню (погіршенню) вітчизняного торговельного балансу;
- девальвація (ревальвація) національної валюти робить вітчизняні товари, що експортуються, дешевшими (дорожчими) порівняно з товарами, деномінованими в іноземній валюті. У такому випадку, девальвація (ревальвація) зумовлюватиме збільшення (зменшення) іноземного попиту на вітчизняні товари, тобто відбудеться збільшення експорту, оскільки вітчизняні товари стають дешевшими (дорожчими) на іноземних ринках. Зрештою, це має покращити (погіршити) торговельний баланс країни.

Значною мірою є справедливим і зворотнє:

- **розширення експорту** національних товарів і послуг, а також приплив іноземного капіталу в країну **підвищують попит на національну валюту** і, водночас, формують пропозицію іноземної валюти в національній

економіці (оскільки вважається, що всі економічні угоди в країні виконуються з використанням національної грошової одиниці), що створює додаткові запаси іноземної валюти в країні;

- відповідно нарощування імпорту, а також відтік капіталів підвищують попит на іноземну валюту, що призводить до зменшення її обсягів у країні.

Утім, як часто буває, загальні закономірності потребують уточнень під час більш детального розгляду. Тобто, *з одного боку*, значне зниження вартості національної валюти може дійсно **покращити стан і динаміку** рахунку поточних операцій (РПО) платіжного балансу, стимулюючи розширення експорту та знижуючи імпорт. *З іншого*, девальвація національної валюти означає подорожчання імпорту, що **підриває завдання імпорту інвестицій, знижує критерії ефективності внутрішнього виробництва**, а у випадку значної імпортової складової у проміжних виробничих товарах створює інфляційний тиск на виробничих і споживчих ринках. При цьому виникає також **небезпека стримування структурних реформувань**, оскільки дозволяє національним неконкурентним товарам і виробництвам знаходитись у виграшному становищі та обмежувати більш ефективний перерозподіл ресурсів.

У I розділі вказувалось, що далеко не для всіх країн здорожчання долара (і відповідно здешевлення національних валют) може принести додаткові вигоди від нарощування експорту. Узагальнюючи тут, наголосимо, що *по-перше*, в середньостроковій перспективі значна девальвація (у т.ч. адміністративне встановлення нового рівня за фіксованого режиму) дійсно дозволяє покращити зовнішньоторговельне сальдо. Так, у різних країнах у різні періоди значні зовнішньоторговельні дефіцити (негативне сальдо рахунку поточних операцій) супроводжувалися кризовими проявами на валютних ринках. Внаслідок девальвації³⁹ відбувалося помітне зниження зовнішньоекономічних дефіцитів (врізка «Вплив стрімкої девальвації на РПО»⁴⁰).

По-друге, девальвація не означає автоматичного покращання торговельного балансу (врізка «Неоднозначність впливу девальвації на зовнішньоторговельний баланс»).

По-третє, навіть у випадку покращення, **за відсутності структурних реформувань** і/або зміни зовнішньоторговельної структури **девальвація може призвести до нових зовнішньоторговельних дефіцитів і нових девальваційних ризиків**, що є характерним для випадку України (врізка «Не використані девальваційні можливості для України»). Головною перешкодою покращення зовнішньоторговельних балансів за рахунок девальваційних інструментів зазвичай розглядається відсутність структурних реформ, а також продовження експлуатації країною нераціональної експортоорієнтованої моделі напівсировинних товарів та товарів з низьким рівнем доданої вартості (металургії, хімічної та аграрної галузей), які залишались неконкурентними і надто залежними від зовнішньої кон'юнктури. Відтак, за деякий час зовнішньоекономічні дефіцити відновлювались і навіть посилювались, у т.ч. внаслідок утримання нового рівня фіксованого курсу.

У 2015р. Україна започаткувала низку структурних реформ, насамперед, у частині відмови від дорогого енергетичного імпорту, запровадження енергозбереження, виходу на нові конкурентні ринки. Тому залишається

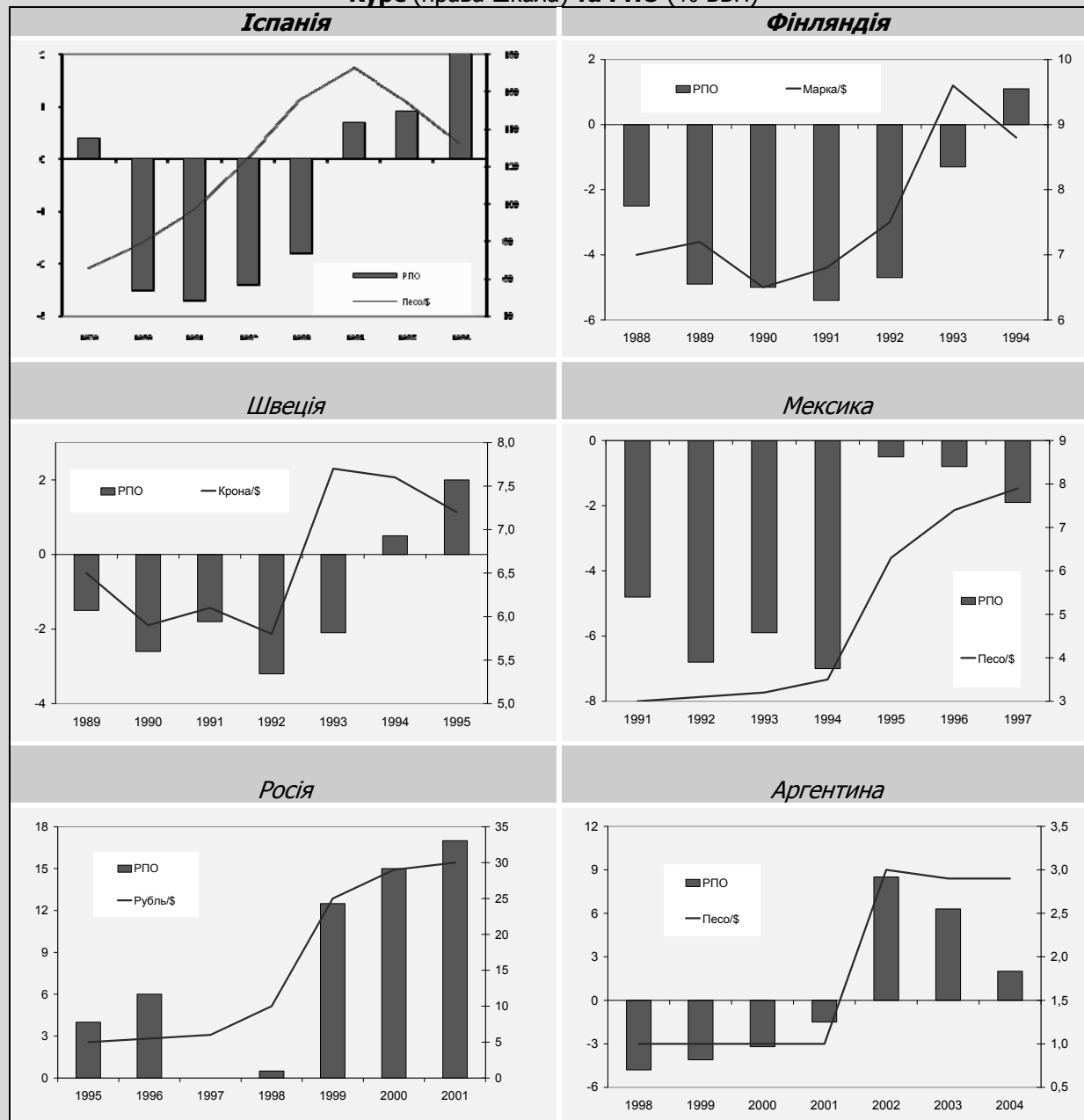
³⁹ Звичайно, девальвація була не єдиним інструментом. Вагоме значення мали структурні реформи, спрямовані на впорядкування державних фінансів і посилення конкурентоспроможності. Для окремих країн макроекономічному зміцненню також сприяла зовнішньоторговельна кон'юнктура, завдяки якій вдавалося суттєво наростити обсяги експорту (наприклад, у випадку Росії наприкінці 1990-х років – зростання вартості нафти на світових ринках).

⁴⁰ IFS.

сподіватись, що такі реформи виявляться результативними, і гривня, хоча й девальвуватиме, проте без обвалів і шоків. Своєю чергою, помірна девальвація підтримуватиме покращення зовнішньоторговельного балансу.

ВПЛИВ СТІМКОЇ ДЕВАЛЬВАЦІЇ НА РПО

Курс (права шкала) та РПО (% ВВП)



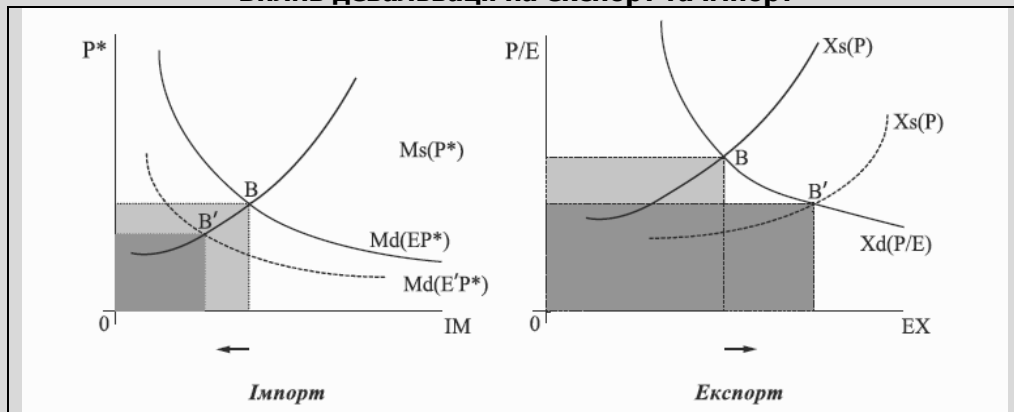
НЕОДНОЗНАЧНІСТЬ ВПЛИВУ ДЕВАЛЬВАЦІЇ НА ЗОВНІШНЬОТОРГОВЕЛЬНИЙ БАЛАНС

Існує ряд моделей, які підтверджуються практикою і які вказують на «необов'язковість» покращення зовнішньоторговельного сальдо за умов девальвації⁴¹. Продемонструємо одну з моделей впливу девальвації на імпорт та експорт (рисунок «Вплив девальвації на експорт та імпорт»).

Для спрощення вважатимемо, що агенти ринків орієнтуються на свої внутрішні ціни (в т.ч. для імпортних та експортних товарів: P – рівень внутрішніх цін, P^* – рівень світових або зовнішніх цін, скоригованих на інформаційні витрати). І розглядувана економіка мала і не може впливати на формування світового попиту та світові ціни.

Очевидно, що девальвація національної валюти (збільшення значення величини обмінного курсу з E до E') зсуває криву попиту Md на імпорт вліво (подорожчання імпортних товарів у національній валюті зменшує попит на них; пропозиція Ms , що орієнтована на зовнішні ціни, залишається без змін), а криву пропозиції експорту Xs – вниз вправо (попит на експортну продукцію, подану в міжнародних цінах, з боку зовнішнього світу вважаємо незмінним). Як видно з наведеного рисунка, величина імпорту і ціна його одиниці (в іноземній валюті) знижуються. А отже, імпортні витрати країни (деноміновані в іноземній валюті) зменшуються. Відносно експорту ситуація є дещо складнішою. Величина експорту зростає за одночасного зменшення ціни, представленою в іноземній валюті (тобто вітчизняні товари на міжнародному ринку стають відносно дешевшими, що збільшує попит на них за кордоном, а отже й збільшує їх вітчизняну пропозицію).

Вплив девальвації на експорт та імпорт



Якщо крива попиту на ділянці BB' експорту – еластична, то загальна величина експорту також збільшується, що безсумнівно (поряд із зменшенням витрат на імпорт) веде до покращання торговельного балансу. Знаходження на нееластичній ділянці попиту на експортну продукцію може і не призвести до такого результату. Тим самим еластичність експорту справляє великий вплив на визначення зовнішньоторговельної політики держави, а разом з тим, і курсова політика для підтримки конкурентоспроможності вимагає додаткової уваги не тільки до номінальної динаміки, але й динаміки реального курсу.

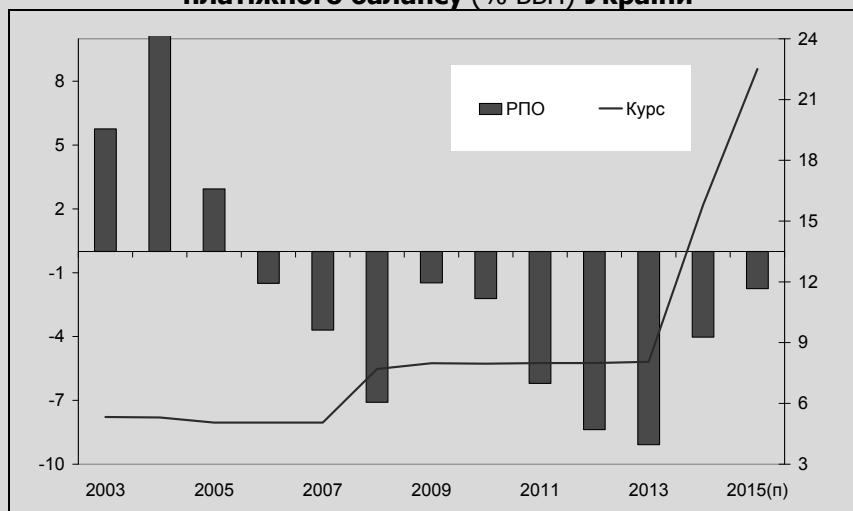
Зазначимо, що умовою **позитивного впливу девальвації національної валюти на торговельний баланс** є т.зв. **умова Маршала-Лернера** – прямий ефект буде позитивним, коли **сума цінових еластичностей попиту на експорт та імпорт перевищує одиницю** (розгляд цього виходить за межі даної публікації).

⁴¹ Див., зокрема: Appleyard D.R., Field A.J. International economics. – IRWIN Inc., 1992. Caves R.E., Frankel J.A., Jones R.W. World Trade and Payments. – 1993.

НЕ ВИКОРИСТАНІ ДЕВАЛЬВАЦІЙНІ МОЖЛИВОСТІ ДЛЯ УКРАЇНИ

«Небажаний» сценарій відсутності стійких вигод від девальвації для платіжного балансу постійно проявляється в Україні. Так, з часу впровадження гривні (1996р.) країна принаймні тричі підпадала під девальваційний шок – кризи 1997-1998рр., 2008-2009рр. та 2014-2015рр. Як після азійської та російської криз (1997-1998рр.), так і у посткризовий період глобальної кризи 2008-2009рр. після чергового обвалу гривні зовнішньоторговельний баланс, а з тим і РПО помітно покращувалися. Втім, це покращення було зумовлено переважно вищим падінням імпорту, порівняно з падінням експорту, а структура експорту залишалась низько технологічною (і залежною від сировинного та енергетичного імпорту). Тому й «покращення» мало лише середньостроковий характер (діаграма «Курс та рахунок поточних операцій платіжного балансу України»⁴²).

Курс (права шкала) та рахунок поточних операцій платіжного балансу (% ВВП) України



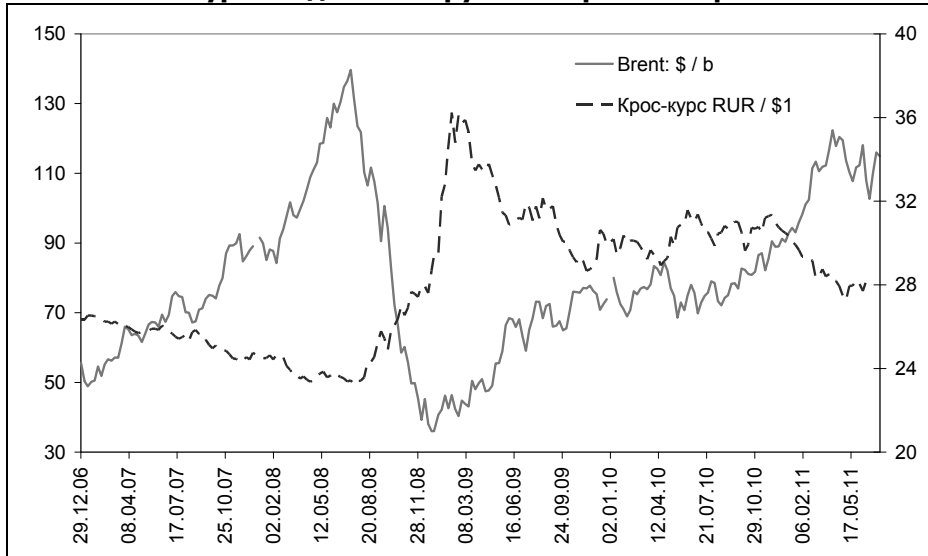
Вплив сировинних ринків. Як вказувалося раніше, курсова динаміка і динаміка вартості біржових товарів на світових ринках є безпосередньо пов'язаними. Причому основні товарні ринки не лише отримують сигнали з валютних ринків, але й впливають на національну валюту навіть великих висхідних країн-експортерів. Зокрема, погіршення умов торгівлі чи цінової кон'юнктури на найвагоміші біржові товари може не лише призвести до **втрати вигод від експорту**, а й визначати динаміку національної валюти. Особливо для слабких країн, що підтверджує раніше озвучену тезу про **недоречність прив'язки валюти до сировинних ринків**, навіть якщо країна є одним з провідних світових експортерів відповідних сировинних товарів.

Вказані втрати з очевидністю проявилися на прикладі Росії, яка довгий час використовує вигоди (й отримує втрати) з нафтових ринків. Хоча за рахунок нафтових доходів Росії вдалося накопичити значні резерви, проте країні не вдається уникнути високих девальваційних та інфляційних коливань. Такі коливання, звичайно, пов'язані з тим, що економіка Росії залишається низько конкурентною з високою залежністю від сировинних енергетичних ринків. І по суті, курсова динаміка рубля нерозривно пов'язана з вартістю нафти – **подешевшання нафти на міжнародних ринках неминуче означає зниження вартості рубля** (діаграма «Курсова динаміка рубля і вартість нафти»⁴³).

⁴² Статистика НБУ. – <http://www.bank.gov.ua/control/uk/index>.

⁴³ ЦР.

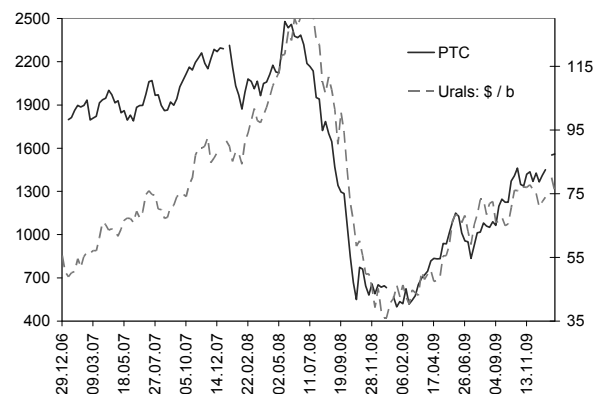
Курсова динаміка рубля і вартість нафти



Підвищення значення курсу рубля до долара означає його здешевлення відносно долара, що відбивається на «асиметричній» динаміці наведених котувань.

Більше того, вартісний нафтовий вплив відбивається не лише на курсовій динаміці. Зважаючи на структуру фінансових ринків Росії (де домінують нафтові та інші сировинні та енергетичні цінні папери), падіння цін на нафтових ринках безпосередньо неодмінно відбивається на діловій активності та котуваннях цінних паперів на біржовому ринку (РСТ), а також наповненні державних фінансів, що особливо виразно проявилось в докризовий і кризовий періоди 2007-2009рр. (діаграма «Російський фондовий індекс і вартість нафти»).

Російський фондовий індекс (РСТ) і вартість нафти (марки *Urals* за барель, права шк.)



Тобто, по суті, котування нафти визначає і динаміку інших найважливіших фінансових показників російської економіки, яка часто не має важелів протидії зовнішнім негативним тискам.

Сьогодні Росія потерпає від чергового шоку, зумовленого різким падінням вартості нафти. Такий «нафтовий шок» посилюється санкціями провідних країн світу проти Росії, запроваджених у відповідь на агресію проти України, що суттєво погіршують перспективи макроекономічної стабілізації. За таких умов структурні зміни є вкрай ускладненими, а тому з високою вірогідністю можна вказувати на російський довготривалий стагнаційний період.

Україна не має подібної жорсткої залежності від окремих сировинних ринків. Однак, домінування продукції з низькою доданою вартістю й у подальшому утримуватиме макроекономічні ризики і загрози.

Іноземні інвестиції. Зазвичай, зниження вартості на сировину розглядається як стимулюючий чинник до притоку інвестицій у виробничі сфери. Хоча у структурі експорту України переважають товари з низьким рівнем доданої вартості, проте здешевлення нафти й газу має покращити конкурентоспроможність і вказаного низькопродуктивного виробництва. Більше того, в умовах девальвації вартість відповідних активів (а також вартість робочої

сили) знижуватиметься, що зможе слугувати додатковим чинником припливу в країну прямих інвестицій зокрема та різноманітних капіталів загалом⁴⁴.

Слід нагадати, що невід'ємною складовою зовнішньоторговельного дефіциту (який часто супроводжує динамічні країни, що потребують додаткових ресурсів для підтримки зростання) є зовнішні ресурси, необхідні для його (дефіциту) покриття. У цьому контексті фінансування за рахунок прямих іноземних інвестицій (ПІІ) є більш надійним і привабливим джерелом, порівняно з фінансуванням короткотерміновими запозиченими чи «гарячими грошима», які легко можуть повернути у зворотному напрямку, щойно економічні умови погіршаться або, на думку власників ресурсів, можуть погіршитись у найближчій перспективі. Серед боргових потоків найбільшою стійкістю відрізняються кредити офіційних інвесторів, які маючи низьку вартість обслуговування, не надто чутливі до короткотермінових змін (порівняно з приватними інвесторами). Очевидно також, що кредити міжнародних і великих іноземних банків є більш стійкими, ніж портфельні інвестиції інших приватних фінансових установ чи інвестиційних фондів.

Стосовно курсової динаміки і ПІІ слід звернути увагу на наступне. *По-перше, немає чіткої закономірності* збільшення/зменшення потоків ПІІ залежно від девальвації/ревальвації національної грошової одиниці. *По-друге*, оскільки прямі інвестиції за своєю природою мають довгостроковий характер (вигоди від вкладених сьогодні коштів можуть отримуватися лише за кілька років), то для інвесторів важливим є розуміння середньо- і довгострокової динаміки валюти країни-отримувача коштів. Тому **стійкість курсової динаміки** (навіть якщо переважають девальваційні тенденції) **для інвестора є набагато бажанішою**, ніж висока курсова волатильність (зміни значень курсу і короткострокових тенденцій). **Висока курсова мінливість означає зростання інвестиційних ризиків**, які або закладатимуться в цінові параметри бізнесу та вироблюваної продукції, або навіть можуть призвести до утікання інвестиційних капіталів з країни.

Загалом, хоча й проведена велика кількість досліджень стосовно впливу валютної динаміки на ПІІ, однак результати є не однозначними, а часто й суперечливими⁴⁵. Водночас, низку спільних особливостей для висхідних країн, пов'язаних з девальвацією національної грошової одиниці, для ПІІ вдається виокремити. Так, *по-перше*, у випадку **посилення девальваційних очікувань**, інвестори надають перевагу відтермінуванню рішень стосовно введення інвестицій в розглядувану країну, а відтак – **приплив ПІІ має тенденцію до зниження**.

По-друге, після **завершення девальваційного шоку**, а з тим і зняття високих нових девальваційних ризиків (а також, як вказувалось, здешевлення активів і вартості робочої сили), інвестори більш схильні до введення інвестицій, і **потоки ПІІ мають тенденцію до збільшення**.

По-третє, ледь не визначальним для інвесторів, поряд з сприятливими умовами економічної діяльності, є **політична визначеність** і готовність керівництва країни до деполітизації економічних рішень, а також **впровадження прозорих і раціональних правил** гри для національних і міжнародних інвесторів.

⁴⁴ Докладніше див. статтю М.Репко, О.Кашка, І.Піонтківської «Валютні обмеження та лібералізація руху капіталу в Україні та світі», розміщену в цьому виданні.

⁴⁵ Див., зокрема: WeifengJin W., Zang Q. Impact of change in exchange rate on foreign direct investment: Evidence from China. – <http://commons.ln.edu.hk/cgi/>. Udomkerdmongkol M., GoldbergL. Exchange Rates and Foreign Direct Investment. – <https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/economists/goldberg/>. Görg H., Morrissey O. Foreign Direct Investment and Exchange Rates: a Case Study of U.S. FDI in Emerging Market Countries. – <https://www.nottingham.ac.uk/economics/documents/>.

По-четверте, в умовах обмеженого доступу до приватного капіталу за посилення валютних дисбалансів (найчастіше зростанні девальваційного тиску) країна повинна бути готовою до значних інтервенцій, а отже й втрати міжнародних резервів. Тобто **альтернативою** слідування за девальваційними тенденціями виступає **зменшення (іноді значне) валютних резервів країни**.

Вказані закономірності мають безпосереднє значення для України. Як деполітизація економічної діяльності (включно з демонополізацією, децентралізацією, деолігархізацією тощо), так і зниження невизначеності на валютних ринках, у т.ч. **недопустимість значних неконтрольованих курсових коливань**, є вагомими чинниками і складовими політики залучення ПІІ, а з тим і економічного зміцнення та зростання.

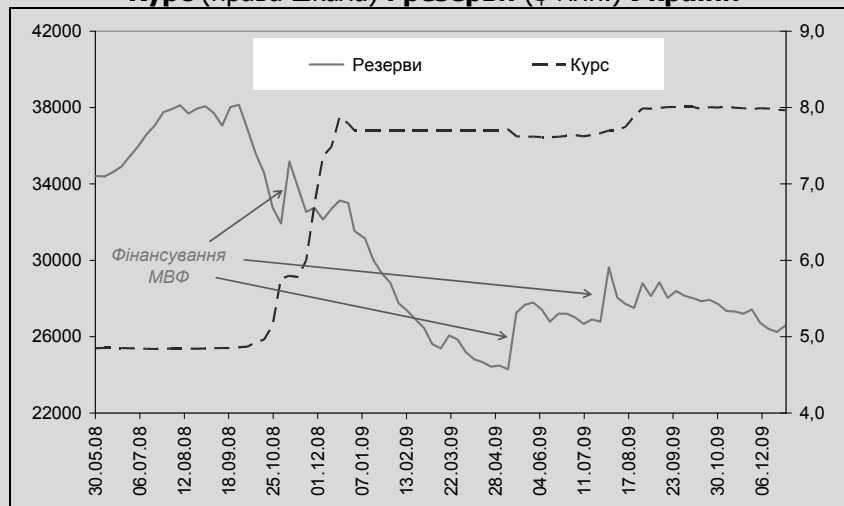
На жаль, слід констатувати, що в Україні в підходах до валютної політики, курсової динаміки та цілісності резервів переважають заполітизовані чинники, які повністю ігнорують об'єктивні закономірності розвитку економічних процесів (врізка «Наслідки однієї курсової фіксації в Україні»). Такий підхід, у «кращому» випадку, **консервує накопичені економічні дисбаланси**, однак не усуває їх (дисбалансів) чинники, що провокує подальше кризове загострення.

НАСЛІДКИ ОДНІЄЇ КУРСОВОЇ ФІКСАЦІЇ В УКРАЇНІ

Україна неодноразово використовувала по суті режим фіксованого курсу гривні без належного раціонального застосування, чим **не досягала заполітизованих стабілізаційних цілей**, а лише безсистемно витрачала резерви.

Так, на початку розгортання глобальної кризи у 2008р., Україна не вживала інших антикризових заходів, а лише проводила інтервенції на підтримку гривні (при тому, що зовнішньоторговельний дефіцит наростав). Обвал гривні (з 5 грн. до майже 8 грн. за \$1) не зміг зупинити навіть стабілізаційний кредит МВФ у листопаді 2008р. (діаграма «Курс і резерви України»⁴⁶). Новий обраний рівень в умовах стрімкого падіння економіки (у 2009р. на 15%) не виявився рівноважним, попит на валютних ринках країни суттєво перевищував пропозицію, і НБУ змушений був і надалі проводити інтервенції для запобігання повного валютного краху. Лише після додаткових траншів МВФ, нової девальвації гривні і посилення адміністративних обмежень ситуація на валютних ринках дещо заспокоїлась.

Курс (права шкала) і резерви (\$ млн.) України



Загальні борги. Використання власної валютної політики дозволяє країнам більш **раціонально впорядковувати і боргові позиції**. У кризовий період переважна більшість країн вдавалася до боргових запозичень як для збалансування державних фінансів, так і підтримки приватного сектору.

⁴⁶ Статистика НБУ. – <http://www.bank.gov.ua/control/uk/index>.

Для порівняння успішності протидії підвищенню боргового навантаження упродовж 2008-2009рр., варто звернутися до прикладу економічно «близьких» європейських країн – з одного боку, тих, які використовують євро (режим «прив'язки» до євро), з іншого – тих, які зберегли національну валюту («гнучкий» валютний режим).

Як і за розгляду (вище) динаміки реального ВВП: упродовж кризового періоду більшість європейських країн, які використовують власну валюту і вдалися до керованого курсового коригування, нарощували свої борги значно нижчими темпами, ніж країни євро-зони, а деякі з них навіть зуміли скоротити частку боргів у структурі ВВП (таблиця «Валовий борг окремих європейських країн»⁴⁷). Причому, **країни, які допустили менше економічне падіння, також успішнішими були у вирішенні боргових проблем.**

**Валовий борг окремих європейських країн,
% ВВП (кінець періоду)**

	2007	2010	Різниця: 2010–2007, пп
Фінляндія	34,0	47,1	+13,1
Швеція	38,1	36,8	- 1,3
Словенія	22,7	37,9	+15,2
Польща	44,6	53,6	+9,0
Словаччина	29,8	40,9	+11,1
Чехія	27,8	38,2	+10,4
Австрія	64,0	82,3	+18,3
Швейцарія	53,3	47,1	- 6,2

пп – процентних пунктів

Країнам, яким не вдається стримати стрімкі девальваційні тенденції, попадають у лещата **суттєвого зростання відносного показника зовнішнього боргу у структурі ВВП**. Навіть, якщо зростання зовнішнього боргу буде обмеженим, висока девальвація помітно зменшить доларовий еквівалент ВВП (який вимірюється у національній валюті). А відтак суттєво зросте відношення зовнішнього боргу (який вимірюється у доларах) до доларового значення ВВП (*Debt/GDP-Ratio*). Так, в Україні номінальний помітно ВВП зріс – з 1,45 трлн. грн. у 2013р. до 1,80 трлн. грн. у 2015р. (попередня оцінка). Загальний зовнішній борг вдалося навіть скоротити – зі \$142 млрд. у 2013р. до \$128 млрд. у 2015р. (без урахування реструктуризації) (таблиця «Загальний зовнішній борг України»⁴⁸). Тобто, наприкінці 2015р. відношення зовнішнього боргу до ВВП більше ніж вдвічі перевищувало відповідний показник наприкінці 2013р. Таке стрімке зростання вже може викликати побоювання потенційних інвесторів стосовно входження у «екстремально» ризикове валютне та боргове середовище.

Загальний зовнішній борг України

	2013	2014	2015(о)
Номінальний ВВП, млрд. грн.	1454	1570	1800
Валовий зовнішній борг, \$ млрд.	142,1	126,3	128,0
Середньорічний курс, грн./\$1	8	12	23
Відношення зовнішнього боргу до ВВП, %	78	97	163

Звичайно, розгляд впливу девальвації на макроекономічні показники України цим не вичерпується. Проте навіть на основі розгляду, є підстави стверджувати, що **НБУ, навіть за умови переходу до т.зв. інфляційного таргетування, має проводити виключно раціональну політику стосовно валютного курсу, поточних і перспективних впливів.**

⁴⁷ IMF Global Fiscal Monitor (пізні випуски). – <http://www.imf.org/external/ns/cs.aspx?id=262>.

⁴⁸ Зовнішній борг. – <http://bank.gov.ua>.

4. Про яку монетарну зорієнтованість України доречно вести мову ?

Згідно з українським законодавством, **основною функцією** центрального банку країни – НБУ – є **забезпечення стабільності грошової одиниці України**⁴⁹. Не дивина, що дискусії стосовно поняття «стабільності» або «купівельної спроможності» національної грошової одиниці періодично поновлюються, оскільки сам **НБУ свідомо уникає чіткого викладу формованої грошово-кредитної політики**⁵⁰, монетарних механізмів та інструментів, завдяки яким можна оцінювати поточну динаміку, контролювати, коригувати і прогнозувати цільові показники найважливіших макроекономічних складових.

У середині 2014р., коли Україна перебувала у глибокій кризі, характерною для якої була обвальна девальвація і стрімка інфляція, нове керівництво НБУ досить несподівано оголосило, що **відмовляється від вже традиційної політики курсової підтримки гривні**, валютна динаміка національної валюти перестав бути серед пріоритетів монетарної політики, а наголос робитиметься **на приборканні інфляції** (перехід до т.зв. інфляційного таргетування), що й стане основою макроекономічної стабілізації найближчими роками.

Звичайно, **така позиція** не лише шокувала багатьох фахівців, але й **спричинила нову хвилю відмови від гривні** на користь долара, утікання капіталів, **подальше розкручування інфляції**, втрату ресурсів для банківської системи тощо. На жаль, було **повністю проігноровано** те, що серед багатьох країн, які мали серйозні проблеми з девальвацією та інфляцією, **успішними** в реалізації стабілізаційної політики стали **лише ті країни**, де заходи (в т.ч. з «таргетування») **утворювали систему спеціальних реформувальних, економічного та інституційного спрямування**, і лише їх комплексність і послідовність у реалізації дозволяла забезпечувати в країні цінову і макроекономічну стабільність.

Також керівництвом НБУ було проігнороване положення про те, що **питання таргетування** інфляції у висхідних країнах (переважна більшість з яких не спроможні проводити дійсно незалежну монетарну політику) **не знімає**, а певним чином **посилює потреби** зорієнтованості слабкої економіки на потужнішу. Тобто дієвість заходів зниження інфляції зазвичай є вищою, якщо країна чітко зорієнтована на політику тієї країни, яка традиційно має низьку інфляцію, а її центральний банк має значний антиінфляційний досвід. Тобто **«відмова» від зорієнтованості на долар чи євро замінюється зорієнтованістю на монетарну політику США чи Євросоюзу**, що вимагає ще вищої спроможності висхідної країни до реалізації сучасної економічної політики⁵¹.

Більшість українських експертів так зрозуміли аргументації стосовно того, якими конкретно інструментами збирається оперувати НБУ для досягнення цінової стабільності, за якою системою маяків регулятор збирається здійснювати моніторинг своєї монетарної політики, яким чином досягатиметься мінімізація зовнішніх ризиків за режиму вільного курсоутворення тощо⁵². Більше того, центральним банком країни були **проігноровані уроки втрат, яких зазнали**

⁴⁹ Закон «Про Національний банк України». – <http://rada.gov.ua>.

⁵⁰ ... хоча й щорічно публікує «Основні засади грошово-кредитної політики» на поточний рік. – <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=10465306>.

⁵¹ Rose A. Exchange Rate Regimes in the Modern Era: Fixed, Floating, and Flaky. – <http://faculty.haas.berkeley.edu/arose/fff.pdf>.

⁵² Чому НБУ не справляється з інфляцією? –

<http://news.finance.ua/ua/news/-/364268/chomu-nbu-ne-spravlyayetsya-z-inflyatsiyeyu>.

сусідні країни в результаті сумнівного переходу до інфляційного таргетування⁵³ і яких можна було б уникнути в умовах реалізації раціональної монетарної політики.

Тому цей розділ присвячений аналізу окремих макроекономічних і монетарних взаємозв'язків, які є характерними для економічного середовища України, а з тим і практичній раціональності запровадження і можливості реалізації «скоригованої» політики інфляційного таргетування⁵⁴.

Дещо з ідеології таргетування. Центральні банки переважної більшості країн або економічних союзів формують монетарну політику, серед механізмів котрої виокремлюється процес т.зв. **таргетування – визначення і встановлення цільових найвагоміших макроекономічних показників**, а також використання монетарних інструментів для **досягнення і утримання виокремлених цільових параметрів** у середньо- та довгостроковій перспективі⁵⁵.

У переважній більшості країни використовують таргетування:

- обмінного курсу;
- інфляції;
- грошових агрегатів.

Таргетування обмінного курсу передбачає підтримання стабільності або вузьких коливань обмінного курсу відносно певної резервної валюти або кошика резервних валют. Фактично цей режим (хоча явно не оголошувався), використовувався в Україні до 2014р.), є зрозумілим і зручним для моніторингу та контролю монетарної ситуації в країні, а також спроможності центрального банку виконувати свої зобов'язання. **Складність** його впровадження пов'язана з необхідністю мати великі валютні резерви (і готовності до проведення значних інтервенцій), а також дотримання високої фіскальної і фінансової дисципліни.

Таргетування інфляції означає, що центральний банк країни підпорядковує свою політику досягненню однієї цілі – зниженню темпів інфляції (найчастіше використовується індекс споживчих цін) та їх утриманню в рамках публічно визначених низьких показників. Це, звичайно, означає відмову від зорієнтованості на обмінний курс, а серед монетарних інструментів виокремлюється управління базовою процентною ставкою.

Недоліком реалізації політики таргетування інфляції у багатьох висхідних країнах, у т.ч. Україні, значною мірою зумовлена складністю і непрозорістю визначення рівнів інфляції, наявністю високої недовіри бізнесу та громадян до монетарної влади та її спроможності адекватного визначення поточної та перспективної динаміки інфляції. Крім того, як для прикладу України,

⁵³ Насамперед, Росії, яка дещо раніше, ніж Україна, у 2014р. запровадила перехід до режиму таргетування інфляції і відпустила рубль у «вільне плавання». За **визнанням провідних російських експертів**, «...результатом дійсний монетарних властей стал рост инфляции, потеря управляемости финансовым рынком, падение инвестиционной и деловой активности, утрата контроля за основными макроэкономическими показателями...». – Глазьев С. О таргетировании инфляции. – Вопросы экономики, 2015, №9, с.1-12.

⁵⁴ Див. також статті Т.Ратухери «Валютная политика Украины в меняющемся мире», Б.Соболева «Оцінка валютної політики України 2013-2016 років», Р.Шпека та О.Блінова «Нова валютна політика України: на що потрібно звернути увагу», розміщені в цьому виданні.

⁵⁵ Див., зокрема: Таргетирование инфляции – цели и инструменты в условиях волатильности на международных рынках. Материалы МБК-2014. – Деньги и кредит, 20014, №8, с.10-19. Глазьев С. О таргетировании инфляции. – Вопросы экономики, 2015, №9, с.1-12. Дискуссия об инфляционном таргетировании. – <http://www.newworkfed.org/CfCBSWEB/disgroup2004q.html>.

інфляційна динаміка може визначатись адміністративними заходами державного управління та фінансової політики (шокова зміна житлово-комунальних тарифів), що взагалі зможе суттєво порушити інфляційні тенденції⁵⁶.

У процесі економічних реформувань **висхідні країни на початкових етапах** зазвичай надають перевагу **таргетуванню обмінного курсу** (фіксованого режиму чи режиму досить жорсткої прив'язки до резервної валюти). Поступово, **разом з інституційним зміцненням**, країни дедалі більше зорієнтовуються на підвищення валютної гнучкості (зокрема, через систему курсових коридорів), а з тим і **посиленні управління інфляцією**. Лише успішні висхідні країни можуть собі дозволити відмову від курсоутворення і перехід до «повноцінного» інфляційного таргетування.

Монетарне таргетування, яке активно почало застосовуватись у **провідних розвинутих країнах** у 1970-х роках, означає, що центральний банк країни, виходячи з макроекономічних прогнозів, насамперед реального зростання, зайнятості та інфляції, визначає динаміку **розширення пропозиції грошей** – зростання монетарних агрегатів (найчастіше грошової бази або монетарної маси). Цим, *по-перше*, досягається висока незалежність центрального банку в коригуванні пропозиції грошей (яку ще й легко контролювати) залежно від обсягів виробництва, зайнятості тощо. *По-друге*, посилення відповідальності центрального банку перед бізнесом і громадянами за впровадження раціональної монетарної політики (неможливість «переведення стрілок» на зовнішні обставини).

Серед складнощів реалізації політики монетарного таргетування виокремлюється необхідність мати міцні державні інститути, постійний високий рівень довіри до центрального банку, наявність стійких взаємозв'язків між монетарними та іншими головними макроекономічними показниками та індикаторами.

НБУ, відмовившись від таргетування обмінного курсу, як вказувалось, не надав належних накреслень політики, яка б заслуговувала на довіру з боку громадян та бізнесу. При цьому, НБУ знехтував важливими пересторогами, на які неодноразово наголошували міжнародні фахівці. Так, зокрема, вважається визнаним, що, **якщо держава відмовляється від контролю курсової динаміки** національного грошової одиниці, то **валютні ринки опиняються під вплив валютних спекулянтів**⁵⁷. Якщо ж **при цьому центральний банк країни розширює рефінансування банків**, нібито для забезпечення їх ліквідності, **проте не забезпечує належний контроль** використання наданих ресурсів, то ситуація на валютному ринку стає зовсім неконтрольованою і **може призвести до повної дезорганізації економічних механізмів**⁵⁸. Що в Україні й не забарилося і проявилось в найгіршому своєму варіанті наприкінці лютого 2015р., коли міжбанківський курс перевищував 30 грн./\$1. (І тільки жорсткі адміністративні заходи НБУ і фактична заборона міжбанківського ринку дозволила на початку березня повернути курс до рівня 22-24 грн./\$1.)

Безсистемність заходів НБУ складає враження, що керівництво центрального банку не належним чином враховує монетарні і макроекономічні зв'язки, особливості економічної відкритості, можливості впливу монетарних інструментів на економічне зростання і розвиток тощо. Без, хоча б часткової відповіді на

⁵⁶ Див. також статтю О.Устенка та М.Зименка «Взаємопосилення інфляційних та девальваційних процесів в Україні: визначення причин та шляхи їх усунення», розміщену в цьому виданні.

⁵⁷ Глазьев С. О таргетировании инфляции. – Вопросы экономики, 2015, №9, с.1-12.

⁵⁸ За таких умов валютні ринки стають над прибутковими і фактично всі вільні ресурси спрямовуються на досягнення спекулятивних вигод. Звичайно, ні про які потреби реального сектору чи забезпечення його ресурсами не йдеться.

подібні питання, спроби запровадження окремих елементів монетарної політики для забезпечення стабілізації і надалі стійкого розвитку можуть призвести до **поглиблення рецесійних процесів**.

Макроекономічні та монетарні взаємозв'язки для випадку України.

Нагадаємо, як вказувалося раніше, передаткові механізми між макроекономічними складовими та індикаторами зможуть стати основою економічної політики за умови свого коректного визначення. В іншому випадку неадекватна «передача» може лише посилити дестабілізацію і поглибити кризові прояви.

Насамперед, нагадаємо, що згідно з основним рівнянням кількісної теорії грошей, обіг грошей в економіці забезпечує виробництво та дохід країни. Більш формально, це визначається як:

$$P * Y = M * V,$$

де P – ціновий індекс, Y – реальний ВВП, M – грошовий агрегат (монетарна база, грошова маса), V – швидкість обігу монетарного агрегату.

Позначивши $\Delta...\%$ як процентну зміну відповідного параметру: $\Delta P\%$ – визначають темпи інфляції (подані в процентах), $\Delta Y\%$ – зміну (зростання чи зниження) реального ВВП, $\Delta M\%$ і $\Delta V\%$ – зміну в нарощуванні грошового агрегату та швидкості його обігу, відповідно. Тобто, у форматі відносних змін:

$$\Delta P\% + \Delta Y\% = \Delta M\% + \Delta V\%$$

передаткові
механізми (канали)

Наведена форма саме вказує на механізми впливу динаміки монетарних агрегатів (запроваджуваних органами грошово-кредитного регулювання) на можливі зміни в динаміці реального сектору та інфляції (для спрощення часто вважають швидкість обігу відносно сталою величиною). Так, нарощування пропозиції грошей (монетарна експансія) означає, що вказаний приріст може або прискорити реальне економічне зростання (бажаний канал впливу), або ж зростання цінового індексу, тобто посилити інфляційні процеси (вельми небажаний канал). Складність ситуації полягає в тому, що передатковий канал до реального зростання вкрай «вузький» і вразливий, значною мірою залежить від раціональних дій влади. Через інфляційний канал додаткові гроші легко трансформуються у вищі ціни. А у випадку зниження реального ВВП (зміна має негативне значення), темпи інфляції можуть навіть випереджати темпи нарощування грошової бази чи маси.

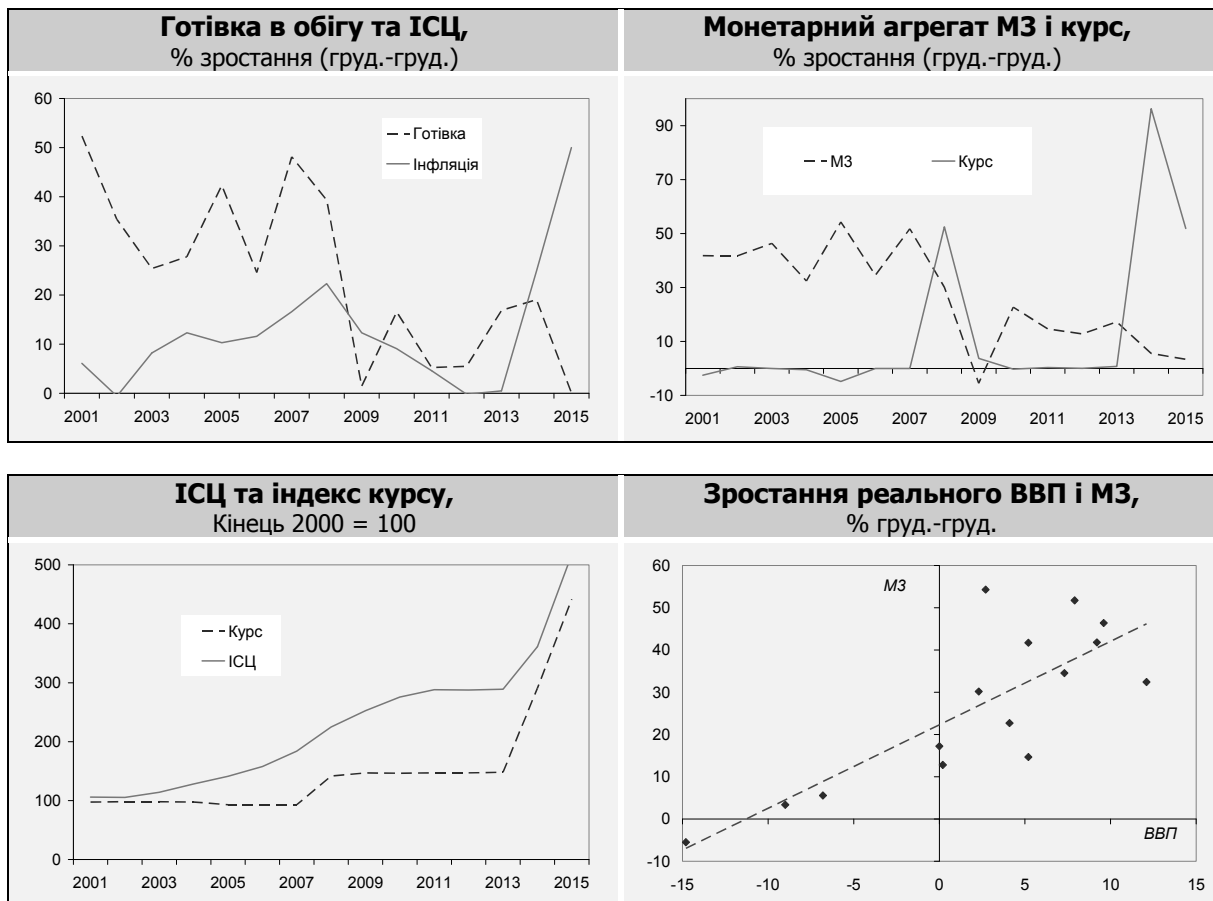
Тому в контексті інфляційного таргетування для України акцентуємо **увагу на монетарних змінних**. Насамперед, зазначимо, порівняння динаміки пропозиції грошей безпосередньо з інфляційною динамікою вказує, що **нарощування грошових агрегатів** (у т.ч. готівки) **не мало помітного впливу на інфляційну динаміку** (зокрема, ІЦЦ), тобто готівкова емісія не має визначального впливу на темпи інфляції в Україні (діаграма «Готівка в обігу та ІЦЦ»⁵⁹). В докризовий період значною мірою це пов'язувалося тим, що певну частку зароблених коштів населення вкладало в купівлю нерухомості та товарів довгострокового користування, що не мало суттєвого впливу на споживчі ринки. В останні ж два роки, поряд із заморожуванням заробітних плат і доходів

⁵⁹ Тут і далі в цьому розділі, якщо не вказано інше, використані дані НБУ. – <http://www.bank.gov.ua>.

населення суттєво зросли житлово-комунальні тарифи, що навіть в умовах монетарних обмежень спровокувало стрімке зростання інфляції.

Оскільки в Україні практикувались різні рівні фіксації валютного курсу, то й пропозиція грошей була відірвана від курсової динаміки. Між тим, після кожного валютного шоку НБУ *postfactum* вдавався до значних монетарних обмежень – різкого скорочення пропозиції грошей (діаграма «Монетарний агрегат М3 і курс») (жодних упереджуючих заходів не вживалося).

Водночас, кожен валютний шок (2008р., 2014-2015рр.) провокував новий довгостроковий інфляційний тиск, що означало стрімке розкручування інфляційних тенденцій у середньостроковій перспективі, причому рівень інфляції виявлявся помітно вищим порівняно з рівнем знецінення гривні (діаграма «ІСЦ та індекс курсу»)⁶⁰. Тобто **Україна має високу інфляційну вразливість до курсових шоків**. Такі диспропорції ставали додатковим чинником посилення доларизації української економіки, оскільки саме в купівлі іноземної валюти населення вбачало відносно надійний засіб збереження власних заощаджень⁶¹.



Утім, певні макроекономічні зв'язки виявилися досить значимими. Як не дивно, вагомою **складовою реального економічного зростання стало монетарне розширення** (діаграма «Зростання реального ВВП і М3»). Монетарне ж звуження, яке мало б переслідувати макроекономічну стабілізацію, фактично не мало впливу на інфляційну динаміку (діаграма «Готівка в обігу та ІСЦ»), проте суттєво гальмувало динаміку реального ВВП. Так, для випадку України з початку століття суттєве зростання реального ВВП (7-10%) досягалось у ті роки, коли

⁶⁰ Що означало реальне здороження гривні, а з цим – і погіршення конкурентоспроможності з додатковими втратами для платіжного балансу.

⁶¹ Чому НБУ не справляється з інфляцією? –

<http://news.finance.ua/ua/news/-/364268/chomu-nbu-ne-spravlyayetsya-z-inflyatsiyeyu>.

грошова маса зростала на 40-50%. Обмеження ж зростання грошової маси (нижче 10%) пов'язувалось із значним падінням реального ВВП (діаграма «Зростання реального ВВП і МЗ»). Тому й **нинішнє монетарне звуження**, мало впливаючи на інфляцію (у 2015р. перевищила 43%), насамперед, **є гальмом відновлення** та економічного зростання.

Поряд з цим, не спостерігається жодних видимих впливів і базової процентної ставки НБУ, яка за інфляційного таргетування має відігравати ледь не провідну роль. Можна лише вказувати на те, що процентні ставки на міжбанківському кредитному ринку достатньо чутливі до курсової динаміки і нарощуванні девальваційного тиску – їх суттєве зростання у період посилення тиску і тенденції до зниження після курсового шоку⁶² (діаграма «Курс і ставка на валютному і кредитному ринках»). Втім, прояви на міжбанківському ринку є короткостроковими фінансовими індикаторами, проте навряд чи можуть слугувати інструментом економічної політики хоча б у середньостроковій перспективі.

Курс (грн./\$1) і ставка на валютному і кредитному ринках



Зазначимо, упродовж II півріччя 2015р. ставки на міжбанківському ринку мають чітку тенденцію до зниження (хоча й вкрай слабкого). Якщо таку тенденцію вдасться підтримати, то, як вказувалось у розділі 3, це зможе слугувати певним позитивним сигналом для інвесторів про обмеження валютних ризиків (постдевальваційних), що, своєю чергою, певним чином приверне увагу до України.

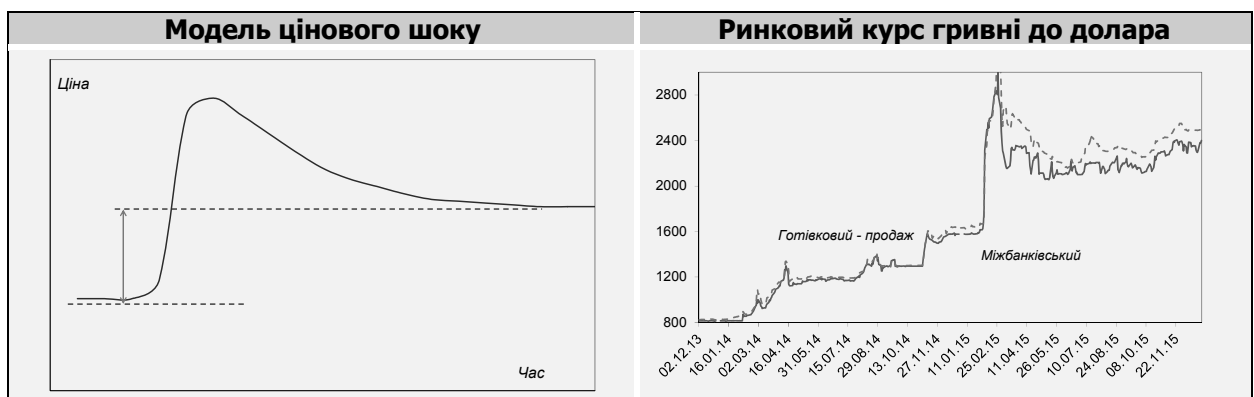
Таким чином, є підстави говорити про **вкрай слабкі взаємозв'язки і взаємовпливи монетарних агрегатів і цінових індикаторів** в Україні. За таких умов стверджувати про надійне «управління» інфляцією через інструменти монетарної політики не зовсім коректно, оскільки зміни в монетарних агрегатах можуть і не призвести до бажаних цінових змін (а тому й не відбуватиметься адекватної і бажаної реакції на застосування політичних інструментів). Водночас, саме **через управління пропозицією грошей можна досягати економічного зростання** навіть за наявності відносно високої інфляції⁶³. Тому й нинішні **спроби НБУ монетарного «управління»** інфляційними процесами з ігноруванням потреб монетарного стимулювання

⁶² Що, як вказувалось у розділі 2, є достатньо характерним для подібних взаємозв'язків.

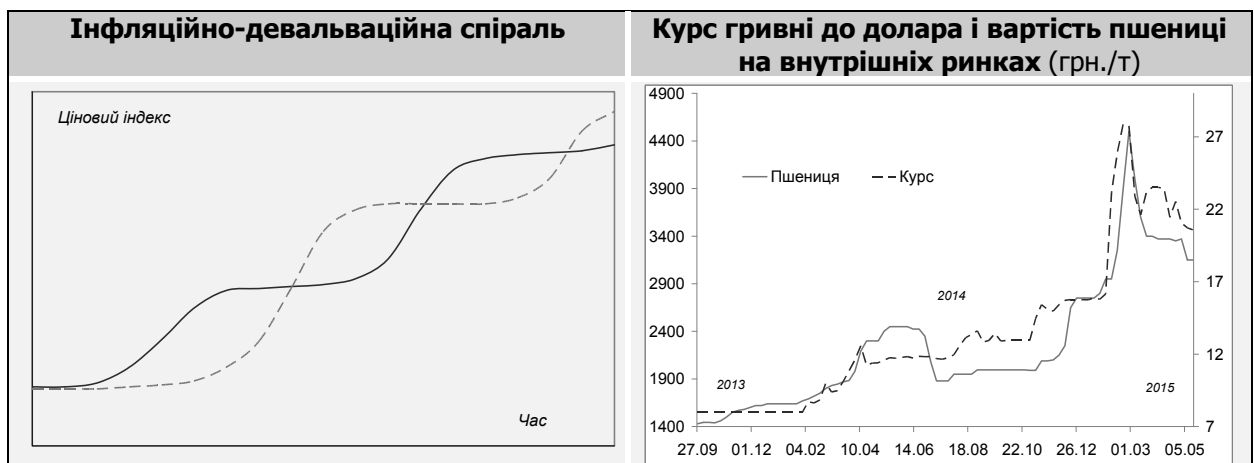
⁶³ Цей висновок для України не є чимось надзвичайним. Чимало країн, зокрема Казахстан і Туреччина, досягали високих темпів зростання реального ВВП в умовах помірної інфляції. У подібних випадках інфляція розглядається як «плата» за економічне прискорення (і навіть «перегрів» економіки) і стрімкі структурні зрушення.

реального сектору **не виглядають вивіреними та результативними й помітно відрізняються** від напрямів розвитку монетарної політики провідних розвинутих та успішних висхідних країн.

Слід зробити два зауваження стосовно додаткових складнощів управління інфляційних складових. *По-перше*, інфляційні процеси часто розпочинаються шокним зростанням вартості одного з «базових» товарів (або групи товарів) – за короткий час відповідні ціни можуть збільшитись на десятки процентів. Після вичерпання шокового сплеску ціни можуть почати знижуватись, проте таке зниження матиме поступовий і повільний характер (рисунок «*Модель цінового шоку*»). Більше того, навіть якщо здешевлення і відбувається, то ціни практично ніколи не повертаються до вихідного рівня. Така шокна динаміка взагалі є характерною для курсової динаміки – зокрема в Україні після девальваційного шоку спостерігається поступове незначне зміцнення гривні, проте новий збалансований курсовий рівень помітно перевищує дошоківий (діаграма «*Ринковий курс гривні до долара*»).



По-друге, вкрай рідко стрімке зростання цін торкається лише малої групи товарів. Найчастіше здорожчання однієї групи провокує випереджаюче зростання цін товарів іншої групи. І далі процес повторюється, навіть якщо зникає чинник початкового цінового шоку, що, зрештою, може перерости у гіперінфляцію. Найчастіше подібне цінове накручування відбувається внаслідок девальваційного шоку, утворюючи спіральний взаємовплив, обмежити який виявляється вкрай важко (рисунок «*Інфляційно-девальваційна спіраль*»).

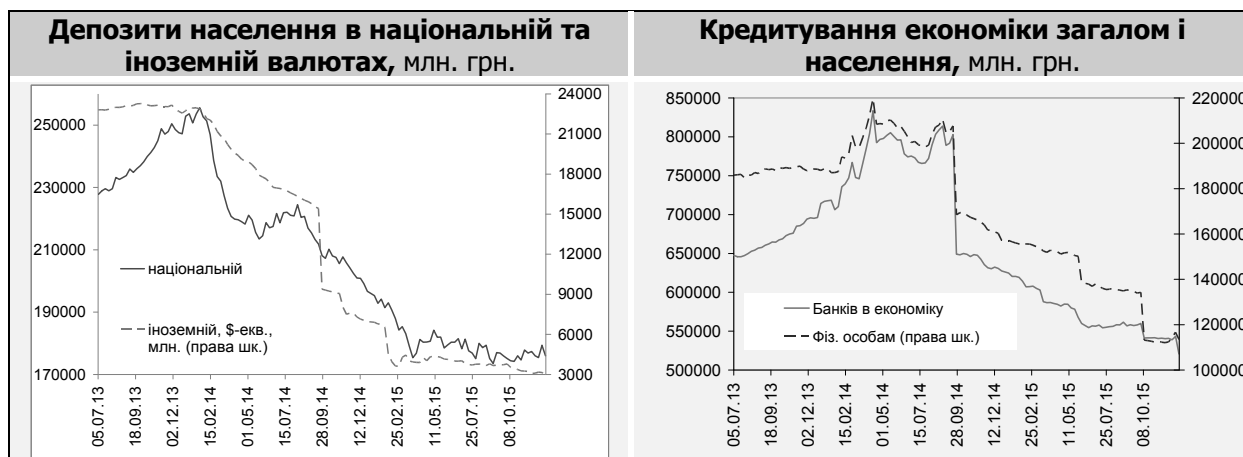


Для України вартість основних біржових товарів суттєво взаємопов'язана з курсовою динамікою (діаграма «*Курс гривні до долара і вартість пшениці на внутрішніх ринках*»). «Приборкання» інфляційно-девальваційної спіралі можливе лише за умови курсової стабілізації. Приклад України також вказує, що за валютної стабілізації можна очікувати й певного зниження індексу цін.

Тобто, **навіть в умовах реалізації політики інфляційного таргетування, центральний банк** має бути готовим вживати першочергових заходів, спрямованих на **приборкання девальвації, і вже на цій основі запроваджувати антиінфляційні монетарні заходи** (що слугує підтвердженням висловленої раніше тези про те, що Україна має високу інфляційну вразливість до курсових шоків).

Кредитні та депозитні ресурси населення. Цінова стабільність в економіці країни значною мірою залежить від довіри населення до власної грошової одиниці, готовності її використовувати в якості засобів заощадження і довгострокового фінансування економічної діяльності. Досить виразно така готовність проявляється через структуру заощаджень і кредитування населення (яке, на відміну від бізнесу, сьогодні практично всю діяльність супроводжує національною грошовою одиницею).

Посилення політичної напруженості, а також наростання валютних дисбалансів спонукало населення до відмови від депозитів і виведення власних заощаджень з банківської системи (частина таких ресурсів спрямовується на готівкові валютні ринки для купівлі іноземної валюти). Упродовж всього 2014р. і I півріччя 2015р. населення виводило власні заощадження з банківської системи (діаграма «Депозити населення в національній та іноземній валютах»). Безумовно, **скорочення обсягів депозитів означає вимивання ресурсної банківської бази для кредитування**, що й призвело до суттєвого зменшення кредитування економіки загалом і населення зокрема (діаграма «Кредитування економіки загалом і населення»). Хоча у II половині 2015р. депозити незначним чином почали повертатись у банківську систему, проте банки, як і раніше, продовжували скорочувати обсяги кредитування. Так, обсяги кредитів у економіку наприкінці 2015р. були майже на 17% меншими, порівняно з початком року, а обсяги кредитів населенню – на 28% відповідних показників.

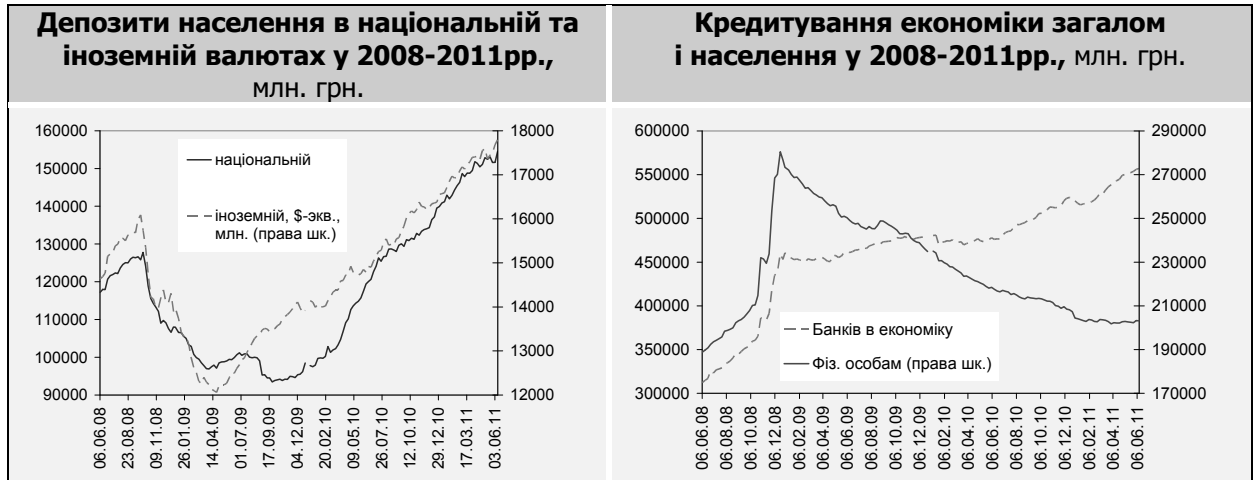


Така ситуація з депозитами і кредитами вказує на продовження глибокої кризи в Україні та помітно відрізняється від ситуації 2008-2009рр. Головна відмінність якраз і демонструє глибину нинішньої кризи – через рік після обвалу 2008-2009рр. розпочалося помітне відновлення депозитної системи. Сьогодні ми не можемо говорити про тенденції (нехай і слабкі) повернення коштів населення до банківської системи.

Нагадаємо, в докризовий період (до середини 2008р.) рівні депозитів фізичних осіб і кредитування фізичних осіб були досить близькими (180-190 млн. грн.). У період кризи, внаслідок втрати довіри до української банківської системи, населення вивело з банків значні ресурси (діаграма «Депозити населення ... у 2008-2011рр.»). Після курсової переоцінки (шокова девальвація з 5 до 8 грн. за долар США) восени 2008р. заборгованість населення за кредитами приблизно

на 30% перевищувала обсяги депозитів населення. З літа 2009р. населення почало відновлювати накопичення в банківській системі, і у II півріччі 2010р. обсяги депозитів (як у національній, так і в іноземній валюті) «наздогнали» відповідні обсяги до кризового періоду.

При цьому, однак, банківська система помітно обмежувала кредитування економіки загалом, а кредитування населення суттєво скорочувалося (діаграми «Кредитування економіки ... у 2008-2011рр.»).



Без повернення довіри до банківської системи не варто сподіватися на повернення коштів до банківської системи, а отже і на її стабільність. **В умовах нестабільності** значна частина гривневих ресурсів населення буде **спрямовуватись на готівкові валютні ринки**, що означатиме постійний девальваційний тиск, з можливими періодичними шоками попиту і курсовими шоками. Наслідком **стане подальша неспроможність НБУ обмежити інфляційні тенденції**, тобто ефективність політики інфляційного таргетування виявиться сумнівною.

Тобто сьогодні для НБУ є вкрай актуальним запровадити хоча б обмежені заходи, які, втім, засвідчували «повагу» до валютних коштів населення, що стало б першим кроком і на шляху **відновлення довіри до центрального банку країни**. Таким напрямом дій може стати **повернення доступу населення до валютних переказів з-за кордону** (насамперед, від українців-емігрантів та українців-заробітчан родинам, які залишились в Україні), які (кошти) переважно використовуються для будівництва і придбання нерухомості або започаткування бізнесу. У 2014р. НБУ запровадив **примусову конвертацію** таких переказів у гривню, що, звичайно, виявилось **згубним для припливу** приватних капіталів в Україну.

Слід нагадати, що попередніми роками саме **перекази для населення з-за кордону** слугували вагомим **джерелом розширення пропозиції валюти** на вітчизняних ринках, а також збалансування платіжного балансу. Так, у посткризовий період до 2012р. обсяги приватних переказів і ПІІ були майже однаковими (таблиця «ПІІ і приватні перекази з-за кордону»). У 2013р. приплив ПІІ суттєво скоротився внаслідок відмови інвесторів від надмірно корумпованого українського політичного та економічного середовища. Проте перекази в Україну продовжувались і саме населення ставало головним «іноземним» інвестором.

ПІІ і приватні перекази з-за кордону,

\$ млрд.

	2012	2013	9 міс. 2014	9 міс. 2015
ПІІ (сальдо)	6,6	3,8	0,3	-2,2
Обсяг переказів	7,5	8,5	5,0	3,4

Однак, починаючи з II півріччя 2014р. і упродовж всього 2015р. обсяги переказів невпинно знижувались⁶⁴, насамперед, внаслідок нераціональної примусової конвертації таких валютних коштів у гривневі «еквіваленти», які вже суттєво втрачали реальну вартість внаслідок девальвації та інфляції. У поєднанні з фактичним відпливом ПІІ, Україна недоотримує суттєві обсяги валютних коштів.

Тому одним з термінових заходів для НБУ має стати зняття обмежень на отримання коштів з-за кордону. Такі валютні кошти **не лише зміцнюватимуть валютне середовище, але й сприятимуть покращенню життєвих стандартів в Україні.**

Про які короткострокові **перспективи гривні 2016р.** можна вести мову? Значна девальвація гривні упродовж попередніх двох років та істотне заниження нинішнього курсу національної валюти відносно паритету її купівельної спроможності в умовах значного рівня обмежувальних монетарних заходів центрального банку дозволяє передбачати, що за відсутності політичних потрясінь значних коливань курсу національної грошової одиниці не буде. Скоріш за все, у 2016р. гривню **вдасться утримати у відносно вузькому коридорі коливань**, верхнє значення якого не перевищить 28 грн./\$1 на кінець року⁶⁵.

Однак обмежені спекулятивні атаки на гривню можливі в умовах збереження дії суто психологічних чинників і насамперед – **глибокої кризи довіри до політики центрального банку**⁶⁶. Ефективність реалізації завдань монетарної та валютної політики істотно залежатиме від спроможності ефективних регулюючих функцій з боку НБУ – як у частині загальної монетарної політики, так і регулювання банківського сектору.

Слід також мати на увазі, що **низка викликів** для стійкості гривні лежить у **фіскальній площині**. Так, залишатимуться високими ризики зростання бюджетних витрат, пов'язаних із значним дефіцитом Пенсійного фонду, капіталізацією державних банків, розширенням обсягів субсидій населенню при помітному зростанні житлово-комунальних тарифів, а також державними вкладеннями в оновлення базової інфраструктури.

Крім того, країна входить у 2016р. з високими рівнями внутрішніх й зовнішніх боргів. Хоча завдяки реструктуризації вдалося дещо змінити структуру зовнішнього боргу, проте сукупний зовнішній борг сягає близько 130% ВВП, і навіть короткостроковий втричі перевищуватиме обсяг валових резервів НБУ. Такі рівні є складними для обслуговування в умовах депресивного економічного стану країни і становлять **потенційну загрозу для стабільності державних фінансів та національної валюти.**

За таких умов, для України **критично важливим є ефективне співробітництво з міжнародними фінансовими інститутами**, що може забезпечити потенційно значні обсяги зовнішнього фінансування, і саме завдяки цим ресурсам можна не лише стабілізувати державні фінанси та знизити зовнішні дисбаланси (в т.ч. валютні), але й прискорити економічні трансформації та соціальний розвиток.

⁶⁴ У 2015р. обсяги переказів скоротилися на третину.

⁶⁵ Україна 2015-2016: випробування реформами. – К.: Центр Разумкова, 2016.

⁶⁶ Докладніше див. статтю М.Мищенко «Ставлення громадян України до проблеми стійкості курсу національної валюти», розміщену в цьому виданні.

Висновки і рекомендації економічної політики

1. Серед важливих світових подій наприкінці 2015р., які впливатимуть на глобальні фінансові, валютні та економічні процеси в середньо- та довгостроковій перспективі, виокремлюється підвищення базової процентної ставки у США. Таке підвищення означає, що капітали отримують стимул до спрямування до ринків США. Звичайно, з цим пов'язуватиметься і здорожчання долара відносно переважної більшості світових валют.

Посилення долара може мати позитивний вплив на експортну спроможність європейських і висхідних ринків, дозволить їм наростити обсяги експорту на ринки США, що є вкрай важливим для зміцнення економік країн євро-зони та висхідних країн, а з тим і посилення стабілізаційних процесів для світової економіки загалом, що, своєю чергою, може прискорити глобальний економічний розвиток.

Поряд з цим, підвищення базової ставки означає і підвищення вартості нових запозичень, насамперед для висхідних країн, а відтак і зростання вартості обслуговування (процентних виплат) за новими боргами, що зменшить непроцентні видатки бюджетів країн-боржників.

Вказані зміни є вкрай важливими для економіки та економічної політики України. Звичайно, зважаючи на кризовий стан вітчизняної економіки вплив капіталів з країни може прискоритись. Проте Україна якраз має шанс отримати помітні вигоди. Це насамперед пов'язано з тим, що Україна має потенціал стати привабливим місцем для капіталів, які вже стрімко утікають з кризової Росії. Для цього Україні необхідно прискорити та посилити системні реформування, які як сприятимуть формуванню належного соціально-економічного середовища, так і стануть зрозумілим сигналом для міжнародних інвесторів.

2. Загалом девальвація має неоднозначний вплив на макроекономічне середовище. Так девальвація може зняти тиск на валютних ринках, що дасть можливість збалансувати не тільки попит і пропозицію валюти, але й стимулювати внутрішнє виробництво та зовнішню торгівлю. Водночас, девальвація може сприйматись як зростання дестабілізаційних виявів, наслідком чого стане підвищення процентної ставки з негативним впливом на виробництво.

Найвагомішими стабілізаційними чинниками виступають кваліфіковане та послідовне застосування інструментів валютної та грошової політики, а також раціональні очікування учасників ринків, які визначають поточні зміни як такі, що ведуть до зміцнення валютного середовища, чи, навпаки, спонукають до його (середовища) розбалансування. Зважаючи на слабкість інститутів, наслідки реалізації неадекватної політики для висхідних країн можуть бути вкрай згубними.

Слабка економічна динаміка, високе боргове навантаження, незбалансованість державних фінансів, низька інвестиційна привабливість – такі особливості української економіки вказують, що найближчими роками країна знаходитиметься під постійним девальваційним тиском, а тому й державну політику слід будувати з урахуванням девальваційних викликів.

3. Інфляція визнається важливим каналом впливу курсової динаміки на реальний сектор. Визнано, що девальвація національної грошової одиниці робить імпорт дорожчим, внаслідок чого в імпортозалежних країнах зростають цінові індекси. Водночас, девальвація через конкурентні товари на зовнішніх ринках і через механізм експортної експансії спричиняє інфляційний тиск також на внутрішні

ринки. Тому навіть якщо девальвація супроводжується витісненням імпорتنих товарів і розширенням попиту на експортні, це зовсім не означає інфляційної стабілізації. Навпаки, інфляційні очікування можуть погіршитись.

Очікування підвищення інфляції змушує економічних агентів підвищувати і вартість капіталів – услід за інфляційними очікуваннями зростатиме випереджаючими темпами і процентна ставка. Що підштовхуватиме і реальну процентну ставку, а відтак (внаслідок ефекту витіснення) – відбуватиметься виведення інвестицій з економіки. Тобто в структурі реального ВВП втрати відбуватимуться не лише внаслідок девальваційно-інфляційних втрат, але й втрат інвестиційних (як складової ВВП за категоріями кінцевого використання).

4. Значне зниження вартості національної валюти може дійсно покращити стан і динаміку рахунку поточних операцій платіжного балансу, стимулюючи розширення експорту та знижуючи імпорт. Однак, водночас, девальвація національної валюти означає подорожчання імпорту, що підриває завдання імпорту інвестицій, знижує критерії ефективності внутрішнього виробництва, а у випадку значної імпортової складової у проміжних виробничих товарах створює інфляційний тиск на виробничих і споживчих ринках. При цьому виникає також небезпека стримування структурних реформуваль, оскільки дозволяє національним неконкурентним товарам і виробництвам знаходитись у виграшному становищі та обмежувати більш ефективний перерозподіл ресурсів.

5. Для інвесторів важливим є розуміння середньо- і довгострокової динаміки валюти країни-отримувача коштів. Тому стійкість курсової динаміки (навіть якщо переважають девальваційні тенденції) для інвестора є набагато бажанішою, ніж висока курсова волатильність (зміни значень курсу і короткострокових тенденцій). Висока курсова мінливість означає зростання інвестиційних ризиків, які або закладатимуться в цінові параметри бізнесу та вироблюваної продукції, або навіть можуть призвести до утікання інвестиційних капіталів з країни.

6. Визначальним для інвесторів, поряд з сприятливими умовами економічної діяльності, є політична визначеність і готовність керівництва країни до деполітизації економічних рішень, а також впровадження прозорих і раціональних правил гри для національних і міжнародних інвесторів.

Як деполітизація економічної діяльності (включно з демонополізацією, децентралізацією, деолігархізацією тощо), так і зниження невизначеності на валютних ринках, у т.ч. недопустимість неконтрольованих інтервенцій центрального банку країни, є вагомими чинниками і складовими стабілізаційної політики, а з тим і економічного зміцнення та зростання.

7. На жаль, система прийняття економічних рішень та їх інституційне закріплення в Україні залишається на вкрай незадовільному рівні. Неочікувана відмова НБУ від курсового якоря, який довгий час слугував базисом стабілізаційної політики, не лише шокувала бізнес і населення, але й спричинила нову хвилю відмови від гривні на користь долара, утікання капіталів, подальше розкручування інфляції, втрату ресурсів для банківської системи тощо. На жаль, було повністю проігноровано те, що серед багатьох країн, які мали серйозні проблеми з девальвацією та інфляцією, успішними в реалізації стабілізаційної політики стали лише ті країни, де заходи (в т.ч. з «таргетування») утворювали систему спеціальних реформуваль, економічного та інституційного спрямування, і лише їх комплексність і послідовність у реалізації дозволяла забезпечувати в країні цінову та макроекономічну стабільність.

8. НБУ, відмовившись від таргетування обмінного курсу, не надав належних накреслень політики, яка б заслуговувала на довіру з боку громадян та бізнесу. При цьому, НБУ знехтував важливими пересторогами, на які неодноразово наголошували міжнародні фахівці. Так, зокрема, вважається визнаним, що, якщо держава відмовляється від контролю курсової динаміки національної грошової одиниці, то валютні ринки опиняються під вплив валютних спекулянтів. Якщо ж при цьому центральний банк країни розширює рефінансування банків, нібито для забезпечення їх ліквідністю, проте не забезпечує належний контроль над використанням наданих ресурсів, то ситуація на валютному ринку стає зовсім неконтрольованою і може призвести до повної дезорганізації економічних механізмів.

Тому, критичними вимогами до керівництва НБУ є створення і публічне представлення системи заходів та інструментів, які дозволять у раціональний спосіб відновити стабілізаційні процеси в країні. НБУ, навіть за умови переходу до т.зв. інфляційного таргетування, має проводити виключно раціональну політику стосовно валютного курсу, поточних і перспективних впливів.

9. В Україні кожен валютний шок (2008р., 2014-2015рр.) провокував стрімке розкручування інфляційних тенденцій у середньостроковій перспективі, причому рівень інфляції виявлявся помітно вищим порівняно з рівнем знецінення гривні. Тобто Україна має високу інфляційну вразливість до курсових шоків. Такі диспропорції ставали додатковим чинником посилення доларизації української економіки, оскільки саме в купівлі іноземної валюти населення вбачало відносно надійний засіб збереження власних заощаджень

Тому навіть в умовах реалізації політики інфляційного таргетування, центральний банк має бути готовим вживати першочергових заходів, спрямованих на приборкання девальвації, і вже на цій основі запроваджувати антиінфляційні монетарні заходи.

10. Слід також мати на увазі, що низка викликів для стійкості гривні лежить у фіскальній площині. Так, в Україні є й залишатимуться високими ризики зростання бюджетних витрат, пов'язаних із значним дефіцитом Пенсійного фонду, капіталізацією державних банків, розширенням обсягів субсидій населенню за помітного підвищення житлово-комунальних тарифів, а також державними вкладеннями в оновлення базової інфраструктури.

Крім того, країна входить у 2016р. з високими рівнями внутрішніх й зовнішніх боргів. Хоча завдяки реструктуризації вдалося дещо змінити структуру зовнішнього боргу, проте сукупний зовнішній борг сягає близько 130% ВВП, і навіть короткостроковий втричі перевищуватиме обсяг валових резервів НБУ. Такі рівні є складними для обслуговування в умовах депресивного економічного стану країни і становлять потенційну загрозу для стабільності державних фінансів та національної валюти.

11. Серед першочергових завдань для України виокремлюється започаткування політики збалансованого зростання і розвитку, забезпечення стійкої купівельної спроможності національної грошової одиниці. Це вимагає пошуку раціональних і збалансованих механізмів валютної, монетарної та фіскальної стабілізації, а такі механізми мають бути адекватно вписані у формування сучасних інституцій забезпечення стійкого зростання і розвитку.

**Вплив девальвації на національний експорт:
системні зміни в сучасному вимірі**

Анатолій Баронін

Директор аналітичної групи «*Da Vinci AG*»

З часів першої хвилі економічної кризи у 2008-2009рр. поступово почали проявлятися ознаки системних змін у впливі девальваційних процесів на експорт та конкурентоспроможність експортної продукції. У результаті, станом на початок 2016р., можна стверджувати, що девальвація національної валюти втрачає вплив на підвищення експортної торговельної динаміки.

Протягом 2015р. центральні банки багатьох країн світу послабили свою монетарну політику в надії, що девальвація національної валюти надасть переваги експортерам та призведе до зростання експорту. Саме перспектива стимулювання економіки через підвищення експорту за рахунок девальвації стала приводом для розмов і попереджень про глобальні війни світових валют.

Зокрема, у зв'язку із зміцненням ієни та євро 18 січня 2016р. агентство *Bloomberg* повідомило про можливе відновлення «глобальної валютної війни», оскільки це може призвести до активізації політики грошово-кредитного стимулювання в Японії і Європі. Наголошувалося, що ієна значно зміцнилася відносно долара втретє за останній місяць, в той час як євро виріс відносно більшості основних валют. Керівник підрозділу з макроекономічної Стратегії *State Street Global Markets* Л.Феррідж заявив, що політика монетарного стимулювання запрацює, якщо ієна зміцниться до \$115, а євро – до \$1,15.

Раніше, в серпні 2015р. Народний банк Китаю (НБК) девальвував курс юаня на 1,9%, що стало найсильнішою регулятивною зміною його курсу з 1994р., коли під час переходу від планових принципів економіки до ринкових він був девальвований відразу на третину. Рішення було зумовлено стурбованістю уряду уповільненням економіки та розрахунком на зростання експорту.

За період з серпня 2014р. по серпень 2015р. **юань подорожчав на 13%** відносно валют основних торговельних партнерів, **але в результаті експорт Китаю в липні 2015р. несподівано знизився на 8,3%**. За твердженням *Oxford Economics*, для поліпшення ситуації в грошовій системі КНР до рівня, що спостерігався на початку 2015р., потрібна девальвація юаня на 10-15%. Але на думку стратега банку *Barclays* Х.Пеппера, зниження курсу мало допоможе експортерам, а дії НБК пов'язані з бажанням зробити юань резервною валютою МВФ⁶⁷. Дії китайського фінансового регулятора, незважаючи на мотивацію, дають підстави стверджувати, що девальвація юаня не призводить до зростання експорту, як прийнято було вважати раніше.

Типовим прикладом того, як суттєва девальвація валюти не призводить до зростання експорту, є Японія. На початку 2013р. Банк Японії започаткував програму стимулювання, що призвела до зниження обмінного курсу щодо американського долара та євро. Ця стратегія була ключовим елементом

⁶⁷ As Economy Slows, China Has Range of Policy-Stimulus Options. – <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-08-03/china-has-bazookas-at-the-ready-as-economy-slows-options-menu>.

японського пакета заходів, спрямованого на зростання економіки після довгострокової стагнації. Втім, послаблення ієни мало незначний вплив на збільшення експорту та не змогло вплинути на японський експорт та відновити економічне зростання.

Аналогічна ситуація відбулася з Європейським центральним банком (ЄЦБ) після рішення про запуск власної програми кількісного пом'якшення (*QE*). Як і у випадку з ієною, євро був послаблений, і на початку 2015р. ЄЦБ очікував, що програма *QE* призведе до економічного прискорення в єврозоні за рахунок зростання експорту. Втім, впливу послабленого євро на стимулювання експорту не відбулося. Навпаки, починаючи з червня економіка єврозони була відкинута зростанням імпорту, в той час, як рівень промислового виробництва не змінився. До аналогічних висновків призводить аналіз ситуації в країнах, які останнім часом демонстрували найбільші показники девальвації: Росії, Білорусі, Молдові, Казахстані, Киргизстані, Туркменістані, Бразилії. Досвід України в період 2008-2015рр. також свідчить про те, що девальвація гривні не тільки не призвела до збільшення обсягів експорту, але й супроводжувалася зниженням його обсягів (діаграма «*Зміни обсягів експорту та валютного курсу*»).

На думку Д.Хенрі і Дж.Помероя – економістів з *HSBC*, – девальвація валют більше не створює такий самий ефект, як раніше. З часу глобальної економічної кризи 2008р. не було знайдено підтверджень того, що хоч якась розвинена країна отримувала перевагу від більш низького обмінного курсу своєї валюти протягом значного періоду часу⁶⁸. Про це також свідчить дослідження Світового Банку, що стосується економік, що розвиваються, і розвинених країн, яке зокрема довело: девальвація валют країнами в період з 2004р. по 2012р. була на 50% менш ефективною щодо впливу на зростання експорту, ніж у період, що передував цим рокам.

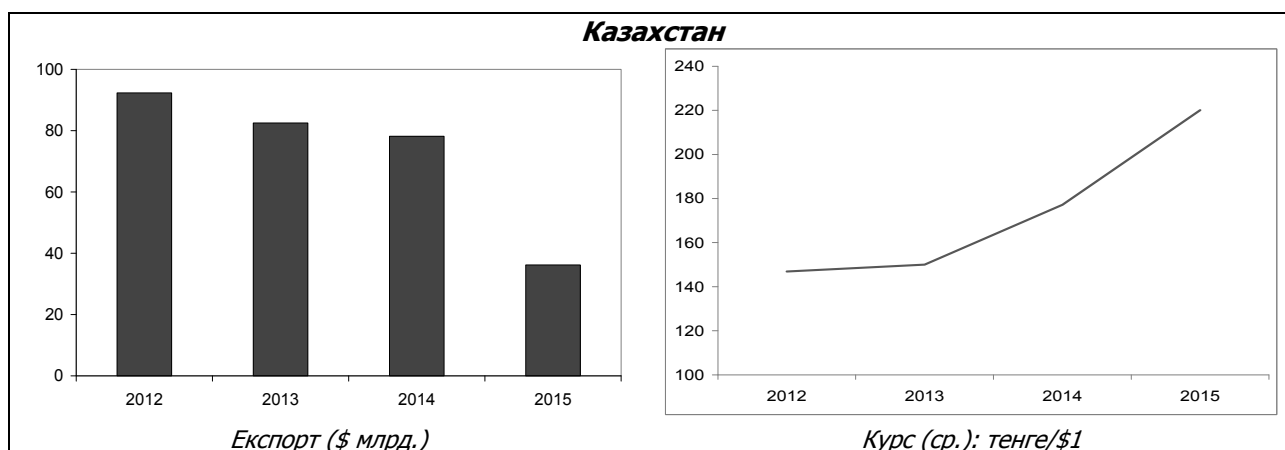
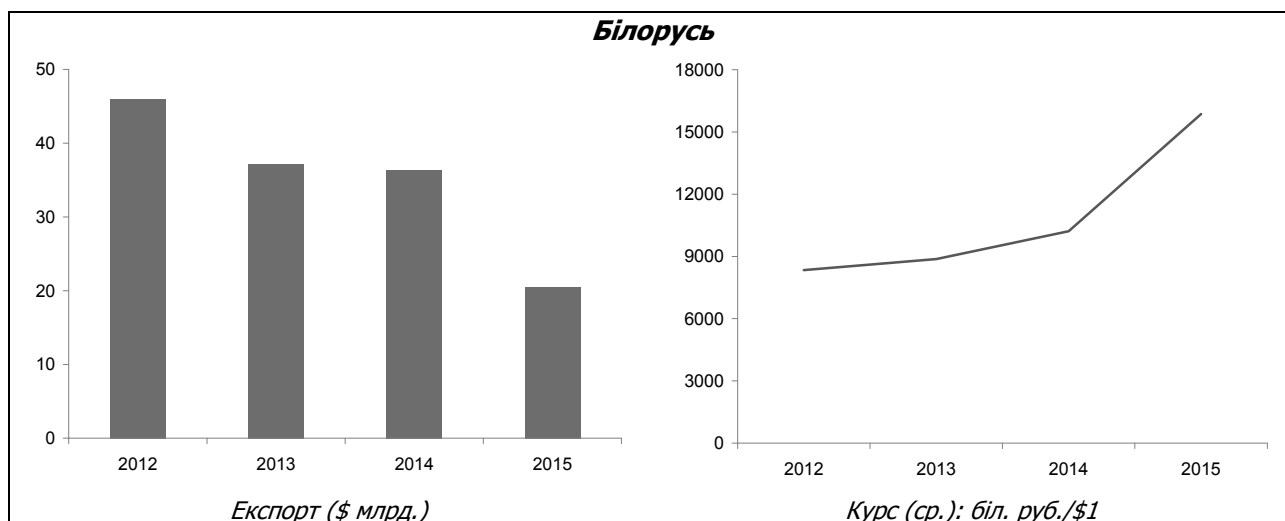
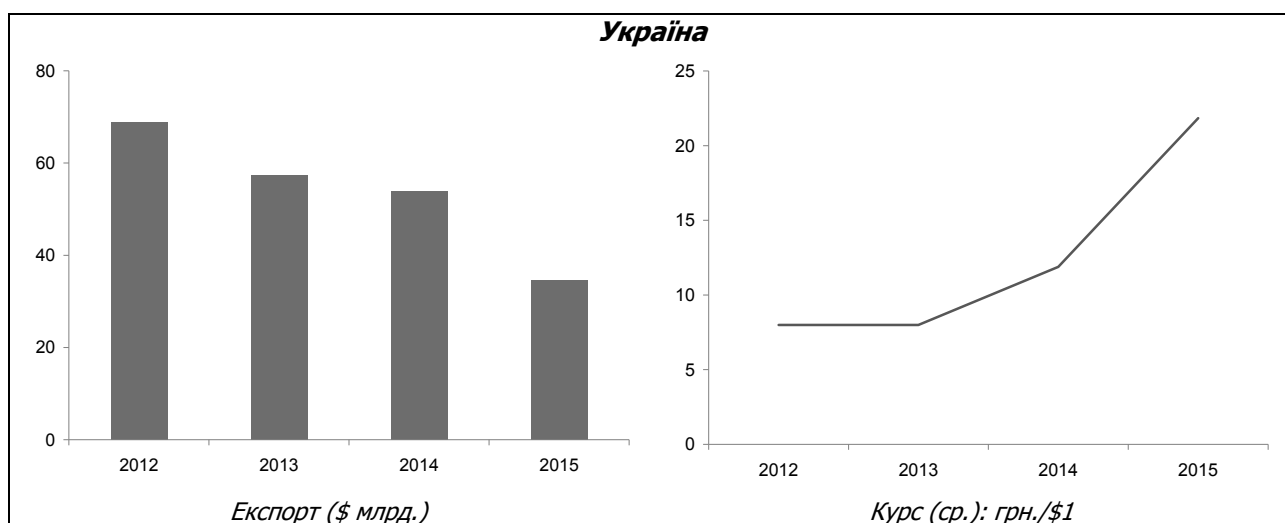
Стимулююча грошово-кредитна політика загалом характеризується двома явищами: зниження процентних ставок збільшує бажання компаній позичати кошти, а обмінний курс, що падає, який, як правило, йде за зниженням процентних ставок, робить товари та послуги більш привабливими в очах іноземних покупців.

У той час, як купівельна спроможність споживачів у деяких країнах падає, зростає необхідність шукати драйвери для посилення економіки на зовнішньому ринку. Втім, **уповільнення глобальної торгівлі є чинником зміни цієї моделі**. Таким чином, конкурентна девальвація може бути як причиною, так і наслідком пошуку стимулів економічного зростання. Бажання скористатися перевагами зовнішнього попиту під час рецесії національної економіки може підштовхнути центральний банк країни до збільшення стимулюючих економіку заходів.

Але Д.Хенрі і Дж.Померой, вказуючи на дослідження Світового Банку, відзначають, що зростання торгового балансу країни, що начебто є результатом зниження курсу національної валюти, досягається переважно за рахунок зниження імпорту. Адже імпорт стає занадто дорогим для споживачів країни, і вони скорочують попит на імпортні товари та послуги. Отже, представники *HSBC* роблять висновок, якщо країни, чії валюти були девальвовані, розглядають збільшення торговельних балансів за рахунок зниження імпорту, що є цілком характерним, то логічно припустити, що зростання експорту буде дуже незначним, або його зовсім не відбудеться. Насправді, експорт міг би зростати у випадку, коли всі країни почали б використовувати механізм девальвації своїх валют в якості механізму стимулювання.

⁶⁸ Countries Looking to Devalue Their Way to Growth Have a Big Problem. – <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-09-24/countries-looking-to-devalue-their-way-to-growth-have-a-big-problem-hsbc-says>.

Зміни обсягів експорту України та валютного курсу



Конкурентна девальвація часто пов'язана з фактором «бідного сусіда», згідно з яким – країні з більш слабкою валютою дістається більший шматок експортного пирога за рахунок іншої країни; така гра характеризується «нульовою сумою» (виграш одного дорівнює програшу іншого).

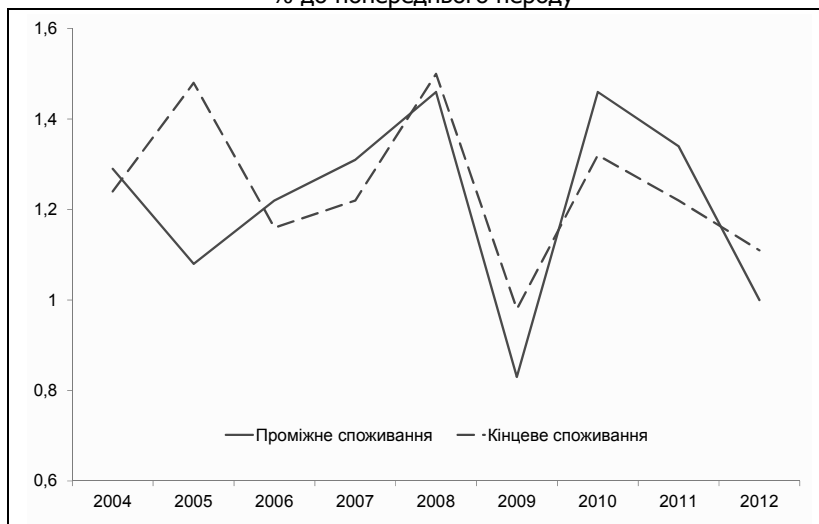
Але економісти з *HSBC* вирішили піти далі, і стверджують, що в підсумку, гра всіх учасників може стати грою з «негативною сумою». «Як мінімум, **слабка валюта може в якийсь момент зняти тиск з уряду в розрізі необхідності проводити структурні реформи, які є життєво важливими для**

зростання економіки в довгостроковій перспективі» – вважають Д.Хенрі та Дж.Померой.

Крім того, за результатами досліджень, волатильність на валютному ринку може також призвести до зростання невизначеності. Іншими словами, девальвація валюти є тимчасовим рішенням. Більш того, слабка валюта провокує компанії зменшувати інвестиції, що сприяє збільшенню продуктивності, зокрема у випадках, коли для цього потрібні імпортовані товари або послуги.

Ключовою причиною того, що девальвація перестає бути драйвером росту експорту є висока імпортоємність національної економіки, тобто потреба в значній кількості імпортованої сировини, матеріалів та енергоносіїв для виробництва одиниці експортної продукції. В середньому в Україні 61,3-69,8% імпортованих надходжень товарів призначені для проміжного використання⁶⁹ (діаграма «*Темпи зростання обсягів імпорту...*»).

**Темпи зростання обсягів імпорту
в проміжному та кінцевому споживанні,
% до попереднього періоду**



Висока імпортоємність основних експортних галузей національної промисловості нівелює економічний ефект від девальвації або, навпаки, зростання курсу національної валюти. Наприклад, виробники можуть отримувати сировину та комплектуючі на більш вигідних для себе умовах, однак зростання витрат на проміжну продукцію інших галузей національної економіки та оплату праці може змусити експортерів підняти ціни на свої товари. Аналогічно девальвація національної валюти, з одного боку, дозволяє знизити ціни на кінцеву продукцію, але з іншого – робить більш дорогим імпорт, що призводить до зростання витрат на виробництво. Зростання курсу національної валюти викликає зниження обсягів експорту, а у випадку її девальвації – збільшення обсягів експорту для тих галузей, у структурі витрат яких частка оплати праці перевищує частку імпортованої сировини та матеріалів.

У тих же експортоорієнтованих галузях, де частка витрат на імпортовану сировину та енергоресурси є великою (таблиця «*Структура імпорту в Україну за видами економічної діяльності*»⁷⁰), такі ефекти є різноспрямованими – але впливають на конкурентоспроможність національних виробників, можуть тією чи іншою мірою врівноважувати один одного та робити вплив курсового чинника на динаміку експорту незначним. Оцінюючи більш конкретно вплив зміни курсу національної

⁶⁹ Мельник Т., Пугачевська К. Імпортоспоживання в Україні: масштаби та тенденції. – Вісник КНТЕУ, 2014.

⁷⁰ Там само.

валюти на експорт тієї чи іншої галузі слід враховувати такі її характеристики, як повні витрати імпорту на виробництво одиниці кінцевої продукції та частка імпорту у витратах на виробництво одиниці кінцевої продукції.

Структура імпорту в Україну за видами економічної діяльності,
 % (2012р.)

Вид діяльності	Проміжне споживання	Кінцеве споживання		Валове нагромадження	
		Домашні господарства	Загальне державне управління	Валове нагромадження основного капіталу	Зміна запасів матеріальних оборотних коштів
Сільське, лісове та рибне господарство	47,01	49,53	0,05	3,54	-0,13
Добувна промисловість і розроблення кар'єрів	96,3	4,46	0,42	0,00	-1,18
Виробництво харчових продуктів, напоїв та тютюнових виробів	25,32	73,98	0,03	0,00	0,67
Текстильне виробництво одягу, шкіри, виробів зі шкіри та інших матеріалів	14,97	85,31	0,37	0,00	-0,64
Виготовлення виробів з деревини, паперу та поліграфічна діяльність	89,47	11,69	0,03	0,00	-1,19
Виробництво коксу та продуктів нафтопереробки	89,80	10,14	0,01	0,00	1,45
Виробництво хімічних речовин і хімічної продукції	96,41	2,14	0,01	0,00	1,45
Виробництво основних фармацевтичних продуктів і фармацевтичних препаратів	58,07	39,18	0,23	0,00	2,52
Виробництво гумових і пластмасових виробів та іншої неметалевої продукції	91,33	6,29	0,02	0,00	2,36
Виробництво металів та готових металевих виробів, крім машин та устаткування	98,6	0,53	0,00	0,92	-0,06
Виробництво комп'ютерів, електронної та оптичної продукції	30,01	29,09	0,04	32,96	7,90
Виробництво електричного устаткування	36,2	24,87	0,05	37,64	1,24
Виробництво машин і устаткування, не віднесені до інших угруповань	35,25	0,00	0,01	64,65	0,09
Виробництво автотранспортних засобів, причепів, автопричепів	24,01	13,08	0,00	62,91	-0,01

У результаті, можна зробити висновок, що **чим вищою є частка імпорту в повних матеріальних витратах, тим значніше зниження курсу національної валюти позначиться на зростанні цін на кінцеву продукцію галузі**. Це, своєю чергою, вплине на обсяги продажів даної продукції на тих зарубіжних ринках, де ціна відіграє основну роль у формуванні попиту.

Поставки продукції галузей з високою часткою імпорту в повних матеріальних витратах за кордон не можна стимулювати за рахунок девальвації національної валюти, оскільки їх висока потреба в проміжному імпорті зводить нанівець позитивний вплив курсового чинника. Лише невисока частка імпорту в повних витратах дозволить за зниження курсу національної валюти зробити їх продукцію дешевшою для іноземного споживача і збільшити обсяги експорту.

Існування лінійної залежності між коливаннями валютного курсу та імпортоємністю означає, що зміна номінального курсу національної валюти в той чи інший бік призводить до відповідної зміни імпортоємності галузі. Таким чином,

чим вищою є імпортоємність галузі у вартісному вираженні, тим суттєвіше вона виросте при девальвації і знизиться при його зростанні, і, навпаки, в галузях з низькою імпортоємністю коливання курсу не мають істотного впливу на вартість витрат проміжного імпорту. При зміцненні валюти найбільш швидке зниження імпортоємності відбуватиметься в тих самих галузях. Проте одночасно із здешевленням імпорту для виробника дорожчають сировина, матеріали та комплектуючі вітчизняного виробництва, а також видатки на оплату робочої сили. Викликане цим зростання витрат експортерів може призвести до зниження їх рентабельності або до втрати тих ринків, де основним чинником конкурентоспроможності їх товарів є ціна.

Таким чином, **структура експорту країни безпосередньо визначає вплив девальваційних процесів** на обсяги експорту та конкурентоспроможність експортних товарів. В економіках, де експортні галузі мають найвищий рівень імпортоємності девальвація викликає скорочення експортних поставок через зростання витрат основних виробників на продукцію проміжного імпорту, що веде до подорожчання експортної продукції. Зміцнення валюти, навпаки, робить проміжний імпорт дешевше для національних виробників, але подорожчання інших складових витрат – проміжних товарів, що вироблені в тій же країні, та робочої сили – нівелюють або взагалі усувають ефект від його здешевлення.

Останніми десятиліттями бурхливий розвиток отримали глобальні ланцюги доданої вартості (ЛДВ), які стали новим драйвером світової торгівлі та інвестицій і спровокували різке зростання торгових потоків. Так, наприклад, частка імпорту у французьких експортних товарах зросла до 25% в 2011р. порівняно з 18% у 1995 р., віддзеркалюючи аналогічні зміни в Європі (таблиця «*Частка імпорту у виробництві експортних товарах окремих країн*»⁷¹).

Частка імпорту у виробництві експортних товарах окремих країн, %

	1995	2000	2005	2008
Корея	24	33	38	43
Філіппіни	31	46	46	42
В'єтнам	24	30	35	40
Малайзія	40	43	42	38
Таїланд	30	35	38	38
Китай	12	19	36	33
Мексика	27	32	31	31
Німеччина	19	24	26	28
Франція	18	24	25	27
Індія	10	13	20	24
Італія	22	25	27	23
ПАР	12	16	17	21
Японія	7	10	14	19
США	8	9	12	15

Двома ключовими умовами успішного розвитку ЛДВ в країні є сприятливий бізнес-клімат і довготривала стратегія залучення іноземних інвестицій⁷². Дослідження МВФ⁷³ свідчить про існування стійкої тенденції, що полягає у швидкому поширенні ЛДВ, в рамках яких товари, що пересуваються між країнами, проходять складний шлях через напівфабрикати від сировини до готових виробів. Активне поширення ЛДВ багато в чому обумовлено прогресом

⁷¹ Banga R. Measuring value in global value chains. UNCTAD, Background paper №RVC8. – http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/ecidc2013misc1_bp8.pdf.

⁷² Cattaneo O., Gereffi G., Staritz C. Global Value Chains in a Postcrisis World. – World Bank, 2010.

⁷³ Ahmed S., Appendino M., Ruta M. Global Value Chains and the Exchange Rate Elasticity of Exports. IMF Working Papers, WP/15/252. – <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2015/>.

в області транспорту, зв'язку та інформаційних технологій. Участь у ЛДВ дозволяє країнам піти від необхідності створення повного циклу виробництва аж до готових виробів, налагоджуючи замість нього більш доступний їм випуск компонентів або виконуючи окремі виробничі операції. Це істотно розширює можливості збільшення експорту, освоєння новітніх технологій, залучення іноземних інвестицій. Таке явище в міжнародному поділі праці отримало відображення в новому понятті: «*from Trade-in-Goods to Trade-in-Tasks*» (від торгівлі товарами до торгівлі завданнями/операціями).

За твердженням авторів дослідження, про значення «ланцюгів» для глобальної економіки говорить той факт, що їх розвиток позначається на зниженні стимулюючих ефектів від девальвації національних валют. Досвід 46 країн, охоплених дослідженням, доводить, що еластичність реального ефективного курсу до експорту з 1990-х по кінець 2000-х знизилася з 1,1 до 0,6 – «премія» на фінальних продуктах істотно нівелюється подорожчанням проміжного імпорту. У зв'язку з цим можна очікувати, що підвищена волатильність валютних курсів і фінансових ринків, що спостерігається останнім часом, стане серйозним стимулом для зміни конфігурації ЛДВ. Цьому також сприятимуть посилення конкуренції юрисдикцій у сфері захисту інтелектуальної власності та інвестицій, вплив регулятивних заходів на повну вартість «ланцюжків», тенденція до «решорингу» в розвинених економіках і можливе скорочення проміжного імпорту Китаєм.

Проте, зміна складу учасників у ряді ЛДВ може лише підвищити стійкість їх загальносвітової архітектури, що охоплює макрорегіональних виробників і продавців послуг Північної Америки (у т.ч. в рамках НАФТА) і Європи, а також глобальні ланцюги, що беруть початок у західному крилі АТР (Східна та Південно-Східна Азія) і закінчуються в ЄС і США. На думку члена ЄЦБ Б.Кюре, разом з тим, як країни стають дедалі більше вертикально інтегрованими в ланцюги доданої вартості, зміни валютних курсів матимуть дедалі менше значення в контексті впливу на міжнародну торгівлю». Він підкреслив, що цей процес зменшить роль валютних змін, як «шокових абсорбентів», що спрямовують глобальний попит у напрямі від сильних до слабких економік.

Висновки. Використання девальваційних інструментів з метою стимулювання експорту стає можливістю для країн, що мають низький рівень імпортоємності. Галузі з високою імпортоємністю, нарощуючи експорт, не можуть значно впливати на сальдо торговельного та платіжного балансу через те, що приплив валюти, який забезпечений продажем додаткової одиниці їх продукції, супроводжується її відтоком при здійсненні імпорту проміжних товарів. Для досягнення і підтримки позитивного сальдо торговельного та платіжного балансу необхідно змінити наповнення експортних потоків.

Для отримання інструменту впливу на підвищення конкурентоспроможності товарів на зовнішніх ринках через інструмент девальвації національної валюти необхідне зниження імпортоємності експорторієнтованих галузей виробництва. Втім, можна твердити, що в нинішніх умовах економіки України використання девальваційних інструментів для стимулювання експорту не буде ефективним. Щоб девальвація зробила позитивний, стимулюючий вплив на економіку, необхідно одночасно запускати механізми, що забезпечують зростання номінальних доходів населення, зняття бар'єрів на шляху експорту, скорочення транзакційних витрат та активне імпортозаміщення.

Водночас можна констатувати, що подальша девальвація національної валюти буде негативно впливатиме на конкурентоспроможність українського експорту через високі показники імпортоємності, що призводитиме до скорочення обсягів валютних надходжень у країну, а також вірогідність втрати певних регіонів світового ринку.

Какой режим валютного курса нужен Украине

Эрик Найман,

Управляющий партнер компании *Capital Times*

Поиск ответа на вопрос в части валютной политики – какой режим валютного курса нужен Украине – относится к важнейшим и является задачей данной статьи. И первым шагом на пути ее решения является понимание того, какую цель преследует выбранный режим валютного курса и валютная политика в целом.

Стоит отметить, что понятная и предсказуемая валютная политика является неотъемлемой частью позитивной инвестиционной привлекательности страны. Отсутствие же таковой (валютной) политики – усиливает экономическую неопределенность, стимулирует отток капитала и повышенную нестабильность валютного курса и, как следствие, провоцирует хроническую слабость национальной валюты, а также высокую стоимость кредитования, как в иностранной, так и в национальной валюте. Итак, цель валютной политики и выбранного в ее части режима валютного курса является создание благоприятных условий для стабильного экономического роста Украины.

Следует разделять валютную политику (I) развитых стран с рыночной экономикой, (II) развивающихся стран и (III) стран с переходной экономикой (от административно-командной к рыночной экономике). Украина уже 25 лет является страной с переходной экономикой. Поэтому основной упор в этом исследовании сделан на группе стран с переходной экономикой, к которым, в первую очередь, относятся европейские бывшие социалистические страны и бывшие советские республики.

Режимы валютного курса стран с переходной экономикой. В апреле 2011г. МВФ опубликовал отчет, в котором выделил три группы и 10 видов режимов валютных курсов (таблица «*Режимы валютного курса*»)⁷⁴.

Итак, на выбор каждой страны сегодня предлагается три основных группы режимов валютной политики:

- плавающий обменный курс;
- переходной режим обменного курса;
- фиксированная привязка к одной или корзине свободно плавающих валют.

Развитым странам с рыночной экономикой характерна валютная политика *свободного плавающего курса*. Эта политика была внедрена в 1976-1978гг. по Ямайской валютной системе. Именно в этот период был завершен переход от политики фиксированных обменных курсов к плавающим обменным курсам и, соответственно, произошел окончательный отказ от золотого стандарта.

Для развивающихся стран и стран с переходной экономикой характерно использование всех прочих валютных режимов. При этом, как правило, используется или режим *ограниченного плавающего курса*, или *фиксированная привязка* к одной или корзине свободно плавающих валют, или *смешанная переходная модель*.

Украине, в силу неразвитой экономики, незавершенного процесса трансформации от командно-административной к рыночной и слабости

⁷⁴ Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions. – <https://www.imf.org/external/pubs/>.

государственных институтов (в первую очередь в части защиты прав инвесторов) свободно плавающий курс не подходит.

Режимы валютного курса по классификации МВФ

Режим валютного курса	Классификация МВФ	Примеры стран
Режимы плавающего курса		
Плавающий курс	<i>Floating</i>	Бразилия, Грузия, Молдова, Румыния, Турция, ЮАР, Индия
Свободно плавающий курс	<i>Independently floating</i>	США, Еврозона, Польша, Австралия, Канада, Великобритания, Япония
Переходные режимы		
Режим стабилизированного курса	<i>Stabilised arrangement</i>	Гондурас, Вьетнам, Македония, Белоруссия, Украина
Фиксированный курс с возможностью корректировки	<i>Crawling peg</i>	Никарагуа, Ботсвана, Узбекистан
Прочие режимы с возможностью корректировки курса	<i>Crawl-like arrangement</i>	КНР, Казахстан, Аргентина, Хорватия
Фиксированный курс в рамках горизонтального коридора	<i>Pegged exchange rate within horizontal bands</i>	Тонга
Прочие режимы управляемого курса	<i>Other managed arrangement</i>	Сингапур, Нигерия, Малайзия, Россия
Режимы фиксированного курса		
Курсовой режим без отдельного законного средства платежа	<i>Exchange arrangement with no separate legal tender</i>	Эквадор (USD), Зимбабве (USD), Черногория (EUR), Андорра (EUR)
Режим валютного управления или валютного совета	<i>Currency board arrangement</i>	Гонконг, Болгария
Прочие ориентированные режимы фиксированного курса	<i>Other conventional fixed peg arrangement</i>	ОАЭ, Саудовская Аравия, Дания

Фиксированная привязка к одной или корзине свободно конвертируемых валют должна осуществляться в отношении валют основных торговых партнеров. Для Украины с первого дня независимости таким партнером была Россия. Однако российский рубль не является свободно конвертируемой валютой и поэтому привязка гривны к нему автоматически означала бы принятие всех слабостей, присущих экономике России. Также следует отметить отличие интересов Украины и России в отношении цен на энергоносители. Так, России выгодны как можно более высокие цены на энергоносители и в такие периоды реальный курс рубля укрепляется. И если бы гривна была твердо привязана к рублю, то она тоже бы укреплялась. Однако Украине невыгодны высокие цены на энергоносители. И в период высоких цен на нефть и газ гривна, из-за привязки к рублю, оказывалась бы значительно переоцененной, а негативное сальдо торгового баланса росло до критических величин.

Нечто похожее и произошло в 2011-2013гг., когда мировые цены на нефть и газ были очень высокими, а цены на черные металлы – основной экспортный товар Украины в те годы – наоборот, снижались. Украина за это время де-факто фиксированного курса гривны относительно доллара США на уровне 8 грн/\$1, а относительно российского рубля в узком коридоре 0,24-0,28 грн./рос.руб. потеряла более \$14 млрд., или треть валютных резервов. Одним из следствий такой недальновидной валютной политики фиксированного курса гривны стало начало кризисных явлений в экономике Украины уже в 2011г.

Так как курс российского рубля зависит от динамики цен на нефть и газ, а экономические интересы Украины в отношении цен на энергоносители противоположны интересам России, то привязка гривны к рублю вредна. Тем более, что Россия сама является страной с переходной экономикой, а ее

государственные институты слабы. Опирайтесь на слабую валюту, да еще и с противоположными интересами, крайне опасно.

Привязка гривны к доллару США также является необоснованной, так как внешнеторговые связи Украины и США минимальны. Например, за январь-ноябрь 2015г. доля США во внешней торговле Украины товарами составила лишь 2,55%.

Фиксированная привязка гривны к единой европейской валюте евро также малоэффективна – доля стран Еврозоны во внешней торговле Украины товарами в январе-ноябре 2015г. составила 21,4%. Этого мало для привязки к евро.

Кроме того, фиксированная привязка не застрахована от «человеческого фактора», так как такой режим находится в ручном управлении руководства страны и центрального банка. Накопленные со временем дисбалансы вызывают валютный кризис, который может перерасти в банковский и даже экономический кризис. Именно это и произошло в Украине в 2014г. как следствие длительного удержания фиксированного курса гривны к доллару на заведомо низком уровне вопреки экономическим реальностям.

Таким образом, валютная политика фиксированной привязки к одной или корзине свободно плавающих валют, также как и свободно плавающий курс, Украине не подходит.

А значит, остается найти другой вариант сначала переходной модели режима валютного курса, а затем – либо остаться в этом режиме, либо перейти к плавающему обменному курсу (не свободно плавающему, а просто плавающему).

Сейчас МВФ рекомендует, а НБУ взял за цель перехода к режиму плавающего курса с таргетированием в виде инфляции. Такой режим внедрен в Грузии, Бразилии, Венгрии, Израиле, Румынии, Турции, ЮАР, Индии и еще многих развивающихся странах. Кроме таргетирования инфляции есть еще вариант таргетирования денежными агрегатами, но он применяется редко и в сравнительно небольших экономиках (Монголия, Кения, Афганистан и ряд других стран).

Инфляционное таргетирование. Инфляционное таргетирование не может заменить валютную политику, так как имеет разные цели. Так, для инфляционного таргетирования главная цель – поддержание заданного низкого уровня инфляции (обычно не более 4-5%). Однако на показатели инфляции оказывают влияние множество факторов не монетарного характера, которые не подконтрольны центральному банку.

Инфляция в большой степени является результатом:

- бюджетной политики и объема бюджетного дефицита;
- налоговой политики (повышение косвенных налогов одномоментно повышает инфляцию);
- динамики тарифов на жилищно-коммунальные услуги, газ для населения;
- динамики цен на мировых сырьевых рынках, в первую очередь энергоносителей и сельхозпродукции;
- динамики развития национальной экономики.

Таким образом, центральный банк имеет ограниченные возможности по управлению и поддержанию заданного уровня инфляции исключительно монетарными методами. Тем временем центральный банк обычно воздействует на экономическую динамику через монетарные инструменты, включая учетную ставку и ставку по депозитным сертификатам (в случае Украины).

Однако, например, центральный банк не имеет возможности влиять на динамику цен на мировых рынках. Повышение процентных ставок в качестве реакции на скачок цен на мировом рынке, если от такого повышения не выигрывают экономические субъекты страны (например, повышение цен на нефть для нефтедобывающих стран), лишь ухудшает ситуацию в национальной экономике.

Например, в случае скачка цен на нефть ухудшится торговый баланс страны, что потребует снижения курса национальной валюты для ограничения объемов импорта и выравнивания торгового баланса. Однако это инструмент валютной политики, а не монетарного воздействия на экономику.

Наоборот, повышение учетной ставки с целью снизить созданную под внешним воздействием роста мировых цен на нефть инфляцию улучшит инвестиционную привлекательность национальной валюты и сдержит ее ослабление. А это негативно отразится на торговом балансе и усилит дисбалансы в экономике. Более того, повышение учетной ставки в этом случае негативно ударит по экономике из-за ужесточения условий кредитования для всех субъектов хозяйствования, что негативно отразится в том числе на экспортном потенциале и импортозамещении. Последнее уже ведет к долгосрочному негативному воздействию на национальную валюту. К слову, избыточная девальвация никак не помогает нарастить экспорт и лишь воздействует на противоположную часть торгового баланса – приводит к резкому сокращению импорта.

Политика инфляционного таргетирования вынуждает центральный банк ужесточать монетарную политику и в «хорошее» время перегрева национальной экономики и в «плохое» во время экономического кризиса. Для сравнения, центральные банки развитых стран прибегают к ужесточению монетарной политики только в хорошем случае перегрева экономики. А в плохое время экономического спада напротив, проводят меры монетарного смягчения и стимулирования.

Классический монетарный инструмент развитых стран – через изменение учетной ставки и последующее автоматическое изменение процентных ставок по депозитам, кредитам и облигациям – может быть использован развивающимися странами и странами с переходной экономикой со значительными ограничениями.

Так, во время экономического спада монетарное стимулирование в развивающейся стране обычно приводит к бегству капитала, девальвации национальной валюты и раскручиванию высокой инфляции, что требует быстрого ужесточения монетарной политики.

Если разделить все время экономической динамики на три состояния – сильный рост, умеренный рост и спад, то можно сделать следующий вывод (см. таблицу «Виды монетарной политики центральных банков двух различных систем»). В двух из трех случаях центральный банк развивающейся страны с режимом инфляционного таргетирования вынужден ужесточать монетарную политику, а времени для монетарного стимулирования практически нет.

**Виды монетарной политики центральных банков
двух различных систем**

Экономическая динамика	ЦБ развивающейся страны с политикой инфляционного таргетирования	ЦБ развитой страны с политикой свободного плавающего курса
Сильный рост	Более жесткая	Более жесткая
Умеренный рост	Умеренная	Умеренная
Кризис	Более жесткая	Стимулирующая

То есть фактором ускорения роста национальной экономики в развивающейся стране, которая находится под режимом инфляционного таргетирования, выступают почти исключительно внешние факторы через инструменты торгового баланса либо притока иностранных инвестиций. Внутренние факторы экономического роста подавляются либо жесткой, либо умеренной монетарной политикой.

Итак, политика инфляционного таргетирования не подходит Украине в силу открытости экономики в сфере международной торговли и значительному воздействию на инфляцию огромного количества факторов немонетарного характера.

Взаимодействие рыночного валютного курса, курса по паритету покупательной способности и уровня экономического развития.

Универсальным способом оценить долгосрочную справедливую стоимость национальной валюты является ее сравнение с курсом по паритету покупательной способности (ППС).

При этом имеется тесная корреляция между степенью недооценки национальной валюты и уровнем экономического развития страны, который определяется размером ВВП на душу населения (диаграмма «*Корреляция соотношения курса по паритету покупательной способности к рыночному валютному курсу...*»⁷⁵). Так, чем выше показатель ВВП на душу населения, тем меньше степень недооценки национальной валюты относительно эталона – доллара США. При этом валютные курсы развитых стран, рассчитанные по ППС, редко отклоняются более чем на +/-20% относительно доллара, курс которого принят за 1.

Только развитые страны могут себе позволить относительно справедливое соотношение рыночного валютного курса национальной валюты и курса по ППС.

Исключение из этого правила составляют несколько островных государств: Вануату, Соломоновы и Маршалловы острова, Микронезия, Тувалу, Папуа-Новая Гвинея, Тонга, Самоа, Кирибати, Палау, Барбадос, Багамы.

Развивающиеся страны вынуждены прибегать к традиционному инструменту слабой национальной валюты для создания конкурентных преимуществ для национальных экспортеров и иностранных инвесторов. То есть слабая национальная валюта компенсирует плохой инвестиционный климат в стране.

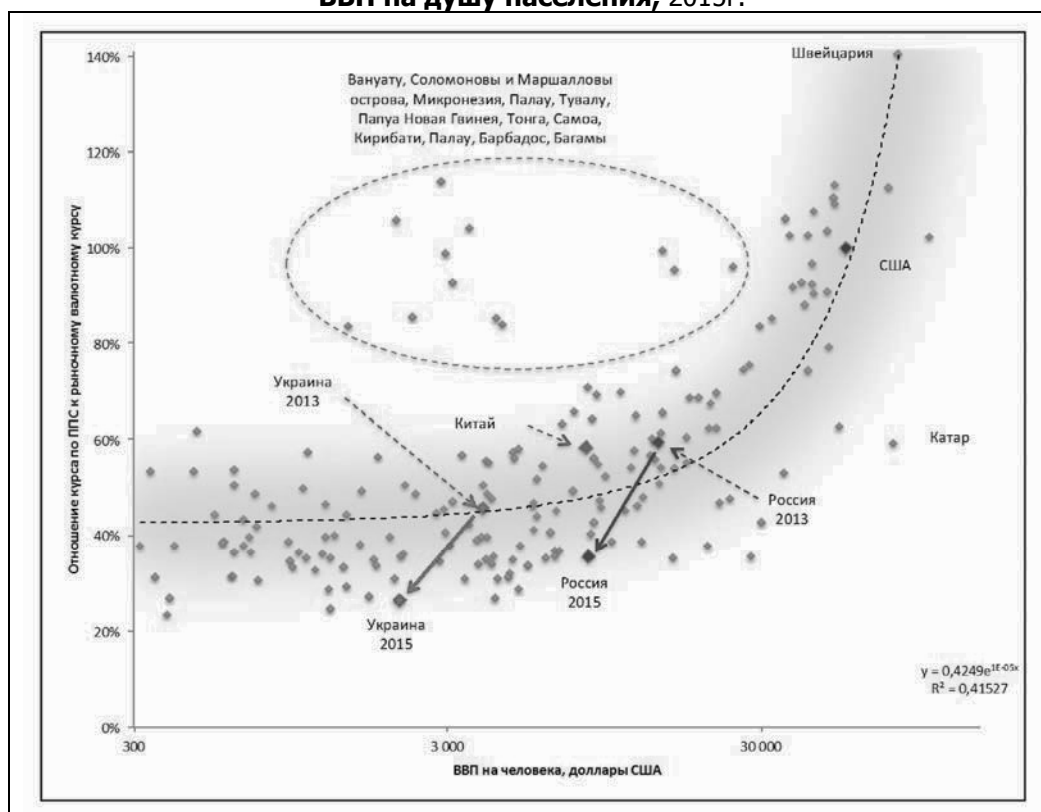
Следует отметить, что иностранные инвесторы готовы инвестировать в развивающиеся страны только если видят доходность гораздо выше доходности в развитых странах. Эта разница – плата за риск. Риск же порождается неэффективным государственным управлением – судебной и налоговой системой, коррупцией и т.п.

Коррупция оказывает негативное воздействие не только на экономику, но и на валютный курс. Ведь коррупционеры предпочитают полученные взятки в иностранной валюте для последующего вывода за рубеж. Состоятельные лица развивающихся стран также стремятся конвертировать хотя бы часть своих доходов в валюты развитых стран для обеспечения сохранности части своих капиталов.

Негативное отношение к национальным валютам развивающихся стран формирует традиционный существенный отток капитала из развивающихся стран в развитые страны и поддерживает слабость национальных валют через ухудшение платежного баланса.

⁷⁵ Источник данных: МВФ. Расчеты автора.

Корреляция соотношения курса по паритету покупательной способности (ППС) к рыночному валютному курсу относительно ВВП на душу населения, 2015г.



Например, изменение валютной политики Китая, произошедшее 11 августа 2015г., и последовавший за этим переход от стабильного курса юаня к плавающему привело к бегству в сентябре 2015г. из Китая рекордной суммы в \$194,3 млрд. Всего отток капитала из Китая в 2015г. составил около \$1 трлн., в т.ч. в декабре \$158,7 млрд. То есть большая часть оттока капитала из Китая пришлось на период после дестабилизации валютного рынка. Именно изменение валютной политики привело к таким последствиям. И, даже несмотря на сохранение огромного положительного сальдо торгового баланса (\$603 млрд. в 2015г.), Народный банк Китая был вынужден потратить более \$300 млрд., или около 10% своих валютных резервов на интервенции с целью не допустить перехода девальвации юаня в неконтролируемую и паническую.

Китайские власти прекрасно понимают, что паника на валютном рынке дестабилизирует финансовую систему страны и затем ударит по ослабленному мировым экономическим кризисом и сменой модели собственного экономического роста национальной экономике. Неконтролируемая девальвация создает экономике новые проблемы.

Хроническая слабость валют развивающихся стран и стран с переходной экономикой формирует отношение международных инвесторов и собственных состоятельных граждан к таким валютам – недоверие и конвертация полученных доходов в валюты развитых стран.

Для сокращения разрыва между курсом по ППС и рыночным курсом, то есть формирования более справедливого курса национальной валюты, необходим экономический рост. Есть и обратная зависимость – девальвация национальной валюты снижает уровень экономического развития и показатель ВВП на душу населения.

В любом случае, только богатая страна получает возможность справедливо оценить курс своей национальной валюты. Отсюда главным источником силы национальной валюты и инструментом ее укрепления может являться хороший инвестиционный климат.

Выводы. Валютная политика центрального банка развивающейся страны и тем более страны с переходной экономикой должна быть прогнозируемой.

Центральный банк должен иметь достаточно как рыночных, так и административных рычагов воздействия на валютный рынок и умело их применять.

Центральный банк развивающейся страны и страны с переходной экономикой не может самоустраниться от воздействия на валютный рынок.

Плохой инвестиционный климат способствует оттоку капитала из страны, а любой намек на снижение курса национальной валюты мультиплицирует этот эффект.

С целью долгосрочной стабилизации валютного курса и его сближения с курсом, рассчитанным по паритету покупательной способности, необходимы институциональные реформы и благоприятный инвестиционный климат.

Свободно плавающий обменный курс для валюты развивающейся страны и страны с переходной экономикой вреден и неэффективен. Такой режим валютного курса возможен лишь для валют развитых стран.

Инфляционное таргетирование обречет Украину на низкие темпы экономического роста.

В случае перехода к политике инфляционного таргетирования гривна окончательно утратит статус валюты сбережений и оставит за собой исключительно функцию валюты расчетов.

Монетарная политика должна поддерживать высокие темпы экономического роста (из расчета ВВП на душу населения, в долларах США), что и обеспечит сильную национальную валюту.

Украине стоит стремиться к переходу на режим плавающего (не свободно плавающего) обменного курса под контролем Национального банка и избежать возвращения к режиму фиксированного обменного курса.

На переходный период до проведения полноценных институциональных реформ НБУ будет вынужден сохранить большую часть валютных ограничений. Снятие последних снова дестабилизирует валютный рынок и лишь ухудшит экономическую ситуацию.

Переход к режиму плавающего обменного курса должен быть задачей не одного центрального банка, а всего Кабинета Министров и других государственных ведомств через обеспечение предельного дефицита госбюджета в размере не более 2% ВВП, стимулирующей деловую активность налоговой политики, гарантий соблюдения и защиты прав всех инвесторов, проведения других необходимых для достижения быстрого экономического роста реформ.

Валютная политика Украины в меняющемся мире

Тантели Ратувухери,

Старший аналитик *Empire State Capital Partners*

В начале 2014г. вследствие угрозы полного истощения валютных резервов Национальный банк Украины (НБУ) принял решение отказаться от жесткой привязки гривны к американскому доллару, и заявил о переходе к гибкой системе формирования официального курса национальной валюты на основе результатов торгов на межбанковском валютном рынке.

Валютная ситуация после «Майдана». Политические события начала 2014г. спровоцировали значительный ажиотаж спроса на валюту на наличном рынке, массовый отток капитала из банковской системы и из страны в целом. По данным НБУ, чистая покупка валюты населением в 2014г. составила \$2,4 млрд. Отток валютных депозитов из банковской системы составил почти \$12 млрд., из которых около \$2,1 млрд. средств юридических лиц и \$9,3 млрд. населения. А вывод инвестиционных средств из страны, по данным Госкомстата, составил почти \$13 млрд.

Обострило ситуацию ухудшение торгово-экономических отношений с Россией, приведшее к сокращению доли этой страны в общем объеме экспорта Украины с 23,2% до 17,7%, что также негативно повлияло на товарооборот с другими странами Таможенного союза.

Отток валюты из страны только частично компенсировался притоком за счет международной финансовой помощи. Усиление же странового риска Украины в связи с политической нестабильностью, военным конфликтом на Востоке страны и резким ухудшением платежеспособности страны и ее экономических субъектов, закрыло международные рынки капитала для Украины⁷⁶.

В этой ситуации, национальная валюта обесценилась на 49,3% в течение 2014г. Попытка же удержания валютного курса гривны в январе-феврале 2014г. потребовала \$3,46 млрд. валютных резервов. В целом, в I половине 2014г., НБУ потратил \$4,4 млрд. на валютные интервенции, 51% которых ушло на поддержание государственного нефтегазового монополиста НАК «Нафтогаз Украины» (*Нафтогаз*). Во II половине года валютные интервенции центробанка удвоились – до \$8,8 млрд., из которых 75% пришлось на поддержку *Нафтогаза*⁷⁷. Таким образом, свыше 60% валютных интервенций НБУ на межбанковском рынке было направлено на поддержку национальной нефтегазовой компании.

Помимо этого, в 2014г. НБУ истратил \$1,8 млрд. на пополнение валютной ликвидности банковской системы. В общей сложности, чистая интервенция Национального банка на валютном рынке в 2014г. достигла \$12,3 млрд., в 4 раза превысив соответствующий показатель 2013г. – \$3,1 млрд.

Как следствие, по состоянию на начало 2015г., валютные резервы Украины составили лишь \$7,5 млрд., потеряв за год около \$13 млрд.⁷⁸ (или 63,2% своего объема на начало 2014г.) (диаграмма «Изменение банковских валютных депозитов и резервов НБУ»). Политика использования валютных резервов для

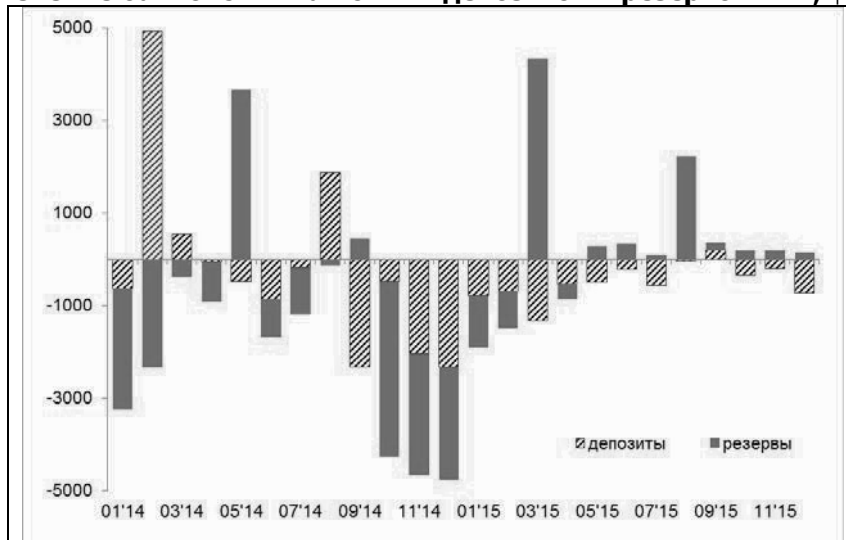
⁷⁶ Річний звіт НБУ за 2014р. – <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=17568764>.

⁷⁷ Річний Звіт НБУ, 2014.

⁷⁸ Включая выделенные ресурсы на погашение государственного долга в иностранной валюте. Следует также отметить, что в конце 2014г. в рамках антикризисной политики, регулятор ввел требование обязательной продажи 75% валютной выручки субъектов внешнеэкономической деятельности, а также ограничил срок расчетов по внешнеэкономическим контрактам 90 днями.

решения краткосрочных текущих задач осуществлялась и в I половине 2015г., пока не было принято окончательное решение отстранить *Нафтогаз* от льготного валютного финансирования центральным банком страны.

Изменение банковских валютных депозитов и резервов НБУ, \$ млн.



Отсутствие долгосрочной валютной стратегии и неопределенность целей все еще ограничивает валютную политику НБУ бессмысленным накоплением валютных резервов, сглаживанием краткосрочных колебаний валютного курса, а также непрозрачным предоставлением валютной поддержки тем или иным субъектам внешнеэкономической деятельности и правительства.

Что же касается валютного режима, то далее гибкой политики курсообразования в сторону свободного плавания, речь не идет. Валютный режим и валютное регулирование в целом призваны оберегать экономику от целого ряда рисков, в т.ч. рисков закредитованности экономики, чрезмерного внешнего заимствования, валютного кредитования внутреннего рынка, переоценки национальной валюты, а также дефицита текущего счета платежного баланса⁷⁹. В целом, НБУ «справился» с проблемой переоценки национальной валюты, ценой раскручивания инфляции и ограничения экономического роста. Однако большинство проблемных задач по-прежнему требуют решений.

Кредитование экономики. Если до начала кризиса 2008г. внешние заимствования рассматривались как рычаг и катализатор развития внутреннего рынка банковского кредитования, то после его (кризиса) начала банки перестали выполнять функцию кредитования. И, сегодня, банки все еще не включились в кредитование реального сектора. Тенденция же последнего полугодия 2015г. показывает усиление спроса на валютные кредиты со стороны компаний, в то время как портфель гривневых кредитов продолжает сокращаться.

Большой вес валютного кредитования. Банковская система, вопреки благим намерениям Национального банка, так и не решила проблему давления валютных кредитов на свой баланс. На конец 2015г., валютные кредиты все еще составляли 46% кредитного портфеля банковской системы в гривневом эквиваленте. При этом их доля у населения составляет почти половину банковских займов физических лиц. В условиях нарастания спроса на валютное кредитование, в первую очередь со стороны корпоративного сектора, банковская система, не освободившись от предыдущих валютных проблем, рискует войти в очередную валютную «яму».

⁷⁹ Ghosh A., Ostry J., Saeed Qureshi M. Managing the exchange rate: It's not how much, but how. – <http://www.voxeu.org/article/managing-exchange-rate>.

Чрезмерное внешнее заимствование. В условиях дефицита поступления валюты по торговым счетам, Национальный банк в последнее время стимулирует привлечение валюты банками и субъектами внешнеэкономической деятельности за рубежом, подавляя при этом рынок гривневых ресурсов (в рамках антиинфляционной политики), что к тому же противоречит декларируемой политике дедолларизации экономики.

Несмотря на дискуссии о переоценке украинской валюты, среди финансистов, и, прежде всего, со стороны регулятора, так и не было четко озвучено реальное значение гривны, ее стоимостные маяки.

Дефицит текущего счета платежного баланса. Помимо чисто производственного фактора, проблема дефицита текущего счета связана с неспособностью найти реальный баланс между экспортерами и импортерами. Время от времени, в зависимости от баланса лоббистских сил берет верх валютная политика, которая благоприятствует то импортерам (переоцененная гривна), то экспортерам (политика слабой гривны). В целом же, в стране преобладает политика благоприятствования экспортерам, следовательно, слабой (недооцененной) гривны. Валютный контроль стал компенсатором отсутствия внятной макроэкономической и финансовой политики, инструментом калибровки рынка и экономики.

Промежуточное, антикризисное валютное решение Национального банка может облегчить решение ряда задач, в т.ч.: снижение доли валютного кредитования, ограничение объема внешнего заимствования банков, преодоление проблемы закредитованности экономики (если таковое есть), закрытие дефицита текущего счета платежного баланса, а также стимулирование экономического роста.

В то же время, нынешняя политика не решает вопрос фискального дефицита и задолженности правительства, валютного и банковского кризиса. В 2014-2015гг. эти вопросы решались преимущественно за счет международной помощи и официальных кредиторов Украины, а также за счет денежной эмиссии и раскручивания инфляции. Также крайне неопределенными выглядят перспективы банковской системы. Так, с начала 2014г. и до ноября 2015г. из 180 банков 60 прекратили свою деятельность. И такой процесс сокращения банковской системы обещает продолжаться в 2016г.

Таким образом, после начала экономического роста, стабилизации торгового баланса и валютного рынка, Национальному банку предстоит оперативно менять свою валютную и резервную политику, чтобы, скорее всего, перейти к разновидности политики свободного плавания гривны для недопущения повторного дефолта страны, бюджетного фискального, валютного, и финансового кризисов. В целом же, выход из фиксированного курса является необходимым условием для решения задачи стимулирования экономического роста. Собственно фиксированный курс, который искусственно поддерживал сильную гривну, подрывал среднесрочные и долгосрочные перспективы национальной экономики, и давал только временные, спорадические всплески экономического оживления, в частности после начала финансово-экономического кризиса 2008г.

Изменения валютной политики в 2014-2015гг. К 2014г. в мировых финансах в основном завершился переход валютных резервов из статуса инструмента обеспечения валютного курса и выполнения внешних обязательств государства в статус его (государства) кредитоспособности. Программа сотрудничества Украины с МВФ, утвержденная в 2014г., вписывается в новые реалии. И для формирования такого инструмента Украина теперь вынуждена всеми мерами обеспечить увеличивающийся объем валютных резервов. Такая цель достигается посредством интенсивного наращивания государственного долга (через заимствования). В Программе расширенного финансирования

Украины с МВФ предполагается финансирование около \$40 млрд., из которых более \$18 млрд. является заимствованием в целях увеличения валютных резервов. Тем самым, валютные резервы направляются всецело на выполнение внешних обязательств, оставляя проблему валютного курса второстепенной.

С 5 февраля 2015г. НБУ перешел к политике гибкого курса национальной валюты. Регулятор выравнивал официальный курс с курсом, который формируется на межбанковском рынке таким образом, что «курс определялся на основе спроса и предложения». Таким образом, НБУ отменил систему двух параллельных, валютных курсов, снизив возможность спекулировать на разнице в курсах между валютными сегментами, и закрыв канал черного и коррумпированного рынка, который образовался на стыке между валютными резервами НБУ и валютным рынком.

Тем не менее, жесткое регулирование операций покупки и продажи (в особенности, продажи) валюты на рынке означало фактически, что НБУ только перешел на более утонченную, скрытую политику ручного валютного управления. В общем, валютные ограничения приводят к заниженному курсу и высокой волатильности национальной валюты⁸⁰. Усиление валютного регулирования связано с сохранением фиксированного или квазификсированного курса, а также со слабым успехом в реализации политики инфляционного таргетирования.

Валютная политика НБУ в 2014-2015гг. оказалась направленной преимущественно на обслуживание внешнего долга. Такое смещение политики оставило задачи обеспечения экономики на втором плане, и привело к дискриминации экономических субъектов. НБУ ввел политику обязательной продажи до 75% валютной выручки компании от внешнеэкономических операций на межбанковском рынке.

Покупка валюты (по сути обратный выкуп) затруднялся ограничительными мерами регулятора. Вместе с этим, НБУ вел политику жесткого контроля над передвижением капитала, регулируя внешнеэкономическую активность компаний и доступ покупателей на межбанковский рынок. Эти ограничения стали причиной отказа экспортирующих компаний завозить валюту в страну.

Валютная политика НБУ должна была обеспечивать сильные позиции гривны для того, чтобы защитить валютные балансы банков, избежать удорожания внешних (валютных) долгов государства и банков, избежать удорожания критического импорта для предприятий. Однако, такая политика противоречит целям корректировки внутренних цен к рыночно обоснованным.

При этом, валютная и денежная политика НБУ должна была переориентироваться на инфляционные показатели. Для того чтобы сдерживать рост цен, НБУ прибегает к стандартным методам ограничения роста денежной базы и повышения учетной ставки. В течение года регулятор последовательно поднимал дисконтную ставку (и ставку рефинансирования), фактически разорвав всю кредитную цепочку от рефинансирования национального банка, через банковскую систему, до субъектов хозяйствования, и обратно. Центральный банк существенно сократил объем рефинансирования банков, и интенсивно забирал ликвидность с рынка за счет своих депозитных сертификатов. За 2015г. регулятор предоставил ликвидность банкам в объеме 61,4 млрд. грн., изъяв через свои депозитные сертификаты свыше 2 849,2 млрд. грн. Девальвация же гривны привела к существенному сокращению спроса на валюту на внутреннем рынке, дополнительно сузив оборот и ликвидность рынка.

⁸⁰ Fratzscher M. Capital Control and Foreign Exchange Policy. – European Central Bank, 2012.

Однако инфляционная спираль имела в своем основании не столько монетарные, сколько административные и производственные причины. С одной стороны, речь идет о реальном падении объема производства в стране вследствие событий на Востоке и в Крыму. С другой, административные решения о повышении цен на природный газ, электричество, отопление, транспорт, а также на другие регулируемые тарифы провоцировали инфляцию. Попытки сбалансировать рост цен за счет монетарной и валютной политики только сводили на нет результаты этих усилий и сдерживали деловую активность.

В целом, можно было предполагать, что ужесточение валютного контроля должно было предоставить пространство для маневров (и время для передышки) правительства для запуска необходимых экономических реформ. Однако, помощь западных стран и финансово-экономических институтов не стимулировали правительство в направлении ускорения реформ.

Учитывая, что более или менее свободное обращение валютных средств лежало в основе бурного роста кредитного рынка перед началом экономического кризиса 2008г., постоянные попытки НБУ ужесточить валютное регулирование не содействовали решению проблемы кредитования экономики. Более того, ужесточение валютного регулирования нисколько не остановило бегство капитала, как из банковской системы, так и из страны в целом. За девять месяцев 2015г., почти \$2 млрд. инвестиций было выведено из Украины, сократив объем инвестиций в страну на 3,3% с начала года. По сути, ужесточение валютного регулирования, контроль над передвижением капитала не решает вопрос волатильности финансового счета платежного баланса. А ужесточение валютного регулирования не оправдано в условиях слабости кредитного рынка, и спада экономики (по сути из экономического обращения выпала самая ценная часть инвестиционных средств), несмотря на то, что оно может быть адекватно ситуации роста инфляции и сокращения производства⁸¹.

В то же время, политика девальвации национальной валюты в 2014-2015гг. практически не спасла внешнюю торговлю от падения. Она, скорее всего, обострила начавшееся падение, причиненное ослаблением внешнеторгового потенциала страны из-за устойчивого снижения цен на основные статьи экспорта Украины, на фоне сокращения реального объема вследствие потерь активов в оккупированных территориях, а также потерь рынка в России по причине торгово-экономической войны между двумя странами. Более того, структура экономики Украины, в самом деле, делает малоэффективным использование валютной политики в качестве стимулятора внешней торговли, исходя из монополистической структуры ее внешнеэкономической части.

Исследования, проведенные в странах Европы, показывают, что от девальвации национальной валюты, прежде всего, могут выигрывать не крупные и недогруженные предприятия. Более этого, именно этот кластер экономики может внести существенный вклад (являясь резервом) во внешнеэкономический потенциал страны в условиях экономического кризиса и девальвации национальной валюты⁸². К тому же краткосрочные колебания валютного курса негативно влияют на уровень потребления и привлекательность инвестиционной среды⁸³.

Заметим, девальвация гривны является зеркальным отражением падения цен на основные экспортные товары Украины (метал, уголь, другое сырье, и сельхозпродукты) на мировых рынках (диаграмма «Динамика курса гривны и

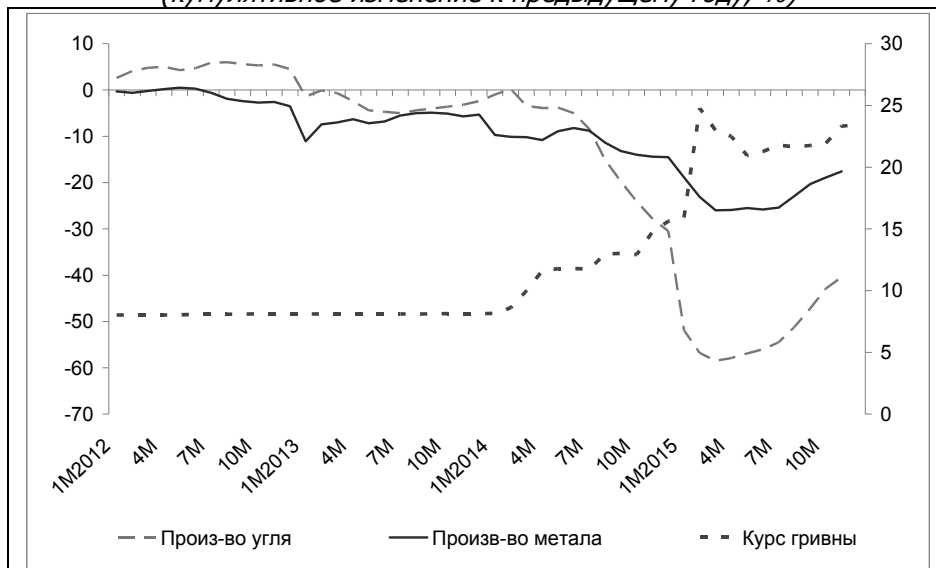
⁸¹ Fratzscher M. Capital Control and Foreign Exchange Policy. – European Central Bank, 2012.

⁸² Berthou A., di Mauro F. Exchange rate devaluations: When they can work and why. – <http://www.voxeu.org/article/exchange-rate-devaluations-when-they-can-work-and-why>.

⁸³ Pesce M. Foreign exchange intervention in emerging market economies: lessons, issues and implications for central banks. – <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap73zb.pdf>.

базовых отраслей Украины»⁸⁴). Таким образом, в 2016г. для гривны риски дальнейшего падения высоки, поскольку прогнозируется продолжение нисходящего движения цен на глобальных рынках. Только падение цен на нефть может несколько компенсировать это ослабление национальной валюты за счет добавочных ресурсов, направляемых в экономику⁸⁵.

**Динамика курса (правая шк.) гривны и базовых отраслей Украины,
(кумулятивное изменение к предыдущему году, %)**



Смена парадигмы управления валютными резервами. Валютная политика многих центральных банков, в т.ч. центрального банка Украины, была во многом реактивной, реагируя на колебания валютного курса, и действуя преимущественно на «тушение пожаров» на валютном рынке. В странах с фиксированным или квази-фиксированным, полусвободным валютным режимом валютные резервы, помимо функций обеспечения внешних операций государства, также используются для покрытия внутреннего спроса на валюту.

В отличие от реактивной валютной политики, проактивная политика привязана к определенным курсовым целям. Валютные резервы сегодня выполняют не только роль восстановления и поддержания порядка на валютном рынке в случае турбулентности, но и превентивную роль защиты от наступления такого рыночного, валютного беспорядка. Валютные резервы стали отождествляться с финансовой стабильностью. При этом, по ряду наблюдений, страны с небольшим объемом валютных резервов часто сталкиваются с необходимостью их использования; страны же с большим объемом резервов практически защищены от необходимости их применения.

Первоначально, после разпада Бреттон-Вудской системы в 1970-ые годы, смысл валютных резервов состоял в том, чтобы поддержать валютные интервенции центрального банка. Со временем, валютные резервы стали обеспечением всей экономической системы, включая государственный и частный секторы. В связи с этим, состояние валютных резервов стало инструментом измерения состояния всей экономики страны в целом. И достижения таких стран с большими валютными резервами как Китай, Норвегия или Саудовская Аравия, тем или иным образом подтверждают это положение.

⁸⁴ Источники: НБУ, Госкомстат.

⁸⁵ Monetary policies and falling inflation are behind currency turmoil. – <http://www.businessinsider.com/monetary-policies-and-falling-inflation-are-behind-currency-turmoil-2015-2>.

Управление учетной ставкой и ставками денежного и кредитного рынков, банковскими резервами, денежной массой посредством интервенций на открытом рынке являются стандартными инструментами монетарной политики центральных⁸⁶. Такие инструменты преобладали в арсенале НБУ по управлению валютными резервами во время глубокого кризиса 2014-2015гг. За это время в целях обуздания инфляции и девальвации национальной валюты, национальный банк последовательно поднимал свою учетную ставку с 6,5% до 30%, ограничивал денежную базу, ввел строгое ограничение движения валютных средств. Вместе с тем, Центральный банк прибегал к массированному выкупу государственных облигаций Украины. За 2014г. НБУ увеличил свой портфель государственных облигаций на 116% (на 171 млрд. грн.), а в 2015г. еще на 19% (на 62 млрд. грн.). Только объем денежной эмиссии через выкуп государственных облигаций составлял 11% номинального ВВП в 2014г. Таким образом, в денежной и валютной политике страны обозначился перекос в сторону бюджетного сектора.

Подобная политика усиливала давление на ликвидность денежного рынка. Угроза полномасштабного банковского кризиса в условиях галопирующей инфляции и глубокой девальвации требовала применения мер для поддержания ликвидности денежного рынка, банковской системы и государственного бюджета. Национальный банк ослабил резервные требования к банкам, сократив обязательную норму с 5-10% до 3-6,5%. Также регулятор старался поддержать общий уровень ликвидности в банковской системе, проводя при этом избирательное, точечное рефинансирование банков. В разгаре кризиса появилась даже специальная классификация «системных банков» и сформировалась отдельная политика регулятора по отношению к этой группе банков. Хотя банкротство и закрытие ряда банков из этой группы говорит о том, что сама концепция системного банка работала не без осечки. К тому же, в условиях глубокого экономического спада ставка на так называемых системных кластерах экономики, в т.ч. банков, не оправдалась.

НБУ планирует и далее прилагать усилия для снижения инфляции, поддержки гибкого обменного курса и наращивание валютных резервов, в соответствии с программой МВФ. В связи с этим, регулятор намерен продолжать изымать излишнюю ликвидность с рынка и использовать валютные резервы исключительно для обслуживания внешнего долга центрального правительства, а также для сглаживания чрезмерной волатильности валютного рынка. Однако, ограничительная монетарная политика не сдерживала ни инфляцию, ни девальвацию национальной валюты, ни экономическое падение. Традиционные инструменты оказались недейственными в условиях глубокого системного кризиса.

В мире же в последнее время не без влияния валютных и финансовых кризисов, широкое распространение получили неконвенциональные инструменты монетарной политики. Суть новой монетарной политики заключается в том, что центральный банк поддерживает более активное прямое финансовое взаимодействие с частным сектором, покупая ценные бумаги, в первую очередь долговые, частных компаний (преимущественно банковско-финансовых). В зависимости от глубины финансового кризиса эти действия могут ограничиться долговыми обязательствами финансовых компаний, или далее распространяться на другие финансовые инструменты, в т.ч. акции. Национальный же банк Украины упорно финансировал правительство, государственные банки и государственные компании, ограничив доступ к финансированию узким кругом крупных негосударственных финансовых учреждений.

⁸⁶ Hayes A. How Unconventional Monetary Policy Works. – <http://www.investopedia.com/articles/investing/022415/how-unconventional-monetary-policy-works.asp>.

Для стимулирования экономического роста в условиях низкой инфляции и слабого экономического роста, когда традиционные средства перестали работать, центральные банки стали прибегать к дополнительным инструментам⁸⁷, в т.ч.:

- снижение учетных ставок до минимума (до негативного значения);
- внедрение политики таргетированных долгосрочных операций рефинансирования посредством краткосрочных кредитов по фиксированным ставкам банкам, готовых предоставлять кредиты частному сектору. Эта мера помогает разорвать порочный круг банковского кредитования, когда банкам приходится сохранять высокие процентные ставки для погашения дорогостоящих ресурсов, привлеченных во время кризиса. Для Украины же необходимость подобной политики связана с проблемой формирования долгосрочной ресурсной базы банков, которая долгое время не находит решения;
- программа выкупа активов частного сектора, особенно обеспеченных облигаций и ценных бумаг. Эта мера, в частности, содействует удешевлению стоимости кредитов за счет прямого «вливания» средств в частный сектор;
- программа выкупа активов государственного сектора.

Таким образом, центральные банки вводят в действие новые инструменты наращивания монетарной базы, которые, вместе с тем, предотвращают инфляционный шок.

Успешное управление валютными резервами невозможно без аналогичных действий над обязательствами⁸⁸. Известно пагубное влияние накопления и преобладание краткосрочных (валютных) долгов в общем объеме обязательств страны. В этом плане, успех правительства в реструктуризации внешнего долга, предполагающей как сокращение объема долга, так и удлинение среднего срока его погашения, существенно стабилизирует валютные резервы.

Однако, помимо этого, проблема краткосрочного кредитно-инвестиционного горизонта в корпоративном и частном, негосударственном секторе остается нерешенной. Таким образом, потребности корпоративного сектора будут еще долго оказывать давление на валютные резервы, валютный рынок, и курс гривны. Кстати, антикризисные меры, создающие краткосрочные валютные циклы часто обостряют эту проблему. В целом, могут стабилизировать экономику, но оставляют открытым вопрос преодоления валютного, банковского и фискального кризиса.

К 2015г. МВФ определил пять основных причин поддержания валютных резервов, а именно: обеспечение доверия к национальной валюте; преодоление беспорядка на рынке; поддержка монетарной политики; обеспечение преемственности между поколениями и влияние на обменные курсы. В рамках такой политики международные резервы перестали рассматриваться как исключительный рычаг управления валютным курсом, а стали системным инструментом управления валютной позицией страны, и ее экономических субъектов в целом.

В этом смысле, валютные резервы сегодня рассматриваются в контексте роли государства в страховании валютных обязательств национальных частных компаний и корпораций. Отказ от расходования валютных резервов во многих

⁸⁷ Constâncio V. Assessing the new phase of unconventional monetary policy at the ECB. – <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/sp150825.en.html>.

⁸⁸ Currency reserves and debt. Remarks by Chairman Alan Greenspan before the World Bank Conference on Recent Trends in Reserves Management, Washington, D.C. – <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1999/19990429.htm>.

странах связан именно с такой сменой валютной парадигмы. Для Украины же смена произошла в результате понимания недостаточности резервов для выполнения традиционной роли в условиях финансово-экономического кризиса и паники на рынке. Также к такому отказу должно было привести понимание неэффективности валютных интервенций НБУ и использования валютных резервов для управления валютным курсом.

В условиях кризиса участники рынка и общественность в целом ожидают более широкого применения и использования валютных резервов, нежели только в целях управления валютным курсом и погашения внешнего долга правительства⁸⁹. Такая смена тенденции означает, в частности, что центральный банк должен быть готовым принять на себя больше рисков, чем сейчас. В обмен субъекты хозяйствования должны быть готовыми предоставлять регулятору больше информации о своих валютных операциях.

Проблема накопления и приумножения. В дискуссиях между сторонниками фиксированного и плавающего курса национальной валюты победили валютные резервы. Выходит так, что валютные резервы одинаково нужны и полезны для того и другого валютного режима. При этом, на вопрос о том, каков объем резервов будет достаточным, ответ будет одинаков: чем больше резервов, тем лучше. Основная тенденция валютной политики стран к началу XXI века определялась необходимостью накопления валютных резервов на «черный день», для страхования от усиливающейся волатильности валютных рынков.

Для Украины политика интенсивного накопления валютных резервов оправдана в условиях, когда нет кредитора в последней инстанции, когда международные рынки заимствования закрыты. Однако нынешнее накопление валютных резервов Национальным банком происходит на весьма дорогих условиях, особенно на фоне девальвации гривны. Накопление резервов, *с одной стороны*, проводится за счет наращивания государственного долга, а *с другой* – за счет замораживания самого валютного рынка. Издержки на формирование резервов включают: плату за заимствование на пополнение валютных резервов, инфляционный налог от девальвации гривны, а также политическую стоимость программных условий кредитования в резервы.

Увеличение объема валютных резервов поднимает вопрос об эффективности инвестиций этих резервов, и распределении инвестиционных рисков резервных ресурсов в разные классы активов. В целом же первоначально стоит вопрос о том, насколько эффективна сберегательная политика монетарных инстанций – в данном случае, Национального банка. Насколько эффективно используются и умножаются валютные резервы. Структура валютных резервов Украины показывает, что они инвестируются исключительно в американский доллар, следовательно, подвержены полностью всем рискам американской экономики и валюты, хотя в 2010-2012гг. и были робкие попытки несколько увеличить долю других валют в валютной корзине Украины.

В мире же за последнее время, несмотря на сохранение преобладающей роли доллара в качестве резервной валюты, наметилась явная тенденция к дифференциации корзины валютных резервов (прежде всего, за счет снижения доли евро) (таблица «*Структура глобальных валютных резервов*»⁹⁰). И эта тенденция, судя по всему, будет расширяться, в связи с внесением китайской валюты в официальную валютную корзину МВФ, и ожидаемым усилением волатильности валютных рынков вследствие нарастания конкуренции глобальных валют.

⁸⁹ Nugée J. Foreign Exchange Reserve Management in 2000.

⁹⁰ Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves, IFS.–<http://data.imf.org/>.

Структура глобальных валютных резервов,
(на конец года), % общего

	2012	2013	2014	2015*
Доллар США	61,3	61,0	63,1	64,0
Евро	24,2	24,4	22,1	20,3
Английский фунт	4,0	4,0	3,8	4,7
Японская йена	4,1	3,8	3,9	3,8
Швейцарский франк	0,2	0,3	0,3	0,3
Канадский доллар	1,4	1,8	1,9	1,9
Австралийский доллар	1,5	1,8	1,8	1,8
Другие	3,3	2,9	3,2	3,2

* по состоянию на конец III кв.

По мере же накопления валютных резервов и дифференциации их использования, в мире расширяется практика разбивки валютных резервов на транши, управление которыми доверяется разным, специализированным агентствам. К 2000 годам сложилась такая ситуация, когда валютные резервы целого ряда стран начали стремительно расти вместе с ростом экономики и внешней торговли. При этом, двойной фактор роста внешней торговли и накопления валютных резервов преимущественно в американских долларах стал фактически обратной стороной роста внешнего дефицита и долга США.

Для управления возросшими валютными резервами и с ними связанными рисками, в стремительно развивающихся странах с избытками валютных резервов появилась необходимость управление валютными резервами выделить в отдельное государственное агентство. Это случилось в Китае, Сингапуре, Южной Корее, а также в других странах. Таким образом, появились т.н. суверенные фонды и агентства по управлению валютными резервами в разных странах.

В целом, сегодня в мире сложилась такая практика, при которой нужна специализированная институция по управлению рисками, связанными с валютными резервами, обеспечением баланса интересов между управлением валютным курсом, обслуживанием внешнего государственного долга, обеспечением гарантии кредитоспособности страны и ее субъектов, а также достижением максимально продуктивного применения валютных резервов.

Государственное управление валютными резервами. Китай.

Государственная Валютная Администрация (ГВА) Народной Республики Китай призвана разрабатывать правила и положения, регулирующие деятельность валютного рынка и управления валютными резервами страны⁹¹. В ее основные функции входят изучение и разработка политики реформирования системы валютного управления, предотвращение рисков и обеспечение сбалансированности платежного баланса.

ГВА отвечает за постепенный переход к конвертируемости юаня по счету операций с капиталом, а также за развитие валютного рынка. Администрация готовит предложение Народному Банку Китая по вопросам политики обменного курса, участвует в разработке валютного законодательства, ведет статистику и мониторинг платежного баланса, внешних кредитов и долга, и трансграничных финансовых потоков. Также отвечает за надзор и управление валютным рынком страны, за валютными операциями.

Громе того, ГВА отвечает за соблюдение валютного законодательства игроками рынка, осуществляет операции с валютными резервами и управление ними, а также золотым запасом и другими валютными активами государства,

⁹¹ State Administration of Foreign Exchange. – <http://www.safe.gov.cn/>.

инфраструктурное развитие валютного рынка, участвует в работе соответствующих международных организаций и выполняет поручения Государственного Совета и Народного Банка Китая.

Япония. Управление валютными резервами Японии осуществляет команда из 10 высших чиновников Министерства финансов Японии, которым помогают около 30 сотрудников Центрального Банка Японии, выполняющих функции бэк-офиса. Однако, к 2014г. в Японии начали рассматривать возможность передачи части валютных резервов частным финансовым учреждениям. Для этого предполагалось изменить законодательство страны, чтобы позволить коммерческим фирмам управлять частью валютных резервов (вторые в мире по объему после Китая). До этого момента, валютные резервы находились полностью под руководством правительства. В результате многолетней политики покупки американского доллара и продажи японской йены в целях укрепления японской валюты, Токио накопил свыше \$1,3 трлн. в валютных резервах.

Большинство резервов составляют иностранные валюты, часть – в облигациях американского правительства. Однако, в связи с тем, что йена продолжала укрепляться годами, несмотря на валютные интервенции центрального банка, Япония терпела убытки в виде нереализованных возможностей валютных резервов. Это инициировало призывы к правительству об обеспечении более гибкого механизма управления огромным валютным пулом.

Таким образом, правительство рассматривало возможность законодательной инициативы, которая бы давала фондам по управлению активами в коммерческих фирмах возможность брать на себя администрирование валютных резервов с целью повышения эффективности управления ними. Также правительство предполагало расширить сферу выделения кредитов из резервного фонда за счет фондовых компаний. Ранее средства выделялись только банковским учреждениям. Таким шагом предполагалось увеличить доходы правительства за счет комиссионных от заемщиков. Доверительное управление частными фирмами, тем не менее не отменяет правила инвестирования резервных средств только в активы с высокой степенью надежности и ликвидности. И таким образом, компании, получившие часть валютных резервов под управления, должны соблюдать этот принцип. Более того, данное решение не является сигналом к ослаблению роли доллара в валютных резервах Токио⁹².

Швейцария. Традиционно, соображения ликвидности и безопасности преобладали над прибыльностью активов у центральных банков. Однако, в связи с кризисом суверенных долгов в Еврозоне, предполагаемое безрисковое свойство государственных бондов оказалось под сомнением. На этом фоне, все больше центральных банков начали диверсифицировать свои активы в то, что до сих пор рассматривалось как более рискованные активы.

Интересный прецедент представляет Национальный Банк Швейцарии, который на конец 2013г. держал свыше 16% официальных резервов в обыкновенных акциях. Нормативный уровень Швейцарских валютных резервов во многом определяется привязкой валюты страны к евро, принятой в 2011г. для сдерживания нежелательного укрепления швейцарского франка, которое подрывало бы конкурентоспособность национальной промышленности. Большую часть резервов (477 млрд. франков или около \$491 млрд.) в конце 2013г. составляли государственные облигации. В то же время, в официальных резервах числилось 1040 тонн золота, а также глобальный портфель ценных бумаг, состоящий из 5600 акций частных компаний.

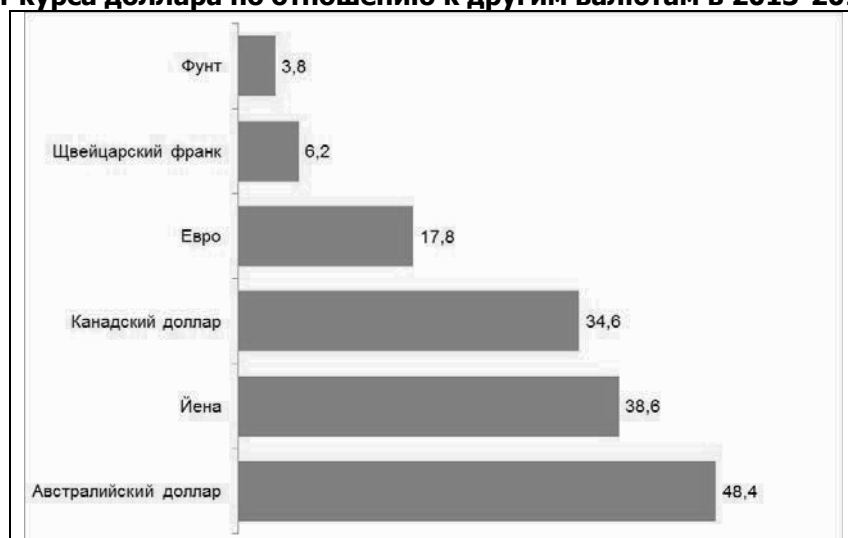
⁹² Nakamichi T. Japan Looks to Hire Managers for Foreign-Exchange Reserves. No Change to Investment Policy.– <http://www.wsj.com/articles/>.

Такое соотношение делает Центральный Банк Швейцарии одним из крупнейших владельцев акций (акционерных инвесторов) в мире. Назначение такого большого портфеля акций – сберечь реальное значение валютных резервов. Более специфический замысел состоит в том, чтобы достичь позитивной отдачи (прибыли) в локальных валютах, что сбалансировало бы тенденцию к укреплению швейцарского франка во времени. Вместе с пополнением валютных резервов, этот шаг содействует и формированию дивидендов акционеров, которые включают и швейцарские кантоны, кантональные банки, а также частные акционеры.

За последнее десятилетие инвестиционные достижения были значительными, учитывая, что прибыльность в последнее время обеспечивали именно вложения в акции. Но должны ли другие следовать этому примеру? Видимо, держать 16% валютных резервов в глобальных акциях – может вызвать серьезные вопросы в части ликвидности. Но если квалифицировано и строго контролировать процесс, такая диверсификация имеет смысла. Для отдельных стран это, вероятно, обеспечит достаточный уровень поддержки валютных резервов⁹³.

Однако в ближайшем будущем не исключен и обратный процесс – можно ожидать тенденции к сокращению валютных резервов в мире, особенно в странах со слабой валютой, в развивающихся странах и странах восходящих экономик. Эта тенденция связана с предстоящим бегством инвестиционных и финансовых средств в США и в рискованные, но более доходные активы, деноминированные в американских долларах, спровоцированным усилением американского доллара и началом цикла повышения процентных ставок в США (диаграмма «Рост курса доллара по отношению к другим валютам в 2013-2015»⁹⁴).

Рост курса доллара по отношению к другим валютам в 2013-2015, %



Это также связано с ослаблением валют стран, в основе которых лежат глобальные (биржевые) товары, которые пострадали от устойчивого снижения цен на основные сырьевые товары в мире. Многие сырьевые государства, которые ранее накапливали резервы, благодаря высоким ценам на сырье, теперь начали их расходовать. Это относится к таким странам с большим объемом валютных резервов как Россия, Китай, нефтяные арабские монархии.

⁹³ Plender J. Follow the Swiss for reserve management success. – http://www.swissinfo.ch/eng/a-good-example_follow-the-swiss-for-reserve-management-success/41161514.

⁹⁴ Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves, IFS. – <http://data.imf.org/>.

В этой ситуации, глобальные резервные валюты могут оказаться в дефиците, что делает еще более актуальной дифференциацию валют резервов за счет более или менее устойчивых, но менее «раскрученных» денежных единиц. Другими словами, долгосрочный тренд ослабления позиции и значимости глобальных резервных валют отражается на постепенном падении роли глобальных финансовых центров и столиц мира. И хотя сегодня доллар все еще не имеет серьезных конкурентов в мире валют, тем не менее, налицо уход в другие резервные активы, следовательно, в другие сберегательные гавани.

Указанное выше является основанием для поиска других резервных валют и активов, о восстановлении золотого стандарта, для дифференциации резервов за счет валют крупных ведущих восходящих экономик, – прежде всего Китая, Бразилии, Индии, Южной Африки. В этом новом порядке, новые, альтернативные, и частные валютно-финансовые и монетарные формирования, в т.ч. скриптовалюты, бросили вызовы устоявшим валютным лидерам.

Двусторонние и многосторонние межгосударственные валютные резервы. Сегодня появляются и другие кооперационные инструменты резервной политики – такие как двухсторонние валютные свопы и формирование многостороннего пула валютных резервов.

Практика валютных свопов между центральными банками была инициирована в 2011г. между Федеральной Резервной Системой США и Европейским Центральным Банком для преодоления кризиса ликвидности, который разразился в мире. Китай же начал активное применение валютных свопов с центральными банками стран мира как часть продвижения юаня в качестве мировой резервной валюты. В период с 2008г. по 2014г. Народный Банк Китая заключил валютные свопы с 24 центральными банками мира на сумму около \$420 млрд.

Украина активно включила этот инструмент в свой арсенал валютной политики в последние несколько лет для поддержания валютных резервов и валютной ликвидности страны. В 2012г. Национальный банк Украины и Народный Банк Китая подписали соглашение о валютном свопе между гривной и юанем на сумму около \$2,3 млрд. Договор был обновлен в мае 2015г., и предполагал обмен 54 млрд. грн. на 15 млрд. китайских юаней.

Также в декабре 2015г. было подписано соглашение с польским центральным банком об обмене 4 млрд. польских злотых (около €1 млрд.) на украинскую гривну. А в сентябре 2015г. было заключено соглашение о валютном обмене в объеме \$500 млн. между НБУ и центральным банком Швеции. Кроме поддержания валютных резервов, валютные свопы позволяют поддержать и стимулировать внешнеэкономическую деятельность компаний, и при этом создает определенную подушку прочности национальной валюте.

Второй инструмент до недавнего времени связывался со странами БРИКС. Самой известной моделью создания пула валютных резервов на сегодня стала инициатива *Chiang Mai*⁹⁵, объединяющая 13 азиатских государств. Объединенные валютные резервы составили \$120 млрд. в 2010г. и увеличились до \$240 млрд. в 2014г.

Инициатива *Chiang Mai* является многосторонним договором между министерствами финансов и центральными банками стран АСЕАН, а также Китая, Японии, Южной Кореи и Гонконга. Договор предполагает предоставление финансовой поддержки друг другу в американских долларах с помощью

⁹⁵ Key Points of CMI Multilateralization Agreement. – <http://www.amro-asia.org/wp-content/uploads/2011/12/Key-Points-of-CMIM.pdf>.

инструмента валютного свопа. Инициатива была подписана в декабре 2009г. и вступила в действие в марте 2010г. Вся архитектура инициативы состоит из многостороннего договора свопа и целой сети двухсторонних договоров свопа с участием государств Восточной и Юго-Восточной Азии, включая трех лидеров – Китая, Японии, Южной Кореи. Договор позволяет обменивать валюту стран участников на любую из международных валют в случае проблемы с платежным балансом.

Общее заключение. Последние финансово-экономические кризисы привнесли целый ряд новшеств в политику управления валютными резервами стран. Эти изменения, в целом, ознаменовали отход от традиционных подходов к валютным резервам и радикально поменяли взгляд на них.

Во-первых, валютные резервы стали рассматриваться не только в плоскости поддержания национального валютного курса и выполнения внешних долговых обязательств правительств, но в контексте всей макроэкономической политики стран. В связи с этим, политика управления валютными резервами постепенно уходит от идеологии преференциальных отношений к государственному сектору в сторону равной удаленности между финансово-экономическими субъектами разной формы собственности.

Во-вторых, в связи с этим, встал вопрос о передаче функций управления валютными резервами в руки более нейтральных институций, которые не будут подчинять резервные операции узким монетарным целям центрального банка или политической целесообразности правительства и власти в целом.

В-третьих, больший акцент получило использование валютных резервов не столько для краткосрочных целей валютного регулирования, сколько на долгосрочные параметры финансово-экономического развития.

В-четвертых, наметилось перемещение акцента из политики накопления валютных резервов в продуктивное, проактивное управление ними, в т.ч. посредством дифференциации элементов валютной корзины, и направлении инвестиции резервов. Особый акцент получило требование прибыльности самих резервов.

В-пятых, в виду рисков дефицитности, а также политической нагрузки на основные мировые резервные валюты, появляются новые инструменты, частично замещающие национальные валютные резервы, в т.ч. двусторонние межгосударственные валютные свопы и «многосторонние межгосударственные валютные резервы».

Валютні обмеження та лібералізація руху капіталу в Україні та світі

Марія Репко,

Заступник виконавчого директора Центру економічної стратегії (ЦЕС)

Олександр Кашко,

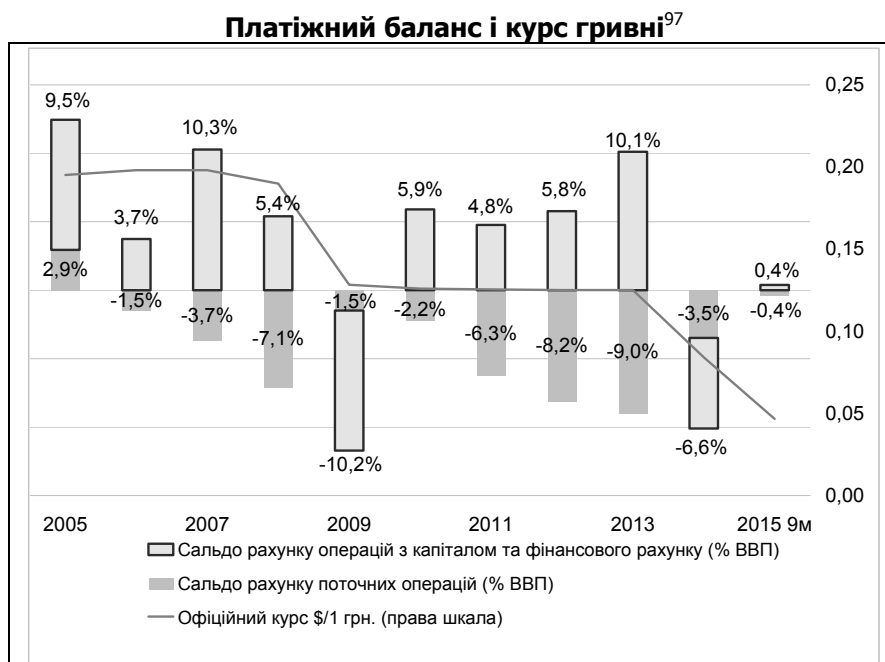
економіст ЦЕС

Ірина Піонтківська,

старший економіст ЦЕС

Сувору фінансову кризу, що розгорнулася в Україні з початку 2014р., вдалося взяти під контроль, у т.ч. завдяки жорстким заходам на валютному ринку та обмеженням руху транскордонного капіталу. Проте, тривале збереження обмежень здійснює негативний вплив на економіку країни. Тому лібералізація поточного рахунку та руху капіталу, з огляду на міжнародний досвід, є необхідним кроком для досягнення стійкого економічного зростання в Україні.

Передумови кризових явищ в Україні. За останні вісім років економіка України вдруге переживає важкі кризові явища, спричинені макроекономічними дисбалансами, що накопичувалися задовго до кризових 2008р. та 2014р. Окрім низки факторів, що були передумовами обох кризових періодів, режим де-факто фіксованого валютного курсу зумовлював зростання зовнішньоторгівельного дефіциту, який у передкризові роки фінансувався, головним чином, надходженнями ПІІ та зовнішніми запозиченнями. Однак, у кризові роки, коли доступ до міжнародних ринків капіталу погіршувався, притік капіталу змінювався на відтік, у результаті чого формувалася потужний девальваційний тиск (діаграма «Платіжний баланс і курс гривні»⁹⁶).



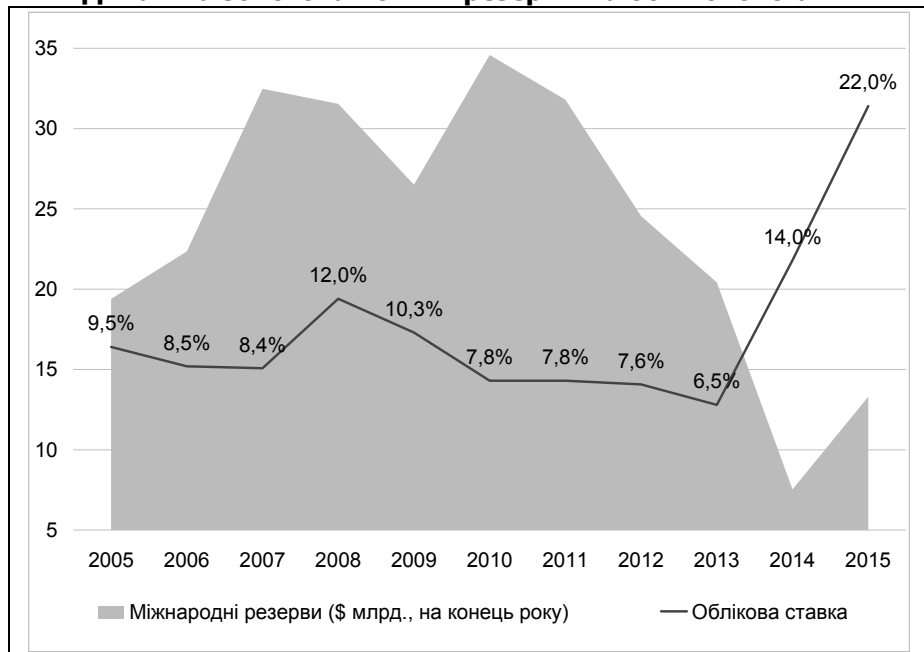
Так, наприклад, дефіцит фінансового рахунку за 2009р. сягнув \$12,6 млрд. (10,2%ВВП), а за 2014р. склав 9,1 млрд. (близько 6,6% ВВП). Якщо криза 2008-

⁹⁶ Тут і далі, якщо не вказано інше, використані офіційні дані Національного банку України.

⁹⁷ Подані котирування у форматі: кількість іноземної валюти (долар США) за одиницю національної (гривні).

2009рр. була спровокована глобальними зовнішніми факторами, то для поточної кризи (2014-2015рр.) головними чинниками стали події навколо самої України: анексія Криму, збройний конфлікт у східних областях та закриття для українських виробників російського ринку. Іншою спільною рисою вказаних криз було те, що обидва рази НБУ застосовував політику інтервенцій для підтримки нерівноважного курсу гривні. Це виснажувало резерви та не змогло запобігти різкій девальвації гривні. У рамках антикризових заходів НБУ також підвищував ставки рефінансування (діаграма «Динаміка золотовалютних резервів та облікової ставки») та запроваджував обмеження на рух капіталу та валютнообмінні операції.

Динаміка золотовалютних резервів та облікової ставки



Антикризові заходи Національного банку. Антикризова політика НБУ 2014-2015рр. передбачала комбінацію ринкових і адміністративних заходів:

- гнучке курсоутворення та задекларований перехід до інфляційного таргетування;
- валютні інтервенції на міжбанківському ринку;
- підвищення облікової ставки на 10,5 процентних пунктів (п.п.) до 30% та активна стерилізація гривні;
- прямі адміністративні обмеження на операції з валютою та на рух капіталу.

Політика валютних інтервенцій на якийсь час послабила тиск на гривню, але не виправдала себе, а з погіршенням політичної та економічної ситуації у 2014р. посилювався відтік капіталу (діаграма «Поточний та фінансовий рахунки платіжного балансу»). Так, на підтримку нерівноважного курсу гривні НБУ в 2012-2013рр., задовго до кризових явищ, НБУ витратив суму більшу, ніж у кризовому 2014р.: у 2012р. — \$7,2 млрд., 2013р. — \$4,1 млрд., 2014р. — \$10 млрд. і залишився із резервами обсягом \$5,6 млрд. (станом на початок березня 2015р. перед схваленням нової угоди з МВФ).

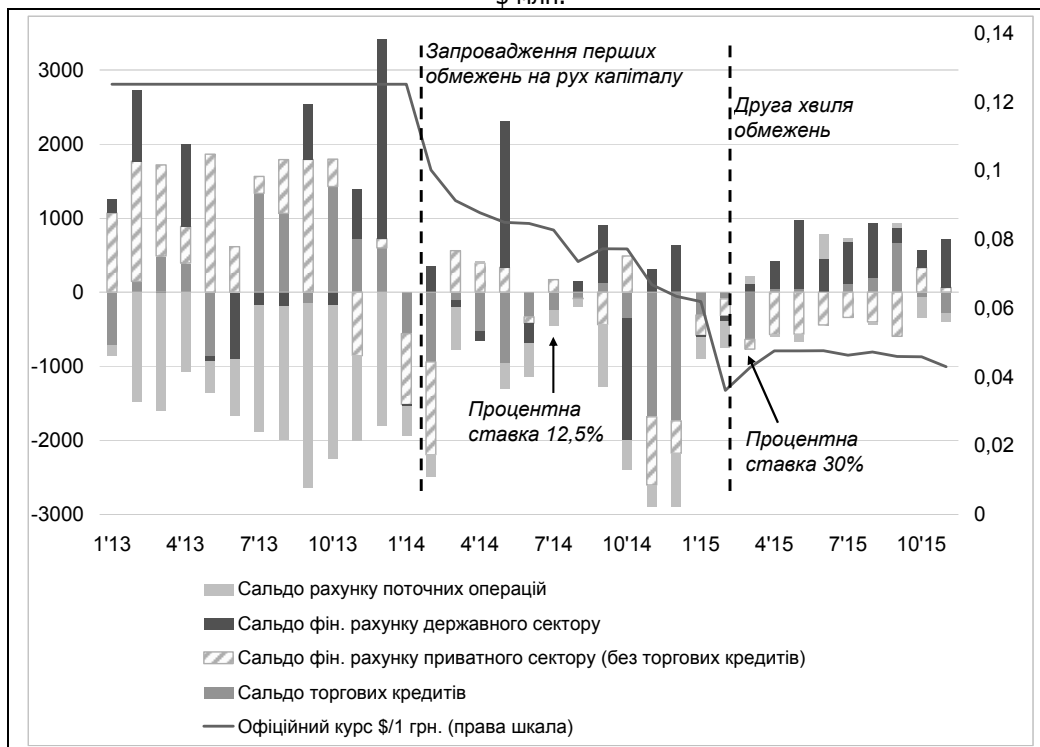
Покрокове підвищення процентних ставок з 6,5% з початку 2014р. до 19,5% на початок 2015р., за умов дуже високих операційних ризиків, пов'язаних із війною на Сході України, теж не давало необхідного позитивного ефекту.

Адміністративні обмеження, запроваджені упродовж 2014р., перекрили частину каналів, які економічні агенти використовували для виведення капіталу за межі країни. Зокрема, це стосувалось операцій з цінними паперами (інвестиційні

сертифікати, векселі тощо), дострокового погашення кредитів нерезидентам та заборони виплачувати дивіденди на користь нерезидентів. Але виведення коштів продовжилось через інструменти торгового балансу. У відповідь на це регулятор вдався до радикальних кроків і запровадив більш жорстке регулювання операцій імпорту, транскордонного руху капіталу (протягом вересня 2014р. - березня 2015р.) та вимогу обов'язкового продажу валюти від експортних надходжень (у серпні-вересні 2014р.). Разом девальвацією гривні на 39% упродовж трьох місяців (грудня 2014р. - лютого 2015р.) та з стрімким підвищенням облікової ставки до 30% після девальвації (4 березня 2015р.), ці заходи, врешті решт, зупинили відтік коштів.

Поточний та фінансовий рахунки платіжного балансу

\$ млн.

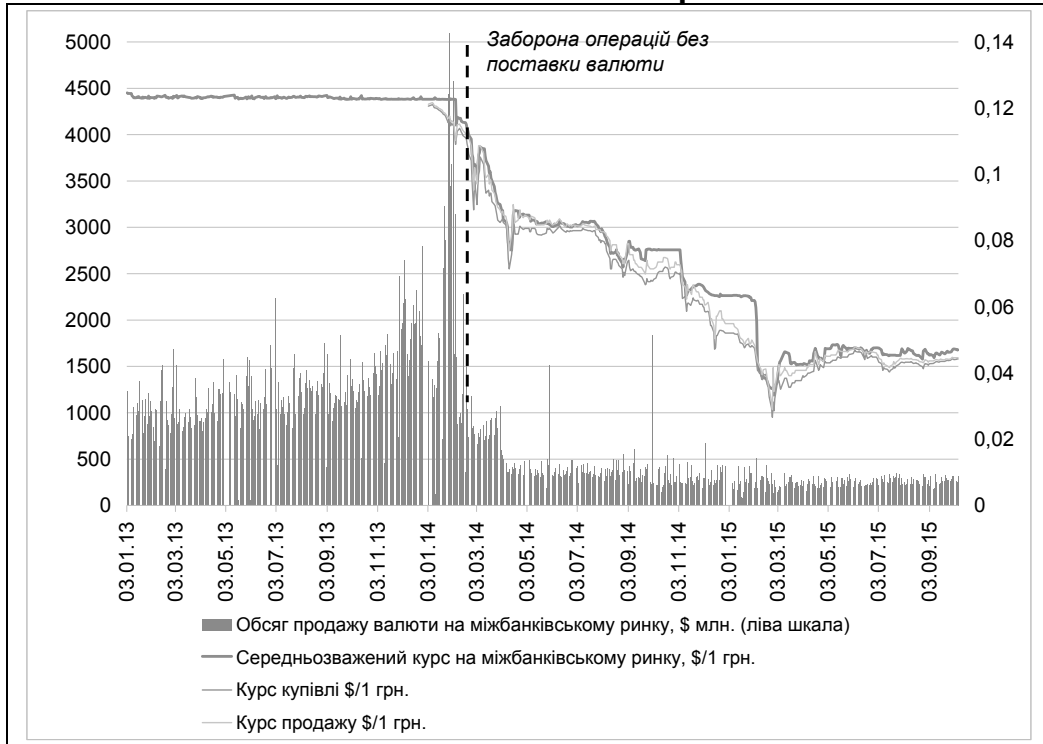


Ефект від дій НБУ. У результаті, з березня 2015р. відтік хоча й продовжувався, проте його обсяги значно скоротилися. Обмежувальні заходи, разом з підвищенням ставок та корекцією курсу до більш економічно обґрунтованого значення справили позитивний вплив на баланс зовнішньої торгівлі – вперше з 2010р. сальдо рахунку поточних операцій було позитивним або незначно від’ємним упродовж кількох місяців поспіль (за березень-серпень 2015р., діаграма «Поточний та фінансовий рахунки платіжного балансу»). У підсумку за 11 місяців 2015р. дефіцит поточного рахунку склав лише \$641 млн. (дефіцит за 2014р., для порівняння, становив \$4,6 млрд.). Проблема для аналізу полягає в тому, що дуже важко виокремити, який саме внесок у збалансування ситуації зробив кожен з кроків Нацбанку – девальвація, підвищення ставок чи запровадження обмежень.

Обмеження на міжбанківському валютному ринку були націлені передусім на заборону спекулятивних операцій та короткої позиції в гривні. Внаслідок цих обмежень обсяги продажу валюти на міжбанківському ринку (діаграма «Міжбанківський валютний ринок») різко скоротилися. Проте частина угод перемістилася на позабанківський «чорний» ринок, через що реальний курс залишався дуже волатильним, а офіційний курс не відображав його коливань. Повномасштабного існування множинності валютних курсів (багатократна різниця, як було в інших країнах) завдяки досить швидкій стабілізації вдалося уникнути, але все ж таки через обмеження «чорний» та офіційний курси продовжують існувати паралельно, різниця між ними коливається від 1% до 10%

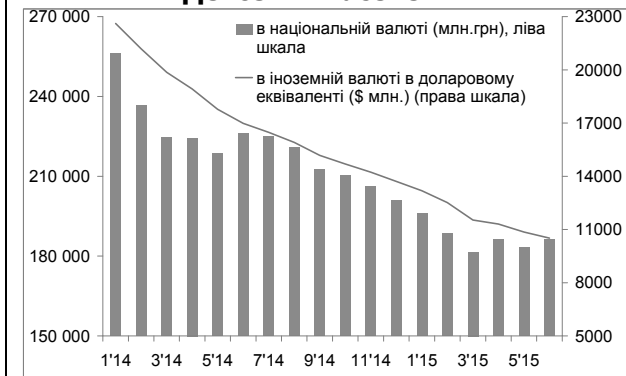
(понад 20% лише в часи сильної волатильності). Але навіть така різниця створює серйозні стимули для економічних агентів переводити операції у тіньову сферу, а також формує передумови для корупції.

Міжбанківський валютний ринок



Панічні настрої населення завдали удару по банківській системі, яка зіштовхнулася з різким збільшенням купівлі валюты та відтоком депозитів на додачу до стрімкого погіршення якості активів. Так, протягом 2014р. населення забрало з українських банків близько 20% вкладів у національній валюті та 40% вкладів у доларах США (діаграма «Депозити населення»). Існує ймовірність, що значну частину гривневих депозитів населення спрямувало на купівлю валюты (діаграма «Готівковий валютний ринок»).

Депозити населення



Готівковий валютний ринок



У відповідь, НБУ встановив щоденний ліміт на купівлю готівкової валюты населенням (3 000 грн. на добу на особу), на зняття коштів з поточних і депозитних рахунків (зокрема, 15 тис. грн на добу – в іноземній валюті), а також на перекази за кордон. Кошти, що переказували на користь фізичних осіб з-за кордону, підлягали обов'язковому продажу. Внаслідок цього частину операцій з купівлі-продажу готівкової іноземної валюты населення перевело на тіньовий ринок.

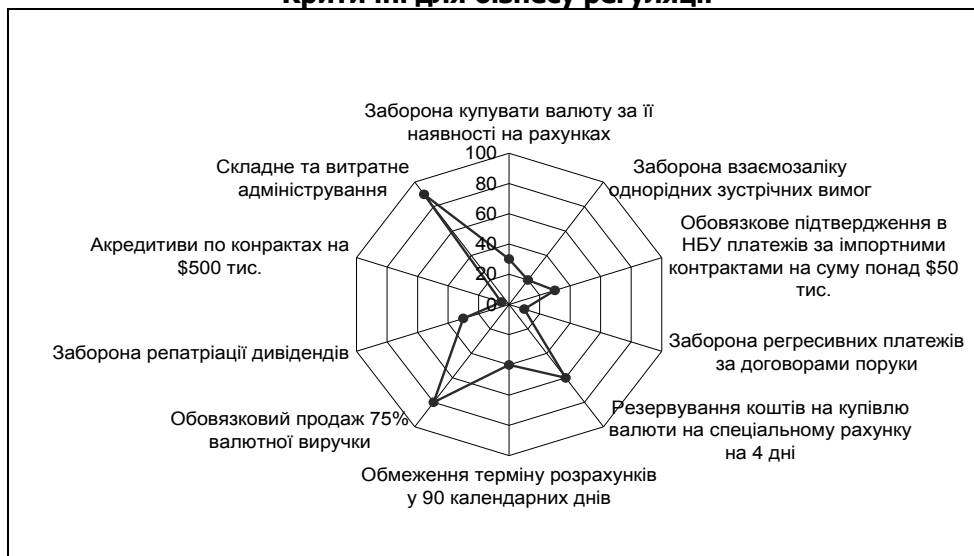
Який ефект дали обмеження на рух капіталу. Адміністративні обмеження виявилися відносно ефективним механізмом і дозволили зменшити відтік капіталу та стабілізувати ринок під час суворої кризи. Однак, з практики застосування обмежень на рух капіталу в Україні слід винести кілька ключових уроків:

- обмеження мають низький вплив на тіньовий сектор, який становить близько половини офіційної економіки, та штовхають «чорний ринок» до розширення;
- недостатня комплексність обмежень на початковому етапі знизила їхню ефективність і допустила подальше виведення капіталу (обмеження на виведення валюти через фінансові інструменти перемістили цей процес на інструменти торгового балансу в IV кв. 2014р. - I кв. 2015р.);
- запровадження обмежень у розпал кризи, із запізненням після початку виведення коштів, зменшує їхню ефективність. Те саме стосується надто поступового підвищення процентних ставок.

За умов існування чорного ринку обмеження для населення втрачають у ефективності, а також дедалі більше поглиблюють недовіру до банківської системи. Чинні обмеження не відповідають класичним постулатам теорії, сформульованою П.Кругманом⁹⁸: вони суттєво ускладнюють щоденну господарську діяльність підприємств; якщо період їх застосування є досить тривалим, вони ризикують перетворитися на перманентну систему; за час їх застосування не відбулося суттєвого реформування економіки, покликаного сприяти економічному зростанню. Також ці заборони мають значний негативний вплив на інвестиційний клімат та є одним з визначальних факторів під час прийняття іноземними інвесторами рішень щодо інвестування в Україну.

Центр економічної стратегії провів низку інтерв'ю з керівниками підприємств різних галузей щодо обмежень на рух капіталу. Найбільші часто згадуваними проблемами (діаграма «Критичні для бізнесу регуляції») були: складне та витратне адміністрування (по суті, своєрідний «податок» на економічну активність), фактичне обмеження оборотних коштів через їх резервування на спеціальному рахунку на 4 дні, обов'язковий продаж 75% валютної виручки, що створює особливі проблеми для експортерів, які одночасно є імпортерами.

Критичні для бізнесу регуляції



На діаграмі відображено варіанти відповідей респондентів (керівники 15 підприємств, що здійснюють валютні операції) на запитання «Які поточні валютні регуляції створюють головні обмеження для здійснення бізнесу?» та % тих, які зазначили регуляцію як значущу. – Джерело: Опитування ЦЕС, власні розрахунки, серпень 2015р.

⁹⁸ An Open Letter... – <http://web.mit.edu/krugman/www/mahathir.html>.

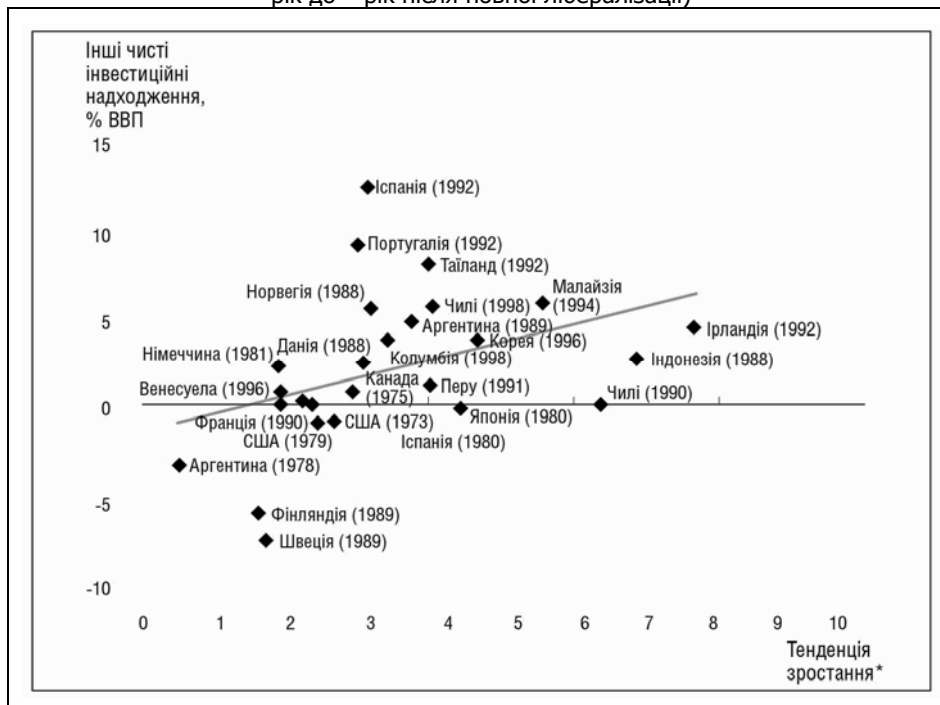
За стабілізації макроекономічної ситуації, існування обмежень стає все менш виправданим з точки зору ризиків виводу капіталу (за умов існування широкого тіньового ринку у компаній та населення була можливість вивести кошти чи обміняти їх на іноземну валюту), але продовжує створювати перешкоди для економічної активності, зокрема:

- витіснення законослухняних компаній з конкурентного поля через низький вплив обмежень на «тіньовий сектор»;
- спотворення економічних стимулів та ускладнення господарської діяльності;
- прямі й великі адміністративні витрати для бізнесу.

У довгостроковій перспективі, з огляду на поточний рівень інтегрованості України у глобальну економічну систему та необхідність залучення великих обсягів інвестицій для структурної модернізації, повна лібералізація потоків капіталу є бажаним результатом ринкових перетворень країни, оскільки сприятиме більш повній реалізації її економічного потенціалу.

Чому Україні необхідна лібералізація руху капіталу. В Україні з моменту здобуття незалежності існують жорсткі обмеження на рух капіталу. Навіть, попри певні пом'якшення регулювань щодо притоку капіталу (зокрема, прямих іноземних інвестицій (ПІІ)) у період 1999-2001рр., країна залишається де-юре закритою економікою для потоків капіталу, причому підтримується асиметрично вищий рівень закритості щодо відтоку капіталу. При цьому країна є доволі відкритою в зовнішньоторговельних відносинах – співвідношення суми її експорту та імпорту до ВВП стабільно перевищує 100%, існує чітко виражена експортна орієнтація на товари з низькою доданою вартістю.

Залежність між довгостроковим економічним зростанням
(середні темпи та зміною обсягів притоку інвестицій з-за кордону* у період
рік до – рік після повної лібералізації)



*Інші чисті інвестиційні надходження – стаття, що не включає прямі іноземні інвестиції та портфельні інвестиції (в основному це короткостроковий капітал, якому притаманна висока волатильність). Тенденція зростання визначається як середній ріст реального ВВП протягом 10 років після повної лібералізації. – Джерело: МВФ. – <https://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2013/capitalflows/>.

Емпіричні дані свідчать, що лібералізація руху капіталу сприяє стійкому та швидкому економічному розвитку, оскільки притік іноземного капіталу дозволяє фінансувати структурні дефіцити поточних рахунків, які утворюються в

результаті швидкого зростання інвестиційної та споживчої активності (діаграма «Залежність між довгостроковим економічним зростанням» демонструє позитивну залежність між зміною чистого притоку найбільш волатильної категорії іноземних інвестицій у перший рік після повної фінансової лібералізації та середніми темпами економічного зростання протягом 10 років потому).

У довгостроковій перспективі притік капіталу сприяє розвитку фінансового сектору у країнах-реципієнтах і розширює можливості для інвестицій всередині країни, полегшуючи доступ економічних агентів до фінансових ресурсів, сучасних технологій та стимулюючи економічний розвиток.

У світі, загалом, зберігається тенденція до лібералізації фінансових потоків серед країн, що розвиваються. Згідно з класифікацією МВФ⁹⁹, з середини 1990-х до 2010 років кількість економік, що визначаються як здебільшого відкриті, зросла з 78 до 93 з-поміж 185 країн.

Чому таку лібералізацію необхідно проводити обережно. Зменшення бар'єрів для міжнародного руху капіталу у країнах, що розвиваються, несе економічні ризики для країн-реципієнтів. Досвід показує, що в перші роки після відкриття рахунку капіталу відбувався масовий притік коштів у країну. Це спричиняло ревальваційний тиск на валюту країни-реципієнта. В результаті конкурентоспроможність експортних товарів знижувалася, ціни в неторгівельних секторах зростали невідповідно швидко (бум на ринках нерухомості), як і внутрішнє кредитування, споживання та інвестиції за рахунок притоку фінансових ресурсів з-за кордону. Все це зрештою призводило до погіршення макроекономічних показників – розширення дефіциту поточного рахунку, підвищення інфляційного тиску, сповільнення росту ВВП, що робило економіку країни менш привабливою для вкладень і вразливою до шоків.

Різка зміна притоку капіталу на відплив, що є характерним для циклічної природи глобальних ринків, призводила до девальваційного тиску на валюту, падіння ринків нерухомості та швидкого наростання рівня проблемних активів на балансах банківських установ. Від 1970-х років і дотепер – відбулося чотири цикли масштабного притоку-відтоку приватного капіталу до економік країн, що розвиваються. Кожен з цих циклів характеризувався низкою кризових епізодів різного ступеня важкості у країнах-реципієнтах. Залежно від масштабу цих процесів, у країні або виникали тимчасові фінансові труднощі, або розгорталися системні кризи платіжного балансу, банківські та/або валютні кризи. Все це потребувало коригування монетарної та фіскальної політики і часто вимагало повернення до використання обмежень на рух капіталу. Таким чином, у процесі фінансової лібералізації багато країн, що розвиваються, змушені використовувати інструменти контролю за рухом капіталу та задля зменшення негативних наслідків різкого притоку чи відтоку капіталу для своїх економік.

Міжнародний досвід політики контролю над рухом капіталу. Розрізняють дві широкі категорії обмежень на рух капіталу¹⁰⁰:

- адміністративні обмеження (отримання дозволів, заборони на окремі транзакції) вважаються менш прозорими та більше викривляють діяльність економічних агентів;
- ринково-орієнтовані, або цінові заходи контролю (як-от оподаткування, резервні вимоги тощо), покликані дестимулювати певні транзакції, збільшуючи їх вартість.

Міжнародний досвід використання обмежень на рух капіталу свідчить, що¹⁰¹:

⁹⁹ De jure index of capital flows restrictions – http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm.

¹⁰⁰ Recent Experiences in Managing Capital Inflows – Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework. – <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/021411a.pdf>.

- використання адміністративних обмежень має бути тимчасовим антикризовим заходом;
- притік капіталу легше контролювати, ніж відтік;
- запровадження обмежень має бути одномоментним і широкомасштабним (перекривати одразу якомога більшу кількість каналів відтоку/притоку капіталу);
- ефективність обмежень на рух капіталу є вищою, якщо фінансова система країни має високі стандарти регулювання та нагляду;
- запровадження нових обмежень тягне за собою великі адміністративні витрати.

Тривале використання обмежень на рух капіталу є контрпродуктивним. Зокрема, воно знижує дисципліну учасників фінансових ринків, звужує простір для фінансування інвестиційних проектів та зменшує можливості резидентів для диверсифікації своїх активів. Також існують витрати держави, пов'язані з моніторингом і контролем дотримання валютних регулювань та інших обмежень. Обмежень непрямо спонукають економічних агентів до пошуку ренти та корупційних дій задля отримання можливості їх обійти. Тому, регулятор змушений постійно видозмінювати обмеження, щоб вони поширювалися на більше коло транскордонних операцій, що збільшує витрати для держави та економічних агентів.

Зважаючи на уроки глобальної фінансової кризи та досвід країн-учасниць, МВФ визначив ряд передумов для повної лібералізації руху капіталу:

- стійке економічне зростання,
- низька інфляція та висока гнучкість обмінного курсу,
- високий рівень міжнародних резервів,
- значна частка ПІІ та акціонерного капіталу у складі притоку капіталу,
- достатній рівень розвитку фінансового сектору,
- високі стандарти пруденційного нагляду та регулювання,
- позитивне сприйняття інвесторами якості державного управління та інституцій у країні,
- відкритість економіки у зовнішньоторгівельних відносинах.

Також міжнародний досвід свідчить, що лібералізація руху капіталу має більше шансів бути успішною у випадку проведення виваженої фіскальної, монетарної та валютної політики. Гнучкість обмінного курсу може допомогти згладжувати шоки від волатильності потоків капіталу для реальної економіки.

Темпи та послідовність політики лібералізації. Важливою складовою є також темпи та послідовність лібералізації руху капіталу. Агрегувавши досвід різних країн, МВФ рекомендує дотримуватися певної послідовності у знятті обмежень на рух капіталу задля зменшення негативних наслідків високої волатильності міжнародних потоків (див. «*Узагальнена схема послідовності заходів...*»¹⁰²).

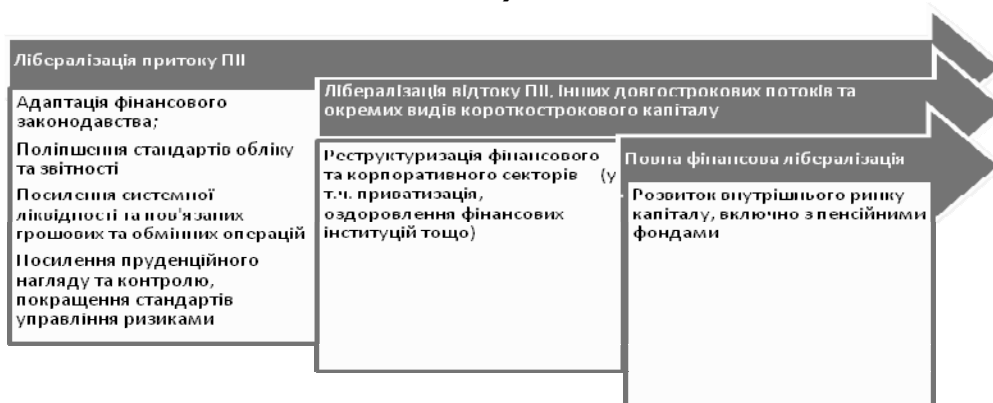
Світовий досвід показує, що лібералізація руху капіталу є тривалим процесом навіть в індустріально розвинених країнах, оскільки вимагає комплексу реформ і розбудови ринкової інфраструктури (у Японії, наприклад, лібералізація руху капіталу тривала 16 років). Багато країн запроваджували нові чи поверталися до попередньо уживаних заходів, які обмежували транскордонний рух капіталу під час кризових епізодів, щоб зменшити негативні наслідки високої волатильності капітальних потоків на свої економіки (Ізраїль, Латинська Америка, Ісландія).

¹⁰¹ The Liberalization and Management of Capital Flows an Institutional View. – <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/111412.pdf>.

¹⁰² Рекомендації МВФ, 2012. – <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/111412.pdf>.

За останні десятиліття серед країн, що розвиваються, є небагато прикладів швидкої фінансової лібералізації, після якої не відбувалося б криз (таблиця «Досвід лібералізації руху капіталу в деяких країнах світу»¹⁰³). Порівняно безболісно процес лібералізації руху капіталу відбувався у країнах Центральної та Східної Європи, що, ймовірно, пов'язано з їх успіхами в євроінтеграційних процесах та з підтримкою з боку Європейського Союзу. На момент відкриття рахунку капіталу такі країни, як Польща, Угорщина, Чехія та Словенія, вже мали досить розвинені фінансові сектори та інституції, а також були реципієнтами великих обсягів ПІІ.

Узагальнена схема послідовності заходів лібералізації руху капіталу



Досвід лібералізації руху капіталу в деяких країнах світу

Країна	Період проведення лібералізації	Кризові епізоди	Швидкість проведення лібералізації
Польща	1991-2007	Відсутні	Поступово
Угорщина	1991-2001	Відсутні	Поступово
Естонія	1990-1994	Криза (2008)	Швидко
Чехія	1994-2001	Валютна криза (1997)	Швидко
Словаччина	1990-2004	Відсутні	Поступово
Словенія	1995-2002	Обмеження на притік капіталу (1995-1999)	Поступово
Туреччина	1980, 1988-96	Кризи (1982, 1991, 2001)	Поступово
Ісландія	1990-2001	Криза (2008)	Швидко
Індонезія	1983-1996	Криза (1997)	Швидко
Корея	1990-2012	Криза (1997)	Поступово
Малайзія	1980-1996	Кризи (1985-88, 1997-98)	Поступово
Таїланд	1984-1996	Кризи (1983-87, 1997-98)	Швидко
Аргентина	1977-82, 1987-1996	Кризи (1980-82, 1989-90, 1995-97, 2000-01)	Швидко, друга хвиля – повільніше
Чілі	1974-1996	Криза (1981-87)	Поступово
Перу		Банківські труднощі (1981-83, погані кредити)	Швидко
Мексика	1989-1996	Кризи (1982, 1994-97)	Швидко
Індія	1992 -	Банківські труднощі (погані кредити)	Поступово
Бразилія	1989 -	Криза (1994)	Поступово

¹⁰³ Джерело: Princeton Essays on International Finance (1998). Financial Liberalization Survey. – https://www.princeton.edu/~ies/IES_Essays/E211.pdf; IMF. – <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12163.pdf>; <https://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2013/capitalflows/pdf/032013.pdf>; World Bank. – http://www1.worldbank.org/finance/html/database_sfd.html.

Натомість в Ісландії швидка лібералізація руху капіталу за умов відсутності належного пруденційного регулювання та обмежень на притік капіталу перевищила можливості економіки, і це призвело до глибокої кризи. Тому уряд Ісландії був змушений запровадити обмеження на рух капіталу, щоб отримати змогу керувати процесом макрофінансової стабілізації.

Висновки для України. Тривале застосування політики жорсткого валютного регулювання та обмежень на рух капіталу є контрпродуктивним і стримує відновлення економічної активності. А виходячи з міжнародних зобов'язань, які взяла на себе Україна, підписавши Угоду про асоціацію з ЄС, кінцевою метою реформування фінансового сектору має стати повна лібералізація валютного ринку та транскордонних потоків капіталу.

У проведенні лібералізації руху капіталу доцільно спиратися на міжнародний досвід, задля вибору такого темпу та послідовності реформ, котрий дозволить повною мірою скористатися перевагами вільного руху капіталу та мінімізувати ризики, пов'язані з волатильністю потоків капіталу.

Щодо темпів проведення фінансової лібералізації, досвід одномоментної, миттєвої лібералізації в Ізраїлі у 1977р. демонструє, що шоккові рецепти за відсутності належної макростабільності та розвинених фінансових ринків можуть суттєво поглибити кризу.

Для України надскладний бізнес-процес конверсії та переказу валют, а також неможливість виведення прибутку від інвестицій суттєво погіршують потенціал країни щодо залучення ПІІ та пожвавлення несировинного експорту, що, своєю чергою, знижує ймовірність притоку валюти та практично унеможлиблює досягнення цільового рівня міжнародних резервів за збереження статус-кво.

Як вибудувати політику лібералізації в Україні. На нашу думку, у випадку України слід дотримуватися поступового процесу, а заходи з лібералізації рахунку капіталу доцільно проводити одночасно з іншими реформами, покликаними сприяти притоку іноземного капіталу.

Під час проходження проміжних етапів фінансової лібералізації необхідно сконструювати гнучку систему управління рухом капіталу, яка дасть можливість регулятору відповідати на виклики, пов'язані з можливими різкими коливаннями потоків капіталу. Зокрема необхідно забезпечити належний пруденційний нагляд за фінансовою системою та інституційну спроможність регулятора протистояти спекуляціям.

Така система може включати обмеження притоку капіталу, які сфокусовані в сегменті короткострокових і довгострокових валютних кредитів, що більшою мірою стосується банків та фінансових установ. При цьому, в сегменті акціонерного капіталу не повинно бути жодних обмежень. Регулювання бажано здійснювати не адміністративними, а ринково-орієнтованими методами і вдаватися до адміністративних обмежень лише у виняткових випадках, розуміючи при цьому, якими мають бути обставини для зняття таких обмежень.

В ідеальному випадку, базуючись на результатах експертного опитування, теоретичних дослідженнях та міжнародній практиці, ми бачимо наступні цільові конфігурації регулювання відтоку капіталу для кожної групи економічних агентів (таблиця «*Конфігурації регулювання відтоку капіталу*»):

- бізнес – мінімум обмежень, що стосуються експортно-імпоротної діяльності зі збереженням суворого нагляду за фіктивними операціями;
- іноземні інвестори (ПІІ та портфельні інвестиції в акції) – мінімум обмежень, максимально сприятливе середовище та умови для входу і виходу, можливість хеджування валютних ризиків;

- іноземні кредитори – радше макропруденційне регулювання фінансового сектору, ніж прямі адміністративні обмеження, наприклад, податки на процентні доходи, резервування, обмеження строків кредитів (понад один рік) тощо;
- населення – обмеження небажані, але певні ринково-орієнтовані регуляції можуть існувати з міркувань політики щодо панічних настроїв та зниження доларизації економіки.

Конфігурації регулювання відтоку капіталу

Населення	Бізнес	Іноземне інвестування
Вільна купівля безготівкової валюти, можуть існувати обмеження на разове зняття та купівлю готівкової валюти сумою, дозволеною для вивезення за кордон, вільний переказ валюти за кордон, вільне використання міжнародних платіжних систем.	Нульовий коефіцієнт обов'язкового продажу валютної виручки та подовження строків розрахунку за експортно-імпортними операціями з 90 до 180 днів, або скасування таких строків.	Адміністративне регулювання та обмеження мають залишатися у сегменті коротких продажів (<i>Short Selling</i>) та спекулятивних операцій (<i>Market Abuse</i>). Також адміністративно повинні встановлюватися норми розкриття інформації, невиконання яких тягне за собою суворі санкції.
Можливість переказу валютних коштів між власними рахунками в різних банках.	Скасування дозволів на купівлю іноземної валюти – перехід на повідомлювальну систему та жорсткий нагляд із застосуванням суворих санкцій у випадках фіктивних угод.	Вільне гарантоване виведення дивідендів та коштів від продажу активів. Держава має можливість встановити податок на виведення коштів за настання певних кризових обставин.
Можливість інвестувати в іноземні фінансові інструменти та відкривати рахунки в іноземних банках.	Можливість вільного строкового або дострокового погашення іноземних кредитів, регресних платежів за договорами поруки тощо.	Вільний режим інвестування за кордон для українських компаній.

Таким чином, лібералізація валютного ринку та транскордонного руху капіталу є необхідною, виходячи з економічних умов та міжнародних зобов'язань України. Лібералізація повинна відбуватися не моментально, але виваженими, достатньо швидкими темпами, задля уникнення кризових явищ, що спричинені волатильністю транснаціонального капіталу. Ця лібералізація має відбуватися за обов'язкових умов гнучкості валютного курсу та відходу НБУ від фінансування фіскального та квазіфіскального дефіциту.

У довгостроковому періоді наслідками лібералізації руху капіталу стане стабільний економічний розвиток за умов підтримання виваженої макроекономічної політики та сприятливого інвестиційного клімату.

Оцінка валютної політики України 2013-2016 років

Борис Соболев,

Головний радник Голови правління Укресімбанку

Про адекватність валютної політики. До оцінки валютної політики слід підійти по-новому, аналізуючи інтереси учасників валютних операцій та формулюючи справжній державний інтерес. Традиційні підходи з оцінками обмежувальних дій НБУ та станом поточного рахунку платіжного балансу дають результати, які мало впливають на покращення ситуації. З часу запровадження гривні у 1996р. вільно конвертована валюта залишається альтернативним активом для інвестування, якому бізнес і населення віддають перевагу особливо в часи турбулентності.

Проте **ставлення до набору заходів обмеження використання валюти**, який в наших умовах і складає «валютну політику», **має змінитися докорінно**. Варто підходити до цих обмежень з точки зору конституційності дій влади щодо права власності, як базового постулату будь-якої цивілізованої економіки.

Іншим вихідним положенням має стати заміна «ручного валютного керування» на застосування стабільних положень та умов, виписаних законом про валютне регулювання та контроль. Це вже перезріле питання, тому що країна 22 роки живе за застарілим Декретом 1993р. Наведення ладу на валютному ринку має стати пріоритетом та контрольним показником, за яким МВФ ухвалюватиме рішення про черговий транш позики.

В Україні відсутня послідовна економічна політика, як система взаємопов'язаних й обумовлених заходів, спрямованих на досягнення конкретних результатів. Винятком є дискретні періоди історичного розвитку, в які склалися та реалізувалися Меморандуми з МВФ. Тому говорити про послідовну валютну політику як підсистему загальноекономічної можна лише в рамках цих періодів¹⁰⁴.

Динаміка стандартних показників поки не стала головними індикаторами стану економіки України. Акцентування уваги суспільства та влади на валютному курсі гривні як базовому показнику стану макроекономіки, є також українською специфікою. За даними Міністерства економічного розвитку та торгівлі (надалі – МЕРТ), долар США та євро є об'єктом і засобом збереження доходів громадян, засобом обслуговування тіньового господарського обігу обсягом понад 55% ВВП.

Отже, беручи до уваги ці зауваження та припущення можливо робити оцінку адекватності виконання Урядом і Національним банком України положень Меморандуму. **Неспроможність Уряду та НБУ обґрунтувати і відстояти перед МВФ недоцільність використання механізму вільного курсоутворення в умовах кризи, рецесії і політичної нестабільності**, а також хронічного дефіциту поточного рахунку платіжного балансу та значного зовнішнього боргу, призвела до внесення до Меморандуму про економічну та фінансову політику зобов'язань НБУ продовжувати дотримуватися політики гнучкого обмінного курсу.

Дещо про український валютний ринок. З моменту запровадження у 1996р. гривні існував біржовий та міжбанківський сегменти. На торгах Української міжбанківської валютної біржі (УМВБ) відбувалися угоди обсягом 3-7%

¹⁰⁴ У цій статті використані матеріали, наведені в доповідях провідних українських вчених, які узагальнили оцінки валютної політики 2013-2015рр. (В.Гаркавенко, С.Кораблін, В.Геєць, О.Шаров), а також озвучені іншими фахівцями банківського ринку Українського кредитно-банківського союзу та Банкірського клубу у 2015р.

загального річного обсягу купівлі-продажу ВКВ, проте вони адекватно відбивали співвідношення попиту-пропозиції, що давало підстави говорити про ринковість курсоутворення. Ще в 1998р. було запроваджено інструменти хеджування валютних ризиків, проте замість розвитку реального термінового ринку НБУ фактично ліквідував ці торги. Тому й досі експортери та імпортери не мають можливості хеджувати валютні ризики, що унеможливорює становлення валютного ринку в цілому.

У період після кризи 2007-2009рр. визначення курсу за результатами торгів на міжбанківському ринку відбувалося під жорстким адміністративним контролем насамперед НБУ. Обсяги щоденних торгів у межах \$150-300 млн. не могли бути репрезентативним способом визначення співвідношення реального попиту та пропозиції у країні, де фактичний експорт та імпорт товарів і послуг перевищував \$120 млрд. на рік, не говорячи про неторгові операції. Великі державні монополії фактично виведені з ринку (насамперед НАК «Нафтогаз України»), що також спотворює реальний попит на валюту.

Режим курсоутворення й монетарна політика. Про недоліки фіксації курсу гривні до долара США говорили довго, проте влада нічого не робила, а упродовж 2012-2014рр. майже втричі зменшила розмір чистої величини золотовалютного резерву.

Зважаючи на значне **вилучення коштів з банків** (у січні 2014р. – понад 9 млрд. грн. в національній валюті та \$0,6 млрд.), що було **пов'язано з масовими протестами проти режиму** Януковича, в лютому 2014р. **відбувся перехід**, причому в не правовий спосіб (*Національний банк України змінив режим курсоутворення з 6 лютого 2014р. без внесення змін до «Положення про встановлення офіційного курсу гривні до іноземних валют та курсу банківських металів»*), до **механізму вільного курсоутворення**. Це стало чинником девальвації національної валюти, хоча НБУ ще у грудні 2013р. - січні 2014р. «підготувався» до значної девальвації національної валюти.

Про те, що девальвація дійсно була «плановою» і визначальною мірою спровокованою діями Національного банку, свідчать рішення НБУ щодо здійснення Національним банком адресних інтервенцій (за пільговим курсом), та зняття обмежень для банків на обсяги рефінансування, та обсяги наданого Нацбанком рефінансування у грудні 2013р. - січні 2014р.

Значна частина коштів, отриманих банками у вигляді рефінансування, була спрямована на валютний ринок, про що свідчать нехарактерні для міжбанківського валютного ринку обсяги продажу валюти наприкінці 2013р. та II половині січня - початку лютого 2014р. (у грудні 2013р. – \$39,1 млрд., у січні 2014р. – \$45,1 млрд., у т.ч. лише за останній тиждень січня 2014р. – майже \$20 млрд.)¹⁰⁵. НБУ разом з митними органами міг встановити чітку систему контролю за використанням валюти на потреби реального імпорту (всі операції реєструються відповідно до актів НБУ в Системі підтвердження угод на міжбанківському валютному ринку), проте цього не зроблено й по сьогодні.

Про неефективність вжитих заходів можна судити на підставі того, що постановою №863 від 4 грудня 2015р. НБУ вчетверте подовжив дію антикризових заходів, запроваджених у 2014-2015рр., ще на три місяці – до 4 березня 2016р. Зокрема зберігається вимога про обов'язковий продаж 75% валютної виручки та її повернення до України у 90-денний термін, добові ліміти на продаж в одні руки іноземної валюти еквівалентної 15 тис. грн. та на отримання готівки в гривні через каси й банкомати не більше 300 тис. грн. Ці обмежувальні заходи суперечать конституційним правам громадян і підприємств

¹⁰⁵ У статті, якщо не вказане інше, використані дані НБУ.

на вільне розпорядження власними коштами, стимулюють розвиток тіньового ринку зі своїм валютним курсом, блокують розвиток експорту.

Стосовно експорту слід окремо зупинитися на експорті готових товарів з високою часткою доданої вартості та послуг, де оплата за міжнародними стандартами йде після 6-24-місячного виконання виробничих циклів. Аналогічною є ситуація з отриманням коштів від міжнародних фінансових установ, які обов'язково продаються за гривню, а після цього для потреб виконання робіт виконавці мусять купувати валюту на нових умовах.

Втрати банків і клієнтів. Непрофесійні дії НБУ призвели до тяжких наслідків, тягар яких було повністю перекладено на підприємства, банки та населення. З переходом 6 лютого 2014р. на плаваючий режим курсоутворення НБУ запровадив жорсткі обмеження доступу клієнтів до власних коштів, у т.ч. до валюти, що було прямим порушенням конституційного права власності. Запровадження Національним банком України практики нідерландських валютних аукціонів було неадекватним економічній ситуації в країні загалом та на фінансовому ринку зокрема.

Нерозуміння бізнесом і населенням політики НБУ та втрата довіри до його дій, а також досить спірні публічні коментарі посадових осіб Нацбанку ще більше розхитували ситуацію та призводили до зменшення обсягів торгівлі іноземною валютою, як на міжбанківському ринку, так і на готівковому ринку, що сприяло тінізації валютних операцій та множинності обмінних курсів.

Маючи необхідні інструменти для недопущення спекулятивних операцій на міжбанківському валютному ринку та, відповідно, знецінення національної валюти за рахунок цього фактора, НБУ не забезпечив ефективний контроль за валютними операціями банків.

За оперативними даними, у 2015р. банки з першої 20-ки втратили внаслідок знецінення гривні та необхідності переоцінки валютної позиції до 30% від загальної суми втрат (сформованих резервів).

Девальвація стала головним чинником відпливу вкладень клієнтів (зокрема, 27 січня 2014р. – \$4 млрд., 28 січня – \$5 млрд., у середньому за день: останній тиждень січня 2014р. – \$3,9 млрд.; грудень 2013р. – майже \$2 млрд.; січень 2014р. – \$2,3 млрд., у той час як за попередні місяці – не вище \$1,2 млрд. в день), підризу капітальної бази, переоцінки валютної позиції та виникнення кризи ліквідності у більшості комерційних банків.

З прийняттям вказаних рішень обсяги рефінансування продовжували зростати, обсяги торгів валютою – почали зменшуватися, валютний курс – і на міжбанківському валютному ринку, і офіційний, і готівковий – знижуватись, відтік коштів з рахунків у банках – продовжуватись¹⁰⁶.

Запровадження з 6 лютого 2014р. курсоутворення на вузькому сегменті штучного ринку з одночасним масивним рефінансуванням обраних банків спричинило подальше знецінення курсу гривні та зумовило неефективне використання міжнародних резервів. Важко говорити про ринкове курсоутворення в адміністративно керованих умовах.

Офіційний **обмінний курс гривні до долара США** за 2014р. **знизився** з 7,993 до 15,7686 грн./\$1, та до 30 грн./\$1 на кінець лютого 2015р., після чого почав

¹⁰⁶ Так, у лютому 2014р. обсяги рефінансування склали 22,3 млрд. грн., обсяги продажу валюти на міжбанківському валютному ринку – \$27,1 млрд., офіційний курс гривні до долара США девальвував на 25%, залишки коштів клієнтів на рахунках у банках зменшилися в національній валюті на 20 млрд. грн., в іноземній – на \$1,7 млрд.

зміцнюватися за рахунок обмеження доступу імпортерів до валютного ринку, відродження тіньового ринку готівкового обміну.

Практика залучення коштів МВФ через викуп НБУ ОВДП для подолання кризи ліквідності комерційних банків, що почалася за Уряду Ю.Тимошенка, призвела до негативних наслідків. Фактичне перенесення боргів приватних власників банків («Родовід», «Київ», «Укргазбанк» та ін.) на плечі платників податків дало можливість відтермінувати загальноекономічну кризу, проте за непропорційно великий кошт.

Подальша практика емісійного порятунку окремих банків погіршилася у 2014р., коли загальний обсяг кредитів рефінансування НБУ збільшився з 71 млрд. грн. у 2013р. до 222 млрд. грн., тобто у 3 рази. Про те, куди пішли ці кошти можна судити з динаміки валютного курсу, де витік валюти з НБУ чітко збігався з падінням гривні – 27 лютого, 19, 20, 26, 27 березня та 22-23 квітня 2014р.

Аналіз макроекономічних показників після кризового періоду 2008-2010рр. та періоду, що аналізується у цій статті, свідчить, що не було підстав для такого різкого зниження курсу гривні. Дефіцит платіжного балансу України у 2014р. практично дорівнював дефіциту у кризовому 2009р. (понад \$13,3 млрд.), але курс національної валюти на кінець 2009р., порівняно з початком 2008р., знецінився на 58% (з 5,05 до 7,985 грн./\$1), у той час як з початку лютого 2014р. до 26 лютого 2015р. – у 3,75 рази.

Динаміка індексів зміни курсу гривні до долара США та споживчих цін у 1996-2015рр. показує, що з початку грошової реформи національна валюта до лютого 2015р. знецінилася майже в 2 рази більше, ніж зросли споживчі ціни (на кінець лютого 2015р. порівняно з 1996р. індекс зміни курсу гривні до долара США становив 1470%, а індекс споживчих цін – 777%).

Про макроекономічну та валютну політику. Великий вплив на валютний ринок справляє макроекономічна політика. Якщо проводити паралелі з монетарними заходами центральних банків країн Організації економічного співробітництва та розвитку (ОЕСР) у після кризовий період з монетарною експансією НБУ 2014-2015рр., то наслідком дії перших стала макроекономічна динаміка та ріст зайнятості, а в Україні монетарні заходи призвели до падіння ВВП на 12%. Головним чинником дисбалансів в Україні є відсутність достовірного макроекономічного прогнозування та обліку, особливо в секторі публічних фінансів. Валютна ж дестабілізація співпала з загостренням боргової кризи.

Виплати за ОВДП у 2015р. стали значно більшими за надходження, насамперед внаслідок дорогих запозичень попередніх років. Заборгованість Уряду за ОВДП, станом на кінець 2008р. складала менше 30 млрд. грн. (3% ВВП), 2012р. – 175 млрд. грн. (15% ВВП), 2014р. – 460 млрд. грн. (30% ВВП). При цьому зовнішній борг перевищив внутрішній, склавши в еквіваленті 485,8 млрд. грн. (або 31% ВВП), що посилює потенційний тиск на валютний ринок.

Про непрофесійність монетарної політики та її шкідливий вплив на курс гривні свідчать цифри «потрапляння» емітованих коштів НБУ до реального сектору економіки. Якщо протягом 2010-2012рр. частка банківських кредитів у джерелах фінансування підприємств України складала до 25%, то вже у 2014-2015рр. вона впала до 19%. Куди ж ділися емітовані 222 млрд. грн. протягом 2014р.? Відповідь очевидна в динаміці курсу гривні.

Крім того кошти просто поверталися до емітента. Про відсутність необхідності рефінансування в таких обсягах свідчать: показники ліквідності банківського сектору; обсяги мобілізації НБУ коштів банків шляхом розміщення депозитних сертифікатів НБУ (у 2014р. в 5,4 рази перевищили обсяги за 2013р.); середньоденний обсяг коштів на коррахунках банків в НБУ упродовж 2014р.; різниця між сумами зменшення депозитів та кредитів.

Суттєве зменшення обсягів рефінансування у вересні 2014р. сприяло незначній ревальвації курсу національної валюти, проте в листопаді 2014р. НБУ перейшов до інтенсивного рефінансування банків шляхом надання кредитів овернайт. *З одного боку*, це надавало можливість банкам спрямовувати кошти на валютний ринок¹⁰⁷, *з іншого* – створювало ілюзію щодо незначних обсягів емісії.

Прикладом **непрозорих процедур рефінансування і вибіркового підходу** під час надання кредитів є критерії, за якими НБУ визначав доцільність надання кредитів рефінансування окремим банкам. Зокрема:

- надання кредитів рефінансування банкам у більших обсягах, ніж відтік коштів клієнтів або в умовах притоку коштів клієнтів;
- неврахування під час визначення необхідного обсягу рефінансування стосовно багатьох банків не лише відтоку коштів, але й погашення заборгованості за кредитами;
- надання впродовж січня-вересня 2014р. кредитів рефінансування Дельта Банку, рішення про один з яких приймається 13 серпня 2014р., який, очевидно, за ці кошти мав намір купити інший банк, адже 19 серпня 2014р. банк офіційно повідомив, що він уклав угоду на купівлю Універсал Банку.

Про вибіркового підхід надання кредитів рефінансування **та відсутність обмежень на збільшення активів** та надання нових кредитів для банків, які отримували стабілізаційні кредити/кредити на підтримку ліквідності, а також контролю за їх використанням свідчить і збільшення кредитного портфеля окремими банками у 2014р.

В умовах відтоку коштів клієнтів та високих ставок за вкладами фізичних осіб доступ до значно дешевших ресурсів НБУ створював додаткові конкурентні **переваги для окремих банків, які використовували ці кошти** не лише на погашення своїх зобов'язань перед вкладниками, а й **для надання кредитів або на операції з валютою**.

У той час як 36 банків отримали кредити (на загальну суму 21,1 млрд. грн.) винятково під високоліквідне забезпечення у вигляді ОВДП та іноземної валюти, 20 банкам надано кредити на загальну суму 8,2 млрд. грн. – під забезпечення, яке викликає великий сумнів з точки зору його ліквідності. Із цих 20-ти банків по 11-ти (станом на 15 вересня 2015р.) вже прийняті рішення про їх ліквідацію (Надра, Імексбанк, Форум, Південкомбанк, Актив-банк, Єврогазбанк, АКБ, Порто-Франко, Легбанк, Укркомунбанк, УПБ), а ще в один (банк «Столичний») введено тимчасову адміністрацію.

Наслідки валютного безладу. Безпрецедентна девальвація національної валюти зробила неможливим для більшості позичальників обслуговування валютних позик, що стало однією з найважливіших причин **зростання простроченої заборгованості**, показники якої суттєво перевищують рівень кризового періоду 2008-2010рр. **Питома вага прострочених кредитів** у кредитному портфелі банків **на кінець 2015р. становила 21,3%** (найвище значення у 2008-2010рр. – 11,2%).

Втрати позичальників-резидентів на курсовій різниці внаслідок девальвації склали **294 млрд. грн.** (фізичних осіб – 58 млрд. грн., нефінансових корпорацій – 212 млрд. грн.) **у 2014р. та 153 млрд. грн. у січні-червні 2015р.** (фізичних осіб – 34 млрд. грн., нефінансових корпорацій – 119 млрд.грн.).

¹⁰⁷ Лише за 14 робочих днів (з 5 по 25 листопада) обсяги таких кредитів (без врахування 3,7 млрд. грн., наданих шляхом проведення тендеру з підтримання ліквідності банків) склали майже 21 млрд. грн., тобто майже 1,5 млрд. грн. щоденно. З 4 по 25 листопада валютний курс знецінився з 12,95 до 15,01 грн. за дол. США, що підтверджує, що кошти, отримані через механізм рефінансування, спрямовувались на валютний ринок.

Погіршення якості кредитного портфеля та інших активів банків призвело до необхідності формування банками додаткових резервів: **відрахування в резерви** за активними операціями банків за 2014р. склали 103 млрд. грн., що становить 39,3% загального обсягу всіх витрат банків, за I півріччя 2015р. – 118 млрд. грн., або **59% загального обсягу всіх витрат банків**.

Зростання проблемної заборгованості, спричинене як девальвацією національної валюти, так і активними операціями з пов'язаними особами, що ігнорується НБУ, **стало однією з головних причин збитковості банківського сектору**. Вагомими причинами збитковості стали також втрата активів унаслідок анексії Криму та ситуації на Сході України, а також зростання вартості ресурсів.

Починаючи з результатів за лютий 2014р. і впродовж усього 2015р. **діяльність банківського сектору була збитковою**. За 2014р. по системі банків отримано від'ємний фінансовий результат у сумі 52,5 млрд. грн., за січень-грудень 2015р. – 96 млрд. грн.

Зростає кількість банків, що визнані неплатоспроможними. Так, **упродовж 2014р. 33 банки** було **визнано неплатоспроможними**, а в подальшому стосовно них прийняті рішення про ліквідацію. Станом на кінець 2015р., ще **27 банків визнано неплатоспроможними**. Перспективою 2016р., коли НБУ має прозвітувати перед МВФ про наслідки стрес-тестування комерційних банків, є те, що в країні залишиться менше 100 банків. Тисячі висококваліфікованих банківських працівників стануть безробітними.

Така інтенсивність виведення з ринку проблемних банків призводить до суттєвого погіршення фінансового стану підприємств та їх банкрутства. Так, залишки коштів юридичних осіб у банках, в яких у 2014р. було введено тимчасову адміністрацію, становили в національній валюті – **13,9** млрд. грн., в іноземній – понад **\$400** млн., у банках, в яких у I кв. 2015р. було введено тимчасову адміністрацію, у національній валюті – **12** млрд. грн., в іноземній – близько **\$300** млн.

Суттєве погіршення фінансового стану підприємств призвело до скорочення попиту на кредити. З іншого боку, різко скоротилася пропозиція кредитів з боку банків, як через небажання брати додаткові ризики, так і у зв'язку з можливістю вкладання коштів у високодохідні низькоризикові активи – депозитні сертифікати НБУ та ОВДП, у т.ч. номіновані у вільноконвертованій валюті. Все це позначається на кредитуванні реального сектору, скорочення обсягів якого відбувається протягом усього періоду, що аналізується. Інвестування у державний борг стало альтернативою роботи з реальним сектором.

Висока ймовірність подальших банкрутств у банківському секторі у 2016р. зумовлює ризики **недоотримання податкових надходжень** від підприємств, які понесли збитки від неповернення коштів, що знаходилися на їх рахунках у банках, щодо яких прийнято рішення про введення тимчасової адміністрації або ліквідації.

В умовах хронічного дефіциту держбюджету додаткові витрати для підтримки Фонду гарантування вкладів фізичних осіб призводять до **збільшення розміру державного боргу України**, рівень якого вже у 2015р. значно перевищив критичне значення показників боргової залежності держави та призвів до необхідності реструктуризації майже \$15,2 млрд. платежів за кредитними зобов'язаннями на 2015-2018рр.

Значне погіршення показників боргової залежності у 2013-2015рр. пов'язане, перш за все, майже із **двократним** (на 515,8 млрд. грн.) **зростанням розміру державного та гарантованого державою боргу України**. Найбільш вагомим фактором зростання обсягу державного боргу України у 2014-2015рр., стала девальвація гривні, що зумовлено структурою державного боргу, яка

склалася попередніми роками, і яка свідчила про валютну вразливість сектору державних фінансів. Так, виплати за існуючими у 2014р. боргами перевищили надходження із зарубіжних джерел у різних формах на \$5 млрд. Реструктуризація, досягнута восени 2015р., стала єдиним виходом із ситуації фактичного суверенного та корпоративних дефолтів.

Перспективи в період 2016-2020рр. (таблиця «Прогнозні показники розвитку окремих регіонів світу»¹⁰⁸) залежатимуть від макроекономічної динаміки, динаміки розвитку країн – головних торговельних партнерів України. За оцінками ОЕСР, падіння світових цін на товарні позиції, що складають 75% українського експорту на цей період не дозволять говорити про утримання позитивного балансу торгівлі товарами. Агресивна війна Росії та блокада українського товарообороту з країнами колишнього СРСР не дають підстав говорити про перспективу позитивного сальдо у торгівлі послугами.

**Прогнозні показники розвитку окремих регіонів світу до 2020 року,
(% зростання)**

	Середнє	Прогноз		
	1997-2006	2015	2016	2020
Середня світова	4,0	3,5	3,8	4,0
Висхідні країни	5,5	4,3	4,7	5,3
Висхідні країни Європи	4,1	2,9	3,2	3,4
Медіанний рівень для висхідних країн	4,4	3,5	3,9	4,0
Україна	4,6	-5,5	2,0	4,0

Некапітальні операції та відстрочення основних платежів за кредитами 2016-2018рр. можуть дати позитивне сальдо і загалом вплинути на позитивне сальдо поточного рахунку платіжного балансу в цей період. Це означає слабку макроекономічну перспективу для стабілізації обмінного курсу гривні.

Проте без розбудови справжнього фінансового й зокрема валютного ринку, суттєвих змін монетарної та пруденційної політики, без виведення керівництва НБУ із залежності від політичних ризиків та наведення порядку в публічних фінансах, марно сподіватися на позитивний розвиток подій на валютному ринку України.

Функціонування реального сектору економіки в таких умовах є проблематичним, проте він все одно розвиватиметься і створюватиме для цього свої умови. У реаліях України – це тіньовий сектор, розрахунки та накопичення в якому йдуть у вільноконвертованій валюті. Це – також втеча продуктивного капіталу та робочої сили за кордон, масова еміграція.

Певну альтернативу створюють віртуальні валюти, що з'явилися після кризи 2007-2009рр. Якщо говорити про біткойни, або подібні віртуальні засоби, то слід бачити глибинний сенс їх появи. Він, на нашу думку, полягає в об'єктивних межах розвитку продуктивних сил, що створюють національні державні інститути. Саме пост-Вестфальська система державно-суверенних утворень, що монополізувала право емісії грошових одиниць, стала гальмом для глобалізованого середовища продуктивних сил, товарів, послуг, капіталів та робочої сили. Що й зумовлює пошуки нових шляхів, у т.ч. грошових засобів, з метою безконфліктного вирішення таких протиріч.

¹⁰⁸ Джерело: IMF World Economic Outlook, 2015. – <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/02/weodata/index.aspx>.

Поява феноменальної платформи ETHEREUM¹⁰⁹, в якій використані механізми біткойну, є наочним прикладом розв'язання протиріччя між продуктивними силами та обмеженнями суверенно-державних форм організації сучасної цивілізації. Емісія кожним учасником такого глобалізованого ринку власних заміників національних грошей (у т.ч. вільно конвертованих) створить нові умови цивілізаційного розвитку. Якщо Україна зрозуміє цю тенденцію та створить відповідні умови для їх розвитку, то ми матимемо стратегічний успіх.

Висновки та пропозиції

Відсутність реального та ефективного валютного ринку та адекватних державних інститутів, спроможних виробляти національну політику та працювати над її втіленням є головним підсумком майже 25-річного незалежного періоду розвитку України. Заходи обмежувального характеру, що порушують конституційні засади права власності, не є і не можуть формувати складові валютної політики держави.

Очевидно, що шляхом наведення порядку в публічних фінансах мають стати зміни й доповнення до Конституції та кодексів України, які б запровадили чітку відповідальність органів державної влади та визначили їх компетенцію у валютному регулюванні. Слід також продумати стратегію перетворення гривні на вільно конвертовану валюту, чи приєднання України до зони з більш сильними та стабільними валютами.

Недоліки і прорахунки у грошово-кредитній та валютно-курсовій політиці призвели до загострення проблем у всіх секторах економіки України. Насамперед, це стосується переходу на гнучкий курс і операцій рефінансування.

Однією із причин такої ситуації є відсутність закону про валютне регулювання та контроль, в якому були б визначені принципи валютного регулювання, повноваження державних органів, права й обов'язки суб'єктів валютних відносин, порядок здійснення валютного контролю, відповідальність за порушення валютного законодавства, а також Закону «Про зовнішній борг», в якому були б визначені поняття, структура та показники зовнішнього боргу, принципи управління та контролю за його рівнем і структурою, механізми обслуговування, джерела погашення, а також активи, що можуть бути використані для забезпечення виконання зобов'язань щодо зовнішніх запозичень.

До 2017р. слід завершити розбудову валютного ринку, включно з сегментом хеджування валютних ризиків та визначенням ключових операторів.

¹⁰⁹ Запущена первая версия децентрализованной платформы Ethereum. – <http://bitcoinconf.com.ua/ru/news/zapushchena-pervaya-versiya-detsentralizovannoy-platforni-ethereum-1>.

Взаємопосилення інфляційних та девальваційних процесів в Україні: визначення причин та шляхи їх усунення

Олег Устенко,

Виконавчий директор Міжнародного Фонду Блейзера

Микола Зименко,

Радник Міжнародного Фонду Блейзера

Упродовж новітньої економічної історії Україна неодноразово переживала як інфляційні, так і девальваційні сплески, що значною мірою позначилося на формуванні поведінки всіх економічних агентів у країні. Низький рівень прогнозованості процесів та високий рівень залежності держави від сировинного експорту, малоефективна політика Національного Банку України, розбалансовані державні фінанси призвели до цілої низки проблем, серед яких найважливішими є наступні:

- населення продовжує заощаджувати кошти не в національній, а в іноземній валюті, що створює додатковий девальваційний тиск на гривню. Причому в періоди шоків коливань доларизація взагалі стає масовою, поруч із посиленням процесів тінізації;
- більшість імпортерів вкладають у ціну товарів значні девальваційні очікування, що призводить до дедалі вищого рівня інфляції;
- реальний сектор економіки країни більшість часу знаходиться в дефіцитній зоні щодо можливості залучення кредитного ресурсу, оскільки банківський сектор воліє використовувати можливості заробітку від значних коливань курсу гривні, а не за рахунок кредитування українських компаній;
- низький рівень інвестиційної привабливості країни серед іноземних інвесторів, які наражаються на значні ризики знецінення власних інвестицій з-за можливих девальваційних процесів;
- збільшення соціальної напруженості в українському суспільстві, внаслідок зниження реальних доходів населення, з-за високих рівнів інфляції та девальвації.

Оцінка агрегованих рівнів інфляції та девальвації в Україні. Інфляція та девальвація є пов'язаними процесами. Враховуючи потужний синергетичний ефект між цими явищами, важливо проаналізувати їх взаємозв'язок з урахуванням фінансових показників (таблиця «*Окремі показники фінансової статистики України та США*»¹¹⁰). Такий аналіз проведено з часу запровадження гривні в обіг, тобто з 1996р., хоча виявлені тренди є справедливими починаючи з 1991р.

На підставі наведених даних, можливими є розрахунки коефіцієнтів знецінення гривні та долара США, а також коефіцієнту девальвації гривні, порівняно з долларом США.

Розрахунок наведених коефіцієнтів знецінення та девальвації гривні виконується шляхом обчислення базових темпів зростання із базою порівняння 1995р. (діаграма «*Знецінення та девальвація гривні у 1996-2015рр.*»). За нашими спостереженнями, серед наведених коефіцієнтів знецінення найбільш інформативним є коефіцієнт, отриманий на підставі середньорічних показників

¹¹⁰ Використані за даними Держстату, НБУ, інших державних і недержавних інституцій, електронні адреси яких є наступними: <http://ukrstat.gov.ua/>;
http://www.bank.gov.ua/files/Exchange_r.xls;
http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=23487024&cat_id=57896;
<http://www.segodnya.ua/economics/enews/minfin-ukrainy-uhudshil-ekonomicheskije-prognozy-675648.html>; <http://www.govfor.com/statistika/123/124/125>;
http://www.rusnauka.com/10_NPE_2011/Economics/10_83562.doc.htm.

індексу споживчих цін (ІСЦ), оскільки саме він відбиває зміни споживчих цін, що відбуваються протягом року і не є «моментним» показником динаміки ІСЦ (грудень до грудня).

Окремі показники фінансової статистики України та США

Роки	Офіційний середньорічний курс НБУ, грн./\$1	ІСЦ України, рік/рік (середньорічний), %	ІСЦ США, рік/рік, (середньорічний), %	ВВП України, млрд. грн.	ЗВР* України, \$ млн.	Залишкова вартість ОЗ ¹¹¹ , млрд. грн.	Середньорічна облікова ставка НБУ, % ¹¹²	М ₃ («широкі гроші»), млрд. грн.
1996	1,83	180,3	103,32	81,5	2,0	522,7	61,88	9,4
1997	1,86	115,9	101,70	93,4	2,4	519,6	24,49	12,5
1998	2,45	110,6	101,61	102,6	793	491,1	61,22	15,7
1999	4,13	122,7	102,68	130,4	1094	482,9	49,98	22,1
2000	5,44	128,2	103,39	170,1	1475	466,4	30,59	32,3
2001	5,37	112,0	101,55	204,2	3089	503,3	19,74	45,8
2002	5,33	100,8	102,38	225,8	4417	512,2	9,51	64,9
2003	5,33	105,2	101,88	267,3	6937	538,8	7,00	95,0
2004	5,32	109,0	103,26	345,1	9525	587,5	7,54	125,8
2005	5,12	113,5	103,42	441,5	19391	661,6	9,20	194,0
2006	5,05	109,1	102,54	544,2	22358	774,5	8,94	261,0
2007	5,05	112,8	104,08	720,7	32479	993,3	8,21	396,2
2008	5,27	125,2	100,09	948,1	31543	1251,2	11,34	515,7
2009	7,79	115,9	102,72	914,7	26505	1597,4	11,16	487,3
2010	7,94	109,4	101,50	1120,6	34576	1731,2	9,04	597,9
2011	7,97	108,0	102,96	1349,2	31795	1780,0	7,75	685,6
2012	7,99	100,6	101,74	1459,1	24546	2136,0	7,56	773,2
2013	7,99	99,7	101,50	1522,7	20416	2357,0	7,03	909,0
2014	11,89	112,1	100,76	1566,7	7533	2274,9	10,23	956,8
2015	21,84	148,7	101,27	1957,8	13300	2158,6	25,30	970,2

* ЗВР – золотовалютні резерви.

Серед показників девальзації української гривні, найбільш інформативним є показник, скорегований на середньорічний ІСЦ у США, оскільки паралельно із девальзацією гривні відбувалося й знецінення долара США, хоча й не такими значними темпами як гривні (з 1996р. по 2015р. включно долар США втратив 35,4% купівельної спроможності).

Аналізуючи дані, наведені на діаграмі, приділивши особливу увагу точкам перетину коефіцієнтів знецінення гривні з коефіцієнтами її девальзації, а також прив'язавши такі зміни до історичних подій упродовж зазначеного періоду, маємо підстави стверджувати, що обмінний курс пари гривня/долар – постійно

¹¹¹ Основні засоби (ОЗ) – матеріальні активи, які підприємство утримує з метою використання їх у процесі виробництва або постачання товарів, надання послуг, здавання в оренду іншим особам або для здійснення адміністративних і соціально-культурних функцій, очікуваний строк корисного використання (експлуатації) яких більше одного року (або операційного циклу, якщо він є довшим за рік).

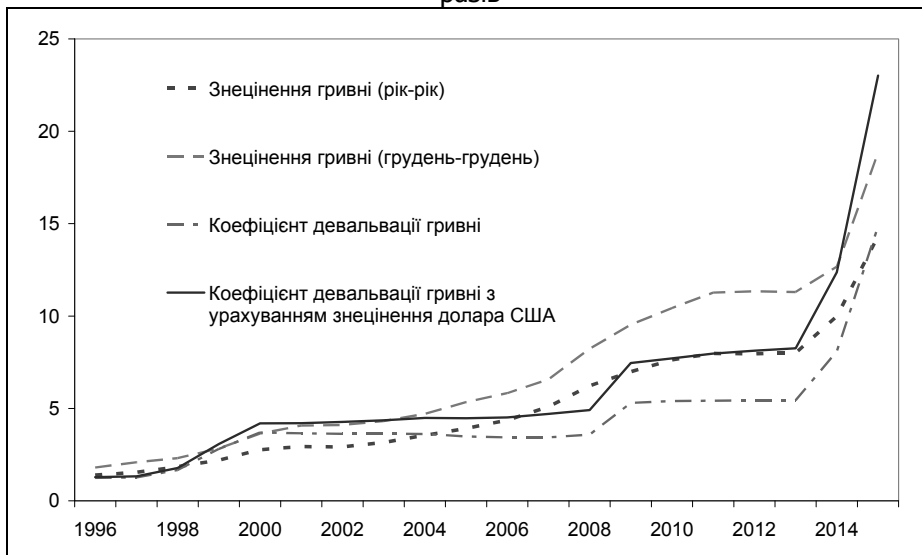
¹¹² Розраховано авторами на підставі даних НБУ:

http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=53647, шляхом екстраполяції, інтерполяції та деномінації.

коливається навколо умовного рівня рівноваги. Відповідна лінія рівноваги – є лінією коефіцієнта знецінення, тобто інфляції, а періодичні коригування відбуваються таким чином, щоб наблизитися до відповідного умовно «рівноважного» значення.

Така поведінка зазначених коефіцієнтів, на нашу думку, свідчить про «первісність» саме інфляції та «похідність» курсу обміну валют, незважаючи на потужний синергетичний зв'язок між ними.

**Знецінення та девальвація гривні у 1996-2015рр.,
разів**



Водночас, варто зазначити, що динаміка досліджуваних свідчить: якщо у 2014р. коефіцієнти знецінення гривні та її девальвації «наближувалися в рівноважній точці» близько 12 разів від рівня 1995р., то вже у 2015р. коефіцієнт девальвації гривні (скорегований на знецінення долара США) суттєво перевищив інші показники – у 23 рази проти коефіцієнта знецінення гривні у 19 разів (рік до року, не кажучи вже про 14 разів у випадку грудень до грудня). Така розбіжність однозначно свідчить про вкрай безсистемну та помилкову роботу у визначений період основного регулятора на валютному ринку – НБУ.

Розуміння різниці потенціалів ефективності управління «первісним» процесом у порівнянні з «похідним» визначає предмет подальшого аналізу – пошуку визначних, системо утворюючих факторів розвитку інфляційних процесів в економіці України, моделювання їх взаємозв'язків, оцінку сили впливу кожного з них, синтез управлінських рішень на базі зазначеного. Для цього розглядається спектр забезпеченості гривневої грошової маси, що емітується в обіг, матеріальними ресурсами. Іншим вагомим фактором визначається показник облікової ставки НБУ.

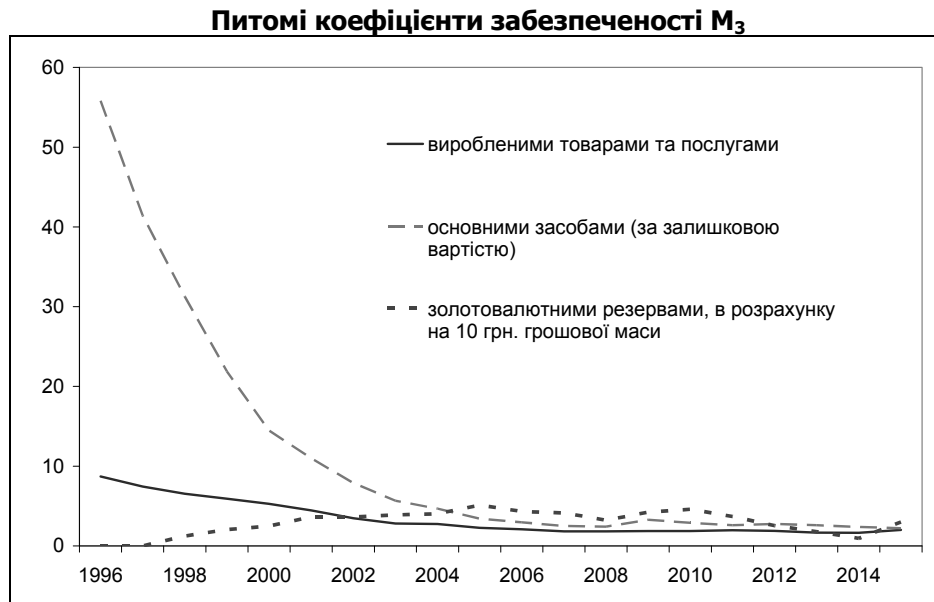
З точки зору забезпеченості розглядаються три основних фактори:

- ВВП;
- залишкова вартість основних засобів (ОЗ);
- золотовалютні резерви (ЗВР).

У якості бази порівняння, а саме кількості грошей в обігу в готівковій і безготівковій формах, обраний грошовий агрегат «широкі гроші» M_3 .

Динаміку питомих коефіцієнтів забезпеченості української гривні в обігу наведено на діаграмі «Питомі коефіцієнти забезпеченості M_3 ». Звернемо увагу на забезпеченість гривні основними засобами, яка упродовж 1996-2015рр. знизилася у понад 25 разів. Так, на 1 грн. грошової маси M_3 у 1996р. припадало

55,8 грн. основних засобів, а у 2015р. – лише 2,2 грн. Забезпеченість грошей товарами та послугами, що виробляються (ВВП) – також знизилася понад 4 разів – з 8,7 грн. до 2 грн. ВВП (в розрахунку на 1 грн. M_3). Фактично за своєю сутністю – останній є показником кількості оборотів грошової маси, або інакше – зворотній рівню монетизації економіки¹¹³. Виходячи з цього можна констатувати як негативний фактор зменшення рівня забезпеченості грошової маси, так і факт зменшення швидкості її обігу.



Розрахунок стандартизованих коефіцієнтів регресії дозволив визначити рівень впливу факторних ознак на швидкість знецінення гривні. Найбільший вплив має показник забезпеченості грошової маси виробленими товарами та наданими послугами (ВВП), на другому місці – забезпечення ОЗ, на третьому – ЗВР і лише на четвертому – облікова ставка НБУ, що в цілому відповідає нашому розумінню «первісності» та «похідності» інфляційних і девальваційних процесів, а також відносно незначній залежності значень вказаних показників від особистостей на керівних посадах у НБУ. Також, за результатами розрахунків, вбачається можливість побудови статистично значимої та достовірної моделі залежності рівня інфляції в Україні від зазначених факторів забезпеченості грошової маси та облікової ставки НБУ, проте безпосередньо моделювання та прогнозування виходить за межі цієї роботи.

На цьому етапі розвитку країни, зважаючи на складну ситуацію зі зношенністю основних засобів¹¹⁴, велику питому вагу збиткових підприємств в українській економіці¹¹⁵, можна стверджувати, що **можливості зі стимулювання української економіки за рахунок традиційних монетарних і фінансових заходів є вкрай обмеженими**. Реальний же поштовх для розвитку економіки країни може бути отриманий за рахунок **проведення системних структурних змін**, які дозволять підвищити якість бізнес-клімату в Україні.

Напрями та завдання економічного прискорення. На нашу думку, одним із визначних важелів швидкої інфляції в Україні і, як наслідок, девальвації гривні,

¹¹³ Зауважимо, часто для розрахунку рівня монетизації використовують грошовий агрегат «квазігроші» M_2

¹¹⁴ Коефіцієнт зносу основних засобів в Україні останніми роками прискорився. Так, якщо у докризовий період (до 2007р.) вказаний коефіцієнт не перевищував 50%, то у 2010р. він досяг значення майже 75%, а за результатами 2015р. – перевищив 86%.

¹¹⁵ Упродовж останнього десятиріччя питома вага збиткових підприємств в Україні становила 33-35% загальної кількості, проте у кризовий період 2009-2010рр. така частка перевищувала 40%. Слід очікувати, що, за результатами 2015р., питома вага збиткових підприємств знову помітно зросте.

є фактори виробництва неконкурентоспроможної на світовому ринку продукції, виснаженості засобів виробництва та збитковості економічної діяльності.

Тому сформовані в суспільстві очікування щодо можливостей різкого покращення економічної ситуації в країні за рахунок зміни політики НБУ об'єктивно не зможуть радикально змінити ситуацію. Україна не матиме перспектив зміцнення національної грошової одиниці та зниження темпів її знецінення до прийнятних серед розвинутих і висхідних країн рівнів без розробки та реалізації стратегії розвитку країни загалом.

У теперішній час ми маємо справу із накопиченим та дотепер відкладеним системним ефектом політики виснаження ОЗ, яку власники великого бізнесу проводили протягом всього періоду незалежності України. Цей процес супроводжувався й дотепер супроводжується вкрай неефективним управлінням абсолютної більшості підприємств державної власності, жорстким «придушенням» середнього та малого бізнесу, незважаючи на запевнення з боку влади у протилежному.

Доки половина економіки України перебуватиме в «тіні», а інша «офіційна» половина працюватиме через офшори, висока інфляція та значний девальваційний тиск будуть тиснути на макроекономічну стабільність у країні. Із втратою традиційних (насамперед, російських) менш конкурентних ринків, економіка України стала більш вразливою та чутливою до стрімких змін на світових ринках.

Порівняльний аналіз темпів зростання економіки України і динаміки системи оподаткування (таблиця «Рівень податкового тиску в Україні») вказує на **наявність незадіяного досі потенціалу** податкових стимулів. Так, система оподаткування в Україні протягом 2012-2015рр. зазнавала в основному зміни щодо спрощення адміністрування зборів шляхом зменшення їх видів, що в цілому відповідає загальносвітовим трендам (у розвинених країнах і країнах, що мають позитивну динаміку розвитку), однак, це не спричинило стійкого економічного зростання. Водночас, загальне податкове навантаження упродовж довгого періоду істотних змін не зазнавало і залишалося на надмірно високому рівні, що перешкоджало зростанню. Певне зниження податкового навантаження в останні два роки припало на кризовий період, що ускладнює аналіз ситуації, проте все ж є підстави вказувати на значний потенціал зростання економіки України.

Рівень податкового тиску в Україні

	Зростання ВВП, %	Загальний рівень податкового навантаження, % комерційного прибутку	Кількість податкових платежів
2005	2,7	57,3	147
2006	7,3	57,0	147
2007	7,9	56,6	147
2008	2,3	57,2	147
2009	-14,8	57,2	147
2010	4,2	55,5	135
2011	5,2	57,1	135
2012	0,2	55,4	28
2013	0	54,4	28
2014	-6,8	52,7	5
2015 (о)	-9,0	52,2	5

Щоб «підняти» українську економіку і внаслідок цього загальмувати темпи інфляції (до рівня, який є прийнятним в успішних висхідних країнах) і девальвації гривні, слід сконцентруватись на вирішенні наступних завдань.

1. Провести глибокий аналіз податкових систем країн світу, які пережили кардинальні зміни політичного характеру, в т.ч. військові конфлікти, швидкість проведення в них структурних реформ. За результатами первинного аналізу систем оподаткування післявоєнних Німеччини та Японії можна зробити висновок про наявність значних розбіжностей в економічних ситуаціях (порівняно з Україною), тому їх досвід пропонується використовувати обережно. Водночас, на наш погляд, слід приділити більшу увагу досвіду податкового реформування таких країн як Малайзія, Сінгапур, Чілі, Польща, Литва, Грузія, Ізраїль.

2. Сконцентруватися на проведенні структурних реформ в Україні. Виконати це завдання можна шляхом:

- а) детінізації, через вироблення радикальних, дієвих і обґрунтованих заходів з виведення з тіні як безпосередньо економічної діяльності (компаній), так і доходів населення;
- б) деофшоризації. У вирішенні цього завдання криється один з основних ресурсів зростання української економіки. Більшість «іноземних інвестицій» в економіку України – це заведення в країну на пільгових умовах раніше виведених з неї ж коштів. Структури активів українських фінансово-промислових груп (ФПГ) вказують на те, що практично немає активів, які б не були пов'язані з офшорами. Вирішення цієї проблеми має лежати в площині зниження ставок оподаткування всередині країни, перегляду вимог договорів (угод) про виключення подвійного оподаткування з країнами «з ознаками офшорних». В першу чергу – основних вітчизняних контрагентів за інвестиціями в частині як імпорту, так і експорту інвестицій. Поряд з цим, позбавлення будь-яких податкових пільг підприємств, які інкорпоровані в офшорні компанії, зможе суттєво вплинути на деофшоризацію структури активів і власності в Україні;
- в) модернізації та активізації українських активів. Всі роки незалежності великий українській бізнес майже не модернізував, не реконструював, не розвивав свої активи, а більшість наявних ресурсів направляв у «захоплення» нових активів, впорядкуванню ж наявних – відводилась другорядна роль. Розвиток наявних активів пропонується здійснити на основі застосування найбільш успішних практик, у т.ч. прискореної амортизації.

3. Реалізація довгоочікуваних податкових змін (насамперед, у частині прозорості і спрощення податкової системи) дозволить вирішити і широке коло питань соціально-економічного характеру, а саме: задіяти робочу силу з низьким рівнем освіти (яка тепер вивільняється) в інфраструктурних проектах і в будівництві, що надасть країні додаткових стимулів до структурних перетворень. За одночасного втілення масштабних освітніх проектів, що дозволить залучити перепідготовлених фахівців у простимульовані податковими змінами високотехнологічні галузі.

Саме в таких напрямках діяли переважна більшість країн, які демонстрували випереджаючі темпи економічного зростання і за історично короткий часовий інтервал наближалися до світових лідерів.

Лише після перебудови та радикальних структурних змін української економіки, **забезпечення сталого зростання щонайменше 7-10% на рік** (враховуючи ефект низької бази), можна буде сподіватись на **системне уповільнення інфляційних і девальваційних процесів** в Україні.

Нова валютна політика України: на що потрібно звернути увагу

Роман Шпек,

Голова Ради Незалежної Асоціації Банків України (НАБУ)

Олексій Білов,

Головний економіст Альфа-Банку Україна

Валютна політика є особливою частиною монетарної (грошово-кредитної) політики країни, суб'єктом здійснення якої є центральний банк. Через доволі коротку історію сучасної державності Україна має обмежений досвід як власне монетарної політики, так і валютної політики.

Водночас висока роль зовнішньоекономічних операцій у економіці (відношення експорту та імпорту до ВВП 45-60%), слабкий розвиток внутрішніх інвестицій (що зокрема відображено в частці інвестиційної компоненти у ВВП менш як 20%), обмеженість внутрішнього кредитного ресурсу і, як наслідок, залежність економічного розвитку від зовнішнього фінансування підтримують високу роль валютного ринку в монетарній системі України.

Цей «валютоцентризм» відбивається не лише в домінуючій ролі валютного ринку понад іншими фінансовими ринками країни, але й у способі мислення та дії економічних агентів та навіть у національній правовій системі. Зокрема, українське законодавство визначає грошово-кредитну політику як комплекс заходів, спрямованих на забезпечення стабільності грошової одиниці України (тобто національної валюти)¹¹⁶.

Нижче розглянуто основні принципи валютної політики в Україні, структурні особливості української економіки та світовий досвід валютної політики у країнах, схожих на Україну за своїми економічними параметрами. Додаткову увагу наразі приділено проблемам адміністративних обмежень та розвитку інфраструктури валютного ринку. У фінальній частині наведено рекомендації для вдосконалення валютної політики України.

Декрет 1993 року як правова основа валютної політики. Головною віхою у правовому становленні валютної політики України був Декрет Кабінету Міністрів №15-93 «Про систему валютного регулювання і валютного контролю», ухвалений у лютому 1993р. Цей нормативно-правовий акт досі залишається чинним і є центральним елементом регулювання валютних операцій в Україні. Зокрема, він визначає термінологію, порядок валютних операцій та роль Національного банку України у сфері валютного регулювання. На цьому Декреті базуються численні нормативно-правові акти, що визначають валютну політику України.

Варто зазначити, що Декрет №15-93 має доволі рестриктивний характер у контексті можливостей запровадження обмежень на валютні операції та дискреційності відповідної діяльності Національного банку України, через що заклики до лібералізації валютного режиму в Україні часто акцентуються саме на скасуванні цього нормативно-правового акта.

У контексті валютної політики Декрет №15-93 містить дві доволі розмиті фундаментальні норми. Так, «Національний банк України зобов'язаний проводити політику, спрямовану на підтримання валюти України». А у сфері валютного регулювання НБУ «здійснює валютну політику виходячи з принципів загальної економічної політики України».

¹¹⁶ Закон України «Про Національний банк України».

З одного боку, ці норми мають декларативну суть. З іншого – вони відкривають можливості для високого рівня дискреційності (свавілля) національної валютної політики. Тому доцільним є «перезавантаження» цього нормативно-правового акта у вигляді нового законодавчого акта в контексті загальної лібералізації валютного ринку.

Практична історія валютної політики в Україні. Практичним втіленням валютної політики є режими обмінного курсу. Історія незалежної України характеризується постійним чергуванням різних курсових режимів, що є одним із яскравих прикладів загальної відсутності єдиного вектора, наступництва та послідовності в економічній політиці країни. Наприклад, після піврічного періоду вільного курсоутворення (де-факто системи плаваючих курсів) у серпні 1993р. було запроваджено фіксацію валютного курсу, яка проіснувала рік.

Далі відбувалося чергування різних курсових режимів: від фіксації курсу гривні до долара США до вільного плавання, із такими проміжними варіантами як валютний коридор чи «кероване плавання». У 2000-х роках Україна сформулювала курсову політику, яку можна охарактеризувати як «фіксація до вимушеного плавання». Ознаки цієї політики:

- культивування політичного та суспільного сприйняття стабільного курсу гривні до долара США як головного мірила успішності економічної політики держави;
- використання політики управління міжнародними резервами НБУ як засобу забезпечення примату стабільності валютного курсу;
- посилене використання численних адміністративних обмежень як засобу забезпечення примату стабільності валютного курсу.

Незважаючи на заявлений у 2014р. перехід до політики плаваючого курсу, ознаки цієї політики зберігаються і досі. Комунікації Уряду та центрального банку із суспільством щодо економічної ситуації в Україні великою мірою побудовані на показнику обмінного курсу. Відбуваються валютні інтервенції для стабілізації курсових коливань (хоч і обмежені через брак золотовалютних резервів), численні заходи адміністративного впливу на обмінний курс застосовуються і донині.

Наслідками такої політики «фіксації до вимушеного плавання» стали:

- перетворення валютного курсу із засобу монетарної політики на її генеральну ціль та відповідна втрата можливостей для економічної авторегуляції;
- культивування нераціональних курсових очікувань;
- спотворення поведінки економічних агентів;
- ампліфікація економічних шоків через руйнівний вплив девальвації на споживання та інвестиції;
- проциклічна економічна політика, що призводить до підживлення інфляції;
- стимулювання імпорту під час фіксації курсу;
- демотивація інвестиційної активності через обмеження на рух капіталу та валютні операції.

За останні 10 років Україна пройшла через дві жорсткі валютні кризи, що відбувалися за приблизно однаковим сценарієм (діаграма «Сальдо поточного рахунку та валютний курс»¹¹⁷):

- 1) період високих світових цін на komodіті-товари (біржові, сировинні тощо);
- 2) приплив кредитних коштів до країни, що викупаються центральним банком до резервів, стимулює інфляцію імпорту;

¹¹⁷ Тут і далі в цій статті, якщо не вказано інше, використані офіційні дані НБУ.

- 3) накопичення дисбалансу зовнішньої торгівлі (поточного рахунку платіжного балансу), що покривається припливом позикових коштів за фінансовим рахунком платіжного балансу;
- 4) спроби стримувати девальваційний тиск валютними інтервенціями на продаж валюти з резервів, адміністративними заходами;
- 5) прорив великого накопиченого потенціалу девальвації зі спустошливими наслідками для економіки.



Такий «ривкообразний» сценарій підриває сталий розвиток економіки, демотивує інвестиційну активність та вкорінює серед економічних агентів атмосферу нерациональних економічних очікувань. Емпіричні оцінки вказують, що маржинальні курсові переваги економіки скорочуються з кожним наступним епізодом девальвації гривні. Зокрема, це можна проілюструвати реальним кумулятивним спадом економіки на 6% у п'ятирічний період після 2008р.

Валютна політика та інфляційне таргетування. Україна заявила генеральною ціллю грошово-кредитної політики перехід до режиму інфляційного таргетування. Заявлено інфляційний орієнтир 5% із трирічним перехідним періодом його досягнення.

Як було показано вище, досі в Україні де-факто використовувалося таргетування обмінного курсу, що полягало в неофіційній (проте дуже послідовній) прив'язці курсу гривні до долара США.

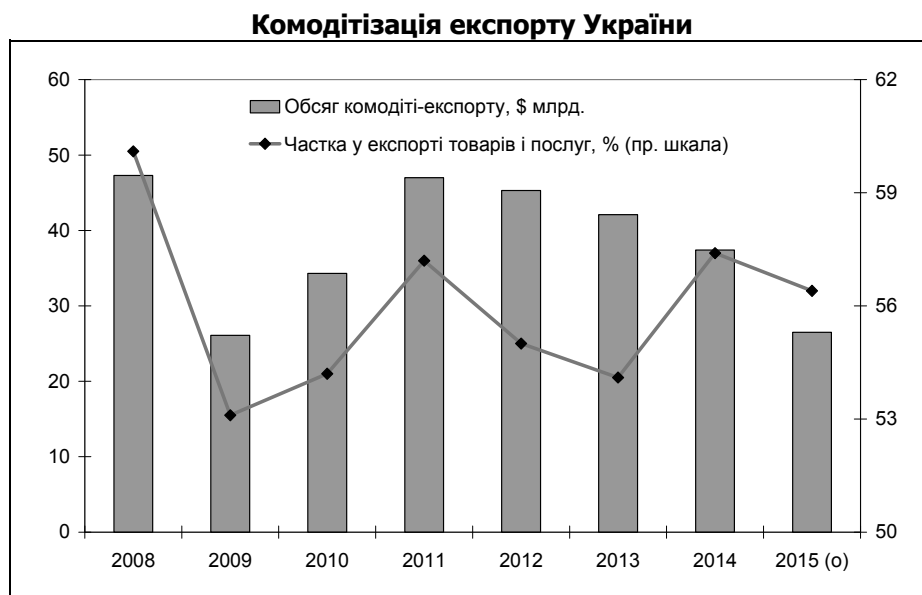
Таргетування обмінного курсу та інфляційне таргетування часто протирічать одне одному, тому існування обох режимів одночасно не є можливим. На основі робіт економіста Р.Манделла запроваджено широко відоме поняття «неможливої трійці»: неможливо одночасно мати вільний рух капіталу, фіксований обмінний курс та незалежну монетарну політику¹¹⁸. На початку 2016р. це міркування є дуже актуальним для України, яка зберігає численні обмеження на рух капіталу та суспільно-політичний запит на утримання стабільності обмінного курсу.

¹¹⁸ З докладним порівняльним оглядом практичного застосування відповідної трилеми на горизонті понад 130 років можна ознайомитися у Obstfeld M., Shambaugh J., Taylor A. The Trilemma Main History: Trade offs among Exchange Rates, Monetary Policies, and Capital Mobility, NBER Working Paper 10396, March 2004. – <http://www.nber.org/papers/w10396.pdf>.

Дослідники дійшли висновків, що за умов зовнішніх шоків та шоків реального сектору (стрімке падіння виробництва всередині країни) суспільні втрати будуть набагато потужнішими в тому випадку, коли застосовується режим керованого обмінного курсу¹¹⁹. Тільки за умов номінальних шоків (суттєве зростання цін всередині країни через якусь подію) вільне плавання обмінного курсу призводить до більших соціальних втрат через інфляцію, аніж за керованого курсу. Саме тому нагальним завданням для України перед запровадженням інфляційного таргетування є виведення внутрішніх цін на енергоносії (газ, тепло, електроенергія) на ринковий рівень.

У більшості країн, що застосовують інфляційне таргетування, одночасно використовується режим вільно плаваючого обмінного курсу. Багато з цих країн є комодіті-експортерами — Австралія, Бразилія, Індонезія, Канада, Мексика, Південно-Африканська Республіка, Чілі. Це робить їхній досвід особливо актуальним для України.

Комодітізація експорту як структурний чинник валютної політики. Структурно українська економіка характеризується високим рівнем «комодітізації», тобто залежності від експорту сировинних товарів або промислових товарів невисокого рівня обробки. Відповідно до наших оцінок, рівень комодітізації експорту товарів і послуг з України 2015р. становив 56%. Незважаючи на суттєві зміни в цінах на відповідні товари, упродовж останніх семи років цей показник залишається стабільним на рівні близько 55% (діаграма «Комодітізація експорту України»).



Висока роль експорту в економіці та, своєю чергою, сировинних товарів і товарів з низьким ступенем обробки в експорті означає високий потенціал волатильності валютної виручки суб'єктів економіки та її високу залежність від циклічності світової економіки.

Незважаючи на певні вже наявні тенденції (наприклад, посилення питомої ваги агропромислового комплексу на тлі скорочення ролі гірнично-металургійного комплексу¹²⁰), кардинальні структурні зміни в економіці можуть відбуватися тільки у довгостроковій перспективі здійснення державної політики (понад п'ять

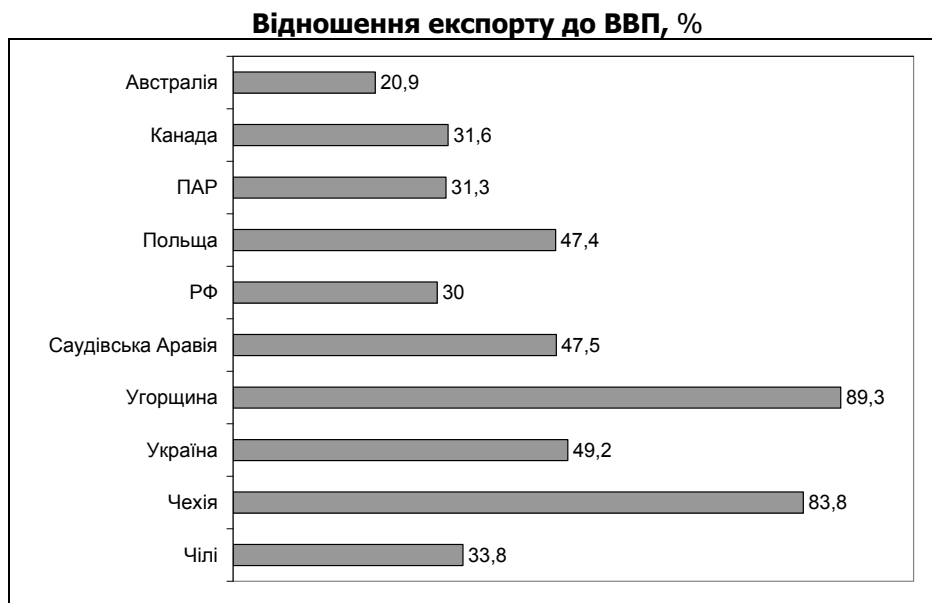
¹¹⁹ Див. зокрема Parrado E. Inflation Targeting and Exchange Rate Rules in Open Economy, IMF Working Paper WP/04/21, 2004. — <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/>.

¹²⁰ Див., зокрема: Блінов О. Агропромисловий комплекс наращує вагу. — <http://www.rbc.ua/rus/opinion/agropromyshlennyy-kompleks-narashchivaet-1444805874.html>.

років). До того ж, як видно з наведеної діаграми, рівень комодітізації української економіки підтримується достатньо стабільним. Цей високий рівень відкритості економіки для зовнішньоекономічних шоків є визначальним для вибору тієї чи іншої моделі валютної політики.

Як було показано вище, режим фіксованого курсу виявився неадекватним у протистоянні зовнішнім шокам, що сильно вдарили по Україні через її високу комодітізацію у 2008-2009рр. та 2013-2015рр. (останній шок також супроводжувався внутрішнім шоком у формі фізичної втрати суттєвої частини виробництва в короткий проміжок часу).

Досвід валютної політики у країнах з високим рівнем комодітізації експорту. На діаграмі «Відношення експорту до ВВП»¹²¹ наведено порівняно великі економіки з високим відношенням експорту до ВВП. Багато з цих країн є значними торговельними партнерами України (Польща, РФ, Угорщина), тому їх валютна політика безпосереднього впливає на Україну.



Країни Центральної Європи (Польща, Угорщина та Чехія) у цій вибірці посідають особливе місце. З одного боку, через географічну та соціокультурну близькість, а також очевидні аналогії у контексті європейської інтеграції, вони є типовими прикладами для порівняння та наслідування Україною.

З іншого боку, вони характеризуються невисоким рівнем комодітізації експорту, адже їхня експортоорієнтованість базується на глибокій вбудові в Єдиний ринок ЄС. Тому на їхньому прикладі набагато легше вивчати ціль валютної політики (стандартний режим вільного курсоутворення із орієнтацією на фінансовий ринок ЄС), аніж причинно-наслідкові зв'язки, вигоди та обмеження у застосуванні різних режимів валютної політики в умовах високого рівня комодітізації експорту.

У рамках цього дослідження розглянуто досвід трьох великих економік з високим рівнем комодітізації експорту, що представляють різні регіони світу: Канада, Південно-Африканська Республіка, Чілі. Як показано нижче, всі ці країни після тривалих експериментів з керованим обмінним курсом прийшли до однакової системи валютної політики: вільне плавання обмінного курсу з таргетуванням інфляції.

¹²¹ World Bank Indicators.— <http://data.worldbank.org/indicator#topic-15>.

Канада. Канада є великою економікою зі значною роллю зовнішньої торгівлі. Відношення експорту до ВВП становить близько 30%, а суттєва частина експорту – це або сировинні матеріали, або компоненти для машинобудівних та інших підприємств США. Рівень географічної диверсифікованості експорту значно слабкіший за український: близько 3/4 канадського експорту спрямовується до США.

Монетарна політика Банку Канади підпорядковується генеральній цілі інфляційного таргетування. Ще 1991р. було встановлено цільовий інфляційний діапазон у 1-3%, який зберігається й досі.

Валютний режим Канади базується на принципі вільно плаваючого обмінного курсу національної валюти (канадського долара). Банк Канади не здійснює спроб впливати на курс валютними інтервенціями.

Так було не завжди. До 1998р. Банк Канади виходив на валютний ринок для згладжування суттєвих коливань обмінного курсу канадського долара. У 1998р. було визнано, що такі інтервенції є неефективними та не мають заважати впливу об'єктивних чинників на валютний ринок. Після кризи 1997-1998рр., яка завдала руйнівного впливу на багато експортоорієнтованих економік із режимом управління обмінним курсом, було визнано, що саме канадська ліберальна модель валютного ринку уберегла економіку Канади від кризових явищ¹²².

ПАР. Південно-Африканська Республіка (ПАР) є ще одним прикладом великої економіки з високим рівнем комодітизації експорту. Упродовж 1985-1995рр. країна реалізовувала цікавий експеримент із практикою подвійного обмінного курсу: комерційного та фінансового.

Більшу частину II половини XX століття ПАР застосовувала практику управління обмінним курсом тією чи іншою формами. Зокрема, це були суттєві адміністративні обмеження на операції нерезидентів, що призвели до появи паралельно із національною валютою (ранд) спеціальних «блокованих рандів» із обмеженими можливостями використання. Під час запровадження економічних санкцій у середині 1980-х років ця практика стала основою валютного режиму країни.

Окрім звичайного обмінного курсу (комерційного) існував ще й фінансовий обмінний курс, відповідно до якого ранд торгувався із суттєвим дисконтом до комерційного курсу (в середньому 29%, але й сягав 50%)¹²³. Таким чином, валютний ринок було сегментовано на сегмент операцій поточного рахунку та сегмент фінансових операцій. Це супроводжувалося жорстким валютним контролем з боку Південно-Африканського резервного банку, аби операції з одного ринку не «просочувалися» на інший.

Зі зняттям економічних санкцій у 1995р. режим подвійного курсу було скасовано. Цікавим досвідом подвійного валютного режиму було те, що комерційний і фінансовий обмінні курси дуже часто проявляли різний рівень кореляції з іншими чинниками, що дає широкий статистичний полігон для вивчення різних аспектів курсових закономірностей.

Після 5-річного режиму керованого плаваючого курсу, у 2000р. ПАР перейшла на режим вільного плаваючого курсу з механізмом інфляційного таргетування. Дослідження свідчать, що перехід до режиму таргетування дав змогу

¹²² Див. зокрема: Murray J. Why Canada Needs a Flexible Exchange Rate. BoC Working Paper 99-12. – <http://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2010/05/wp99-12.pdf>.

¹²³ Докладніший опис історії подвійного курсоутворення у ПАР міститься у Eun C., Kilic R., Lai S. A Tale of Two Exchange Rates: South Africa's Dual-Rate Experiment, March 2012.

дотримуватися заявленого інфляційного діапазону у 3-6%, скоротити волатильність інфляції та обмежити її негативний вплив на ВВП¹²⁴.

Чілі. Чілі є однією з ключових економік Латинської Америки, яка виокремилася з числа своїх сусідів завдяки більш далекоглядній і відповідальній економічній політиці. Економіка Чілі характеризується високим рівнем комодітизації експорту: країна відома в усьому світі як ключовий експортер міді, важливого промислового металу.

До 1999р. Чілі утримувала валютну політику регульованого валютного курсу, що не виділяло її поміж інших країн Латинської Америки. Це була або жорстка прив'язка до долара США, або т.зв. повзуча прив'язка, яка упродовж 1984-1999рр. здійснювалася у рамках валютного коридору (спочатку за базову валюту було обрано долар США, у 1992р. почались експерименти з кошиком валют у складі долара США, німецької марки та японської йени)¹²⁵.

Упродовж 1990-х років Чілі експериментувала з різними механізмами інфляційного таргетування (вперше інфляційну ціль було оголошено у 1990р.). Спочатку засобом інфляційного таргетування був повзучий курсовий коридор, коли параметри валютного коридору змінювали відповідно до порівняльної інфляції у Чілі та зовні (принцип збереження паритету купівельної спроможності).

Проте в 1999р. відбувся перехід на вільно плаваючий обмінний курс. Це стало реакцією на азійську кризу 1998р., яка привела Чілі до рецесії. Після цієї кризи стало остаточно зрозуміло, що регулювання інфляції через фіксацію обмінного курсу (хоч і гнучку) є неефективним, оскільки дуже часто ці дві цілі конфліктують між собою. Таким чином, було запроваджено справжній режим інфляційного таргетування із цільовим показником 3%.

Загалом, Чілі являє собою добрий приклад для аналізу в контексті розвитку економічної політики України. Адже ця країна мала досвід і автаркічних режимів "самозабезпечення", і велику історію економічного популізму, і багатогранний досвід ліберальних економічних реформ. Цей досвід є цікавим для України не лише в контексті валютної політики.

Адміністративні обмеження як ключовий інструмент валютної політики України. Валютний режим України за своєю рестриктивністю відповідає духу свого основоположного документа, Декрету Кабінету Міністрів №15-93. Правовий режим діяльності суб'єктів економіки на валютному ринку характеризується принципом «все що не дозволено, є забороненим».

Національний банк України постійно вдається до адміністративного управління попитом і пропозицією іноземної валюти. Особливо активними такі зусилля регулятора стають під час економічних криз, що зумовлюють потужний девальваційний тиск на гривню.

Наприклад, у момент пікової девальвації гривні під час кризи 2008-2009рр. було ухвалено серію постанов, які вмиг зробили українські банки вимушеними продавцями іноземної валюти у великих обсягах. *По-перше*, було обмежено

¹²⁴ Див. зокрема: Kumo W. Inflation Targeting Monetary Policy, Inflation Volatility and Economic Growth in South Africa. ADB Working Paper Series № 216, January 2015. – http://www.afdb.org/fileadmin/uploads/afdb/Documents/Publications/WPS_No_216_Inflation_Targeting_Monetary_Policy_Inflation_Volatility_and_Economic_Growth_in_South_Africa_B.pdf.

¹²⁵ Корисний огляд історії валютної політики Чілі: Morande F., Tapia M. Exchange Rate Policy in Chile: Recent From the Band to Floating and Beyond. Stanford University Working Paper №130, March 2002. – <http://scid.stanford.edu/sites/default/files/publications/130wp.pdf>.

ліміти валютної позиції банків¹²⁶. По-друге, було встановлено заборону на формування резервів під валютні активи в іноземній валюті¹²⁷.

Під час кризи 2014-2015 років Україна також активно запроваджувала суттєві адміністративні обмеження задля впливу на ринок валюти. Передусім це обмеження на рух капіталу, у т.ч. заборона на перерахування нерезидентам іноземної валюти від продажу корпоративних прав в Україні, заборона на транскордонні виплати дивідендів¹²⁸. Також було запроваджено жорсткі обмеження на зняття іноземної валюти з банківських рахунків.

Додатковими заходами стали пенсійний збір (своєрідний «податок Тобіна»¹²⁹) із операцій з купівлі іноземної валюти, обмеження на приватні грошові перекази та жорстке адміністрування заявок на купівлю валюти через бюрократичну перевірку зовнішньоекономічних контрактів.

Як показано на діаграмі «Рівень обмежень ...», рівень обмежень на рух капіталу суттєво варіюється між країнами. Автори дослідження на тему вимірювання рівня обмежень на рух капіталу в різних країнах світу¹³⁰ віднесли Україну до найменш поширеної категорії «закриті стіною», що налічує лише 16 зі 100 досліджуваних країн. Варто зазначити, що в Україні традиційно набагато сильніші обмеження на виведення капіталу, аніж на його доступ до країни. Відповідні розрахунки робилися на базі даних 2013р., тому є підстави вважати, що позиції України у категорії «закриті стіною» тільки закріпилися.

Більшість досліджуваних країн відносяться до категорії «хвіртка», що означає наявність певних обмежень на рух капіталу. До таких відносяться і дві з трьох розглянутих вище країн, що мають високу комодітізацію експорту та використовують режим вільного курсоутворення разом із інфляційним таргетуванням (ПАР та Чілі).

Варто зазначити, що до категорії «хвіртка» у контексті обмежень на рух капіталу відноситься і багато країн ЄС, правила якого щодо вільного руху капіталу прагне запровадити Україна¹³¹. Зокрема, до цієї категорії автори дослідження відносять Німеччину, Польщу, Чехію та Угорщину.

Натомість багато інших країн ЄС відносяться до категорії «відкриті для руху»: Австрія, Бельгія, Велика Британія, Італія, Латвія, Нідерланди, Франція. Також варто зазначити високий рівень відкритості для руху капіталу в Канаді – країні з високим рівнем комодітізації експорту.

¹²⁶ Постанова НБУ «Про внесення змін до деяких нормативно-правових актів Національного банку України та встановлення лімітів відкритої валютної позиції банку» №107 від 28 лютого 2009р.

¹²⁷ Постанова НБУ «Про схвалення Методичних рекомендацій про Положення про порядок встановлення Національним банком України лімітів відкритої валютної позиції та контроль за їх дотриманням уповноваженими банками» №109 від 28 лютого 2009р.

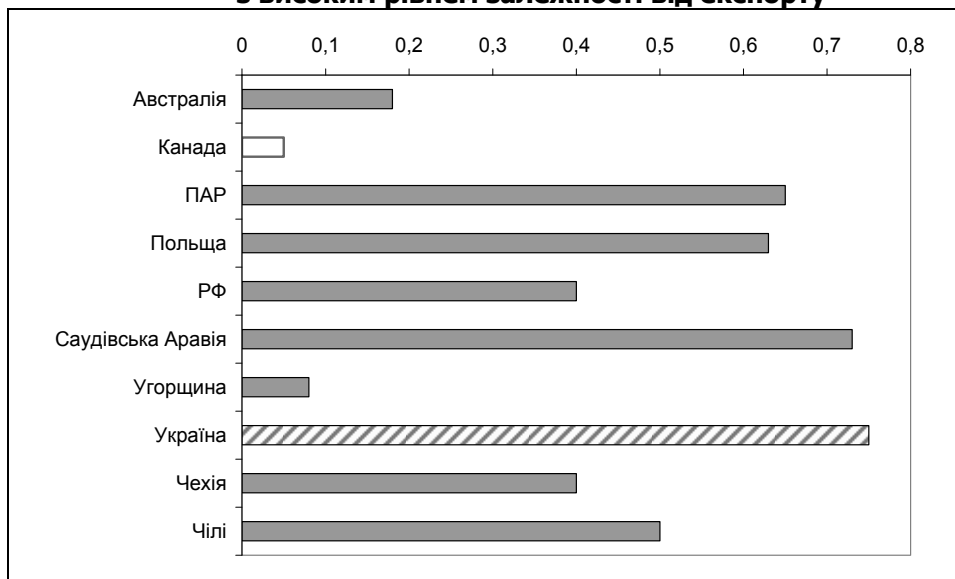
¹²⁸ Постанова НБУ «Про врегулювання ситуації на грошово-кредитному та валютному ринках України» №863 від 4 грудня 2015р.

¹²⁹ Податок Тобіна – податок на фінансові операції, що має на меті демотивацію спекуляцій на фінансовому ринку. Був запропонований у 1970-х роках економістом Дж.Тобіном (його пропозиція стосувалася саме операцій на міжнародному валютному ринку).

¹³⁰ Fernandez A., Klein M., Rebucci A., Schindler M., Uribe M. Capital Control Measures: A New Dataset, IMF Working Paper WP/15/80. – <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2015/wp1580.pdf>.

¹³¹ Комплексна програма розвитку фінансового сектору України до 2020 року, затверджена Постановою НБУ №391 від 18 червня 2015р. – <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/>.

**Рівень обмежень на рух капіталу* поміж обраних країн
з високим рівнем залежності від експорту**



* 0 – відсутність обмежень на рух капіталу, 1 – повністю обмежений рух капіталу.
Канада належить до категорії «відкриті для руху» (таких у світі 36 зі 100 досліджених), Україна – «закриті стіною» (таких у світі 16).

З цього можна зробити висновок, що повне скасування обмежень на рух капіталу не є однозначним визначальником успішної валютної політики країни. Більш розвиненій валютній політиці притаманна більша відкритість для руху капіталу, але на цьому простому судженні закономірність завершується. В українському контексті доцільним має стати градація адміністративних обмежень за рівнем наявності поміж основних країн економічних партнерів. Відповідно, метою валютної політики має стати скасування найбільш одіозних обмежень, визначених під час цих заходів.

Окремі аспекти інфраструктури валютного ринку. Незважаючи на високий рівень відкритості економіки, Україна має слабо розвинену інфраструктуру валютного ринку. Це зумовлено глибоко вкоріненими традиціями застосування заходів адміністративного впливу на ринок, широким застосуванням обмежень на транскордонний рух капіталу та слабким рівнем розвитку інших сегментів фінансового ринку.

Зокрема, ринок валютних деривативів (свопи, ф'ючерсні та форвардні контракти) є вкрай нерозвиненим. *По-перше*, практично доступний асортимент цих інструментів історично був обмежений свопами. *По-друге*, не ухвалено сучасну системну законодавчу базу про ринок деривативів¹³².

По-третє, для повноцінного запуску ринку деривативів потрібна часткова дерегуляція валютної системи в частині скасування адміністративних обмежень, яке відбуватиметься паралельно із відбудовою внутрішнього грошового ринку. Зокрема, дуже важливим у цьому контексті є розвиток вторинного ринку державного боргу для отримання достовірної кривої ринкових котирувань дохідності облігацій внутрішньої державної позики.

Зважаючи на те, що лівова частина платіжного балансу країни припадає на зовнішньоторгівельні операції, а відношення експорту до ВВП в середньому за останні п'ять років становило 50%, дуже важливим браком інфраструктури

¹³² Таке завдання міститься у Комплексній програмі розвитку фінансового сектору України до 2020р., затвердженій Постановою НБУ №391 від 18 червня 2015р.

українського валютного ринку є відсутність механізмів кредитування та страхування експорту. Окрім безпосередньої діяльності зниження ризику за експортними контрактами, така інституція могла б сприяти посиленню стабільності валютного ринку України через підтримку розширення експортних можливостей України та їх диверсифікації.

Третім важливим аспектом інфраструктури валютного ринку є участь України в міжнародних платіжних системах відповідно до сучасних тенденцій. Міграція споживання зі стандартних торговельних офлайн-майданчиків до мереж електронної комерції посилює важливість транскордонного користування міжнародними платіжними системами, яке 20 років тому обмежувалося фізичними подорожами за кордон. Такі платіжні платформи з високою швидкістю мігрують із традиційної банківської сфери на веб-платформи, чому сприяє високодинамічне охоплення суб'єктів світової економіки інформаційними технологіями, що мінімізують транзакційні витрати та відкривають «гіперпростір» глобального ринку. Відповідно, регулювання діяльності платіжних систем в Україні також має базуватися на дуже гнучкій платформі, що дає змогу оперативно пристосовуватися для глобальних змін без втрат для українських користувачів фінансових послуг.

Висновки для державної політики. Як було показано вище, Україна має високий рівень відкритості економіки та історичну централізацію поведінки економічних агентів навколо обмінного курсу, що зумовлює збереження за валютною політикою ролі центрального елемента монетарної політики країни.

Водночас історія невдалої політики держави щодо валютного ринку створює запит на формування нової довгострокової стратегії валютної політики для України. На нашу думку, така стратегія обов'язково має містити наступні елементи:

- вивчення досвіду лібералізації валютної політики та запровадження інфляційного таргетування у країнах із подібним профілем відкритості економіки та комерціалізації експорту;
- ухвалення нового законодавства, що визначає більш гнучкий і сучасний режим застосування валютної політики;
- лібералізація валютного ринку як засіб посилення ролі валютної політики як інструменту автоматичного регулювання інфляційних та інших процесів;
- зниження режиму обмежень на рух капіталу та валютні операції принаймні до рівня найбільш зарегульованих країн Європейського Союзу;
- підпорядкування валютної політики єдиному механізму монетарної політики, побудованому на принципі інфляційного таргетування;
- розвиток ринку валютних деривативів, строкових контрактів для розширення можливостей авторегуляції валютного ринку та хеджування валютного ризику із паралельним відстороненням держави від озвучення курсових орієнтирів монетарної політики;
- дерегуляція приватних міжнародних транзакцій, побудова гнучкої платформи для діяльності міжнародних платіжних систем в Україні.

Ставлення громадян України до проблеми стійкості курсу національної валюти

Михайло Міщенко

Заступник директора соціологічної служби
Центру Разумкова

Перебіг економічних процесів (у т.ч. тих, що відбуваються на фінансовому ринку), будучи чинником, який впливає на стан суспільної свідомості, тим не менш, сам перебуває під зворотнім впливом масової свідомості. Вибір економічної стратегії і можливості її реалізації значною мірою визначаються тим, наскільки ця стратегія підтримується громадською думкою. Важливою тут є також і емоційна складова – як відомо, паніка на фінансовому ринку здатна обвалити навіть фінансову систему, яка вважалася відносно стабільною.

Соціологічна служба Центру Разумкова у грудні 2015р.¹³³ провела опитування, метою якого було встановити, яким чином українці сприймають процеси, що відбуваються на фінансовому ринку, зокрема, стійкості обмінного курсу національної валюти.

Інтерес громадян до обмінного курсу національної валюти. Як свідчать результати дослідження, постійно цікавляться обмінним курсом 29% опитаних громадян, цікавляться час від часу – 36%, рідко цікавляться – 20%, ніколи не цікавляться – лише 12% (таблиці «Чи цікавитесь Ви у повсякденному житті...?»).

Чим вищим є освітній рівень респондентів, тим частіше вони проявляють інтерес до обмінного курсу. Якщо серед тих, хто має незакінчену середню освіту, постійно або час від часу цікавляться цим питанням лише 18%, то серед респондентів з вищою освітою – 76%. Дещо рідше ця тема цікавить людей літнього віку (60 років і старших) – лише 43% цікавляться нею постійно або час від часу, що значно менше, ніж у всіх інших вікових групах. Якщо серед тих опитаних, хто ледве зводить кінці з кінцями, цікавляться курсом національної валюти постійно або час від часу 48%, то серед тих, хто відповів, що живе забезпечено – 84%.

Цікавляться обмінним курсом частіше ті громадяни, які вважають, що курс гривні до долара має значний вплив на їх життя. Так, серед тих респондентів, які переконані, що обмінний курс не має на їх життя жодного впливу, цікавляться курсом національної валюти постійно або час від часу 24%, а серед тих, хто вважає, що він має визначальний вплив – 71%.

Чи цікавитесь Ви у повсякденному житті курсом гривні до долара США?
% опитаних¹³⁴

Загалом	
Постійно цікавлюся	28,7
Цікавлюся час від часу	36,3
Рідко цікавлюся	20,3
Ніколи не цікавлюся	12,0
Важко відповісти	2,6

¹³³ Дослідження проведене з 18 по 24 грудня 2015р. в усіх регіонах України за винятком Криму та окупованих територій Донецької та Луганської областей за вибіркою, репрезентативною стосовно дорослого населення за основними соціально-демографічними показниками. Опитано 2 017 респондентів віком від 18 років. Теоретична похибка вибірки не перевищує 2,3%.

¹³⁴ Тут і далі, якщо не вказано інше, подані показники частки загального числа опитаних.

За освітою				
	незакінчена середня	загальна середня	середня спеціальна	вища або незакінчена вища
Постійно цікавлюся	1,5	17,3	28,4	38,8
Цікавлюся час від часу	16,7	33,5	39,2	36,7
Рідко цікавлюся	21,2	25,7	20,3	16,9
Ніколи не цікавлюся	56,1	20,9	9,3	5,2
Важко відповісти	4,5	2,6	2,7	2,4

За віком					
	18-29 років	30-39 років	40-49 років	50-59 років	60 років і старші
Постійно цікавлюся	36,9	34,4	34,3	26,6	15,8
Цікавлюся час від часу	38,3	42,0	37,1	40,7	27,0
Рідко цікавлюся	16,1	16,3	22,8	21,1	24,4
Ніколи не цікавлюся	5,5	4,7	4,0	8,3	30,1
Важко відповісти	3,1	2,6	1,8	3,3	2,7

За рівнем доходів				
	1	2	3	4
Постійно цікавлюся	18,8	30,6	30,0	50,7
Цікавлюся час від часу	29,3	38,4	39,1	32,9
Рідко цікавлюся	27,0	18,3	19,5	11,0
Ніколи не цікавлюся	23,1	10,9	6,6	4,1
Важко відповісти	1,8	1,8	4,8	1,4

1 – Ледве зводимо кінці з кінцями, грошей не вистачає навіть на необхідні продукти

2 – Вистачає на харчування та на придбання необхідних недорогих речей

3 – У цілому на життя вистачає, але придбання речей тривалого вжитку, таких як меблі, холодильник, телевізор, уже викликає труднощі

4 – Живемо забезпечено, але зробити деякі покупки ми поки що не в змозі (купити квартиру, автомобіль тощо)

Загалом серед громадян України близько чверті (24%) опитаних вважають, що курс гривні до долара має визначальний вплив на їх життя, 44% – що він має значний вплив, 17% – незначний вплив, і лише 7% – що він зовсім не впливає на їх життя (таблиці «Наскільки великий вплив на рівень Вашого життя має курс гривні до долара?»).

Серед респондентів з вищою освітою 74% вважають, що курс національної валюти має визначальний або значний вплив на їх життя, тоді як серед тих, хто має неповну середню освіту – лише 39%; серед респондентів віком від 60 років і старших – 57%, тоді як в інших вікових групах – від 67% до 75%; серед тих, хто живе забезпечено – 75%, тоді як серед тих, хто ледве зводить кінці з кінцями – 63%.

Наскільки великий вплив на рівень Вашого життя має курс гривні до долара?

Загалом	
Не має жодного впливу	7,4
Має незначний вплив	16,7
Має значний вплив	44,4
Має визначальний вплив	23,9
Важко відповісти	7,5

За освітою				
	незакінчена середня	загальна середня	середня спеціальна	вища або незакінчена вища
Не має жодного впливу	18,2	10,0	6,7	5,5
Має незначний вплив	16,7	16,0	17,5	16,3
Має значний вплив	22,7	39,3	44,9	49,4
Має визначальний вплив	16,7	21,0	25,9	24,2
Важко відповісти	25,8	13,8	5,1	4,6

За віком					
	18-29 років	30-39 років	40-49 років	50-59 років	60 років і старші
Не має жодного впливу	2,2	4,0	4,3	7,5	15,8
Має незначний вплив	18,1	16,1	14,6	20,6	14,9
Має значний вплив	51,1	47,0	44,4	46,2	36,2
Має визначальний вплив	23,6	27,7	28,9	20,6	20,8
Важко відповісти	5,1	5,3	7,9	5,0	12,4

За рівнем доходів				
	1	2	3	4
Не має жодного впливу	12,3	6,4	5,7	5,6
Має незначний вплив	12,8	17,0	19,5	13,9
Має значний вплив	42,7	44,9	45,4	43,1
Має визначальний вплив	20,3	26,7	21,1	31,9
Важко відповісти	11,9	5,0	8,2	5,6

1 – Ледве зводимо кінці з кінцями, грошей не вистачає навіть на необхідні продукти

2 – Вистачає на харчування та на придбання необхідних недорогих речей

3 – У цілому на життя вистачає, але придбання речей тривалого вжитку, таких як меблі, холодильник, телевізор, уже викликає труднощі

4 – Живемо забезпечено, але зробити деякі покупки ми поки що не в змозі (купити квартиру, автомобіль тощо)

Вплив коливань обмінного курсу на емоційний стан громадян. Різкі зміни курсу гривні до долара здатні негативно вплинути на соціально-психологічну атмосферу в суспільстві – 47% респондентів відповіли, що коли таке трапляється, то це викликає у них сильне занепокоєння, а 11% – що це викликає у них паніку, а серед тих респондентів, які вважають, що курс гривні до долара має визначальний вплив на їх життя – відповідно 54% і 19% (таблиці «Якщо курс гривні до долара різко змінюється..?»).

Якщо курс гривні до долара різко змінюється, яку емоційну реакцію у Вас це найчастіше викликає?

Загалом	
Цікавість	4,9
Легке занепокоєння	19,1
Сильне занепокоєння	46,5
Паніку	11,3
Жодної реакції	10,3
Важко відповісти	8,0

Чим вищим є рівень освіти респондентів, тим частіше такі ситуації викликають у них сильне занепокоєння або паніку (від 18% серед тих, хто має неповну середню освіту, до 65% серед респондентів з вищою освітою). Частіше такі ситуації викликають сильне занепокоєння або паніку у жителів Східного регіону

та Донбасу (відповідно 70% і 62%)¹³⁵, у міських жителів частіше, ніж у сільських (відповідно 60% і 53%). Слід зазначити, що сильне занепокоєння або паніку різкі коливання курсу національної валюти викликають у більшості представників усіх груп, виокремлених за рівнем доходів (наприклад, у 58% серед тих, хто ледве зводить кінці з кінцями, та у 55% серед тих, хто живе забезпечено).

Якщо курс гривні до долара різко змінюється, яку емоційну реакцію у Вас це найчастіше викликає?

За освітою				
	незакінчена середня	загальна середня	середня спеціальна	вища або незакінчена вища
Цікавість	1,5	5,5	5,1	4,8
Легке занепокоєння	17,9	20,2	18,0	19,7
Сильне занепокоєння	10,4	39,4	47,1	53,9
Паніку	7,5	8,1	13,3	11,2
Жодної реакції	46,3	16,4	8,1	5,5
Важко відповісти	16,4	10,5	8,4	4,9

За регіоном проживання					
	Захід	Центр	Південь	Схід	Донбас
Цікавість	5,0	7,0	2,8	1,1	6,0
Легке занепокоєння	28,9	19,2	17,7	12,4	14,6
Сильне занепокоєння	40,1	38,6	42,8	60,9	58,2
Паніку	8,8	17,9	8,8	9,2	4,1
Жодної реакції	8,8	9,5	11,2	12,1	10,8
Важко відповісти	8,4	7,9	16,7	4,3	6,3

За місцем проживання		
	Місто	Село
Цікавість	5,1	4,5
Легке занепокоєння	17,6	22,4
Сильне занепокоєння	49,3	40,4
Паніку	10,8	12,5
Жодної реакції	9,6	11,7
Важко відповісти	7,7	8,6

За рівнем доходів				
	1	2	3	4
Цікавість	2,1	5,0	5,9	6,8
Легке занепокоєння	11,4	17,4	26,1	27,4
Сильне занепокоєння	46,7	46,5	47,3	43,8
Паніку	10,8	14,1	7,6	11,0
Жодної реакції	17,6	9,6	6,7	6,8
Важко відповісти	11,4	7,5	6,4	4,1

1 – Ледве зводимо кінці з кінцями, грошей не вистачає навіть на необхідні продукти

2 – Вистачає на харчування та на придбання необхідних недорогих речей

3 – У цілому на життя вистачає, але придбання речей тривалого вжитку, таких як меблі, холодильник, телевізор, уже викликає труднощі

4 – Живемо забезпечено, але зробити деякі покупки ми поки що не в змозі (купити квартиру, автомобіль тощо)

¹³⁵ Тут і далі області розподіляються за регіонами наступним чином. **Захід:** Волинська, Закарпатська, Івано-Франківська, Львівська, Рівненська, Тернопільська, Чернівецька області. **Центр:** Вінницька, Житомирська, Київська, Кіровоградська, Полтавська, Сумська, Хмельницька, Черкаська, Чернігівська області та місто Київ. **Південь:** Миколаївська, Одеська, Херсонська області. **Схід:** Дніпропетровська, Запорізька, Харківська області. **Донбас:** Донецька, Луганська області.

Відповідальність влади за забезпечення купівельної спроможності національної валюти. Відносна більшість (36%) респондентів, відповідаючи на питання «Хто насамперед має нести відповідальність за забезпечення купівельної спроможності національної валюти?», дають відповідь «рівною мірою Президент, Уряд і Національний банк», 29% вважають що насамперед відповідальність має лежати на Національному банку, 17% – на Уряді, 10% – на Президенті. Лише 2% опитаних вважають, що ніхто не має нести відповідальності, це стихійний процес.

Хто насамперед має нести відповідальність за забезпечення купівельної спроможності національної валюти?

Президент	9,7
Уряд	16,5
Національний банк	28,8
Усі рівною мірою	36,3
Ніхто не повинен нести відповідальність, це стихійний процес	2,1
Важко відповісти	6,7

А даючи відповідь на питання: «Хто фактично несе відповідальність за забезпечення купівельної спроможності національної валюти?», респонденти найчастіше називають Національний банк (37%), 21% опитаних вважають, що відповідальність несе Уряд, 9% – що Президент, а 21% – що насправді ніхто не несе відповідальності.

Останній варіант жителі Східного регіону та Донбасу (відповідно 33% і 29%) обирають частіше, ніж жителі інших регіонів (15-16%), що, очевидно, пов'язано з більш критичним ставленням до центральних органів влади в цих регіонах.

А хто фактично несе відповідальність за забезпечення купівельної спроможності національної валюти?

Загалом	
Президент	9,4
Уряд	21,0
Національний банк	37,0
Ніхто не несе відповідальності	21,0
Важко відповісти	11,6

За регіоном проживання					
	Захід	Центр	Південь	Схід	Донбас
Президент	7,4	11,6	10,7	11,9	3,5
Уряд	16,4	20,1	20,9	22,1	27,8
Національний банк	49,2	41,0	42,8	18,9	29,4
Ніхто не несе відповідальності	14,5	16,3	15,8	33,4	28,8
Важко відповісти	12,6	10,9	9,8	13,7	10,4

Оцінка спроможності влади не допустити обвалу курсу гривні. 43% опитаних вважають, що українська влада спроможна не допустити обвалу курсу гривні до долара (15% – цілком спроможна, 28% – скоріше спроможна), 37% вважають, що не спроможна (15% упевнені, що не спроможна, 22% – скоріше, неспроможна (таблиці «Чи спроможна влада не допустити обвалу курсу гривні до долара?»)). Найчастіше вважають, що українська влада не спроможна не допустити обвалу курсу гривні до долара ті, хто дотримується думки, що ніхто не несе відповідальності за забезпечення купівельної спроможності національної валюти (57%).

Серед жителів різних регіонів найбільш оптимістично спроможність не допустити обвалу курсу гривні до долара оцінюють жителі Західного та Центрального регіонів (відповідно 52% і 53% жителів цих регіонів вважають, що влада спроможна не допустити обвалу курсу гривні до долара). Найбільш песимістично налаштовані жителі Сходу (56% вказують на неспроможність влади).

**Чи спроможна влада не допустити
обвалу курсу гривні до долара?**

Загалом	
Цілком спроможна	15,4
Скоріше спроможна	27,8
Скоріше не спроможна	21,7
Упевнений, що не спроможна	15,4
Важко відповісти	19,7

За регіоном проживання					
	<i>Захід</i>	<i>Центр</i>	<i>Південь</i>	<i>Схід</i>	<i>Донбас</i>
Цілком спроможна	23,4	17,8	10,2	12,4	6,9
Скоріше спроможна	28,9	34,9	23,3	11,3	32,8
Скоріше не спроможна	20,8	20,5	31,2	17,8	23,3
Упевнений, що не спроможна	9,3	9,9	8,8	38,5	12,9
Важко відповісти	17,7	16,9	26,5	19,9	24,0

Прогноз курсу гривні до долара. Даючи оцінку, яким буде курс гривні до долара наприкінці I півріччя 2016р., найчастіше (43%) громадяни України вважають, що цей курс коливатиметься в діапазоні від 25 до 30 грн., 11% вважають, що він буде меншим 25 грн., 11% – становитиме від 31 до 40 грн., а 3% – більше 40 грн. Близько третини (32%) не змогли відповісти на це питання (таблиця «Яким буде курс гривні до долара наприкінці I півріччя 2016р.?»).

**Яким буде курс гривні до долара наприкінці I півріччя 2016р.?
Тобто один долар США буде приблизно коштувати ...**

Менше 25 гривень	11,2
Від 25 до 30 гривень	42,9
Від 31 до 40 гривень	10,6
Більше 40 гривень	3,0
Важко відповісти, не знаю	32,3

Оцінюючи перспективи курсу гривні на більш віддалений термін (наприкінці 2016р.), ухилилися від відповіді ще більше респондентів (38%). Дещо більше чверті (27%) опитаних дотримуються думки, що курс знаходитиметься в діапазоні від 25 до 30 грн., майже кожен п'ятий (19%) вважає, що він становитиме від 31 до 40 грн., 9% – менше 25 грн., а 7% – більше 40 грн. (таблиці «Яким буде курс гривні до долара наприкінці 2016р.?»).

Ті респонденти, які вважають, що українська влада не спроможна не допустити обвалу курсу гривні до долара оцінюють перспективи гривні більш песимістично, ніж ті, хто вірить у спроможність влади. Якщо серед перших 24% вважають, що курс гривні до долара наприкінці 2016р. знаходитиметься в діапазоні від 25 до 30 грн., то серед других – 32%, вважають, що він буде меншим 25 грн. – відповідно 8% і 12%, від 31 до 40 грн. – відповідно 21% і 20%, більше 40 грн. –

відповідно 11% і 6%. Серед «песимістів» дещо більше тих, хто не зміг дати відповідь на це питання (відповідно 36% і 30%).

Частка тих, хто не зміг оцінити перспективи гривні наприкінці 2016р., очікувано зростає із зниженням освітнього рівня респондентів – від 32% серед респондентів, які мають вищу освіту, до 67% серед респондентів з неповною середньою освітою.

Більш оптимістично оцінюють ситуацію жителі Західного та Центрального регіонів – відповідно 45% і 38% вважають, що курс гривні наприкінці року не перевищить 30 грн. за долар, тоді як у Східному регіоні і на Донбасі таких 32%, у Південному регіоні – 24%.

**Яким буде курс гривні до долара наприкінці 2016р.
Тобто один долар США буде приблизно коштувати...?**

Загалом	
Менше 25 гривень	9,1
Від 25 до 30 гривень	26,8
Від 31 до 40 гривень	19,2
Більше 40 гривень	7,2
Важко відповісти, не знаю	37,8

За освітою				
	незакінчена середня	загальна середня	середня спеціальна	вища або незакінчена вища
Менше 25 гривень	6,0	5,2	11,2	9,3
Від 25 до 30 гривень	14,9	21,6	28,7	29,1
Від 31 до 40 гривень	3,0	16,9	18,5	23,0
Більше 40 гривень	9,0	6,9	7,3	7,0
Важко відповісти, не знаю	67,2	49,4	34,2	31,6

За регіоном проживання					
	Захід	Центр	Південь	Схід	Донбас
Менше 25 гривень	11,4	11,5	2,3	6,5	8,8
Від 25 до 30 гривень	33,8	26,7	21,4	25,3	23,3
Від 31 до 40 гривень	15,0	18,9	23,3	18,6	22,7
Більше 40 гривень	6,9	6,3	13,0	4,9	8,2
Важко відповісти, не знаю	32,9	36,6	40,0	44,7	36,9

Чи потрібна прив'язка гривні до долара? 29% опитаних вважають, що Україні слід відмовитися від її зорієнтованості чи прив'язки курсу до долара, 33% вважають, що таку прив'язку слід зберегти, а 39% не змогли визначитися з цього питання (таблиця «Чи вважаєте Ви, що Україні слід відмовитися...?»).

Результати дослідження дозволяють стверджувати, що в цьому питанні респонденти керуються значною мірою не мотивами фінансово-економічної доцільності, а переважно екстраполюють свої геополітичні уподобання. Так, частка респондентів, які виступають за відмову від прив'язки курсу гривні до долара, є тим більшою, чим більш негативно вони ставляться до США (вона становить 22% серед тих, хто ставиться до США цілком позитивно, і 43% серед

тих, хто ставиться до США цілковито негативно). Значною мірою саме тому частіше вважають, що Україні слід відмовитися від зорієнтованості гривні на долар, жителі Південного (39%) і Східного (36%) регіонів, тобто саме тих регіонів, жителі яких частіше висловлюють негативне ставлення до США.

Майже дві третини (64%) тих, хто вважають, що Україні слід відмовитися від зорієнтованості гривні на долар, дотримуються думки, що, відмовившись від прив'язки до долара, гривня не повинна орієнтуватися на жодну валюту (діаграма «*На яку валюту має зорієнтовуватися гривня?*»). 14% з-поміж них вважають, що національна валюта повинна бути прив'язана до євро, кожен з інших валют назвали не більше 2% представників цієї групи опитаних.

Чи вважаєте Ви, що Україні слід відмовитися від зорієнтованості гривні на долар, прив'язки її курсу до долара?

Загалом	
Так, слід відмовитися від прив'язки курсу гривні до долара	28,6
Ні	32,8
Важко відповісти	38,6

За регіоном проживання					
	Захід	Центр	Південь	Схід	Донбас
Так, слід відмовитися від прив'язки курсу гривні до долара	27,4	23,9	39,3	35,7	24,7
Ні	37,9	36,7	21,0	26,2	33,5
Важко відповісти	34,6	39,4	39,7	38,1	41,8

Якщо Ви вважаєте, що Україні слід відмовитися від зорієнтованості гривні на долар, то на яку валюту має зорієнтовуватися гривня?

% тих, хто вважає, що слід відмовитися від прив'язки курсу гривні до долара

Євро	13,7
Британський фунт	2,0
Швейцарський франк	0,6
Російський рубль	1,8
Китайський юань	2,1
Іншу валюту	2,1
На жодну	63,9
Важко відповісти	13,9

Інфляційне таргетування. Політика регулювання курсу гривні пов'язана з контролем над інфляцією. Як відомо, комплекс заходів, що застосовуються державою для контролю рівня інфляції в країні, називається інфляційним таргетуванням. Цей термін часто вживається представниками органів влади, зокрема, Національного банку. Під час дослідження експерти намагалися визначити, наскільки сам цей термін є зрозумілим для простого громадянина. Як свідчать результати опитування, лише 3% респондентів відповіли, що вони цілком розуміють, що він означає, 18% дали відповідь, що вони «приблизно розуміють», а 79% – що зовсім не розуміють, про що йдеться (таблиця «*Керівництво Національного банку України часто вживає термін «інфляційне таргетування...»*»).

Цілком очікувано, що чим нижчим є освітній рівень респондентів, тим частіше вони не розуміють, про що йдеться – так відповіли 97% респондентів, які мають неповну середню освіту, серед респондентів з вищою освітою таких помітно менше (72%), але вони все одно становлять переважну більшість представників

цієї групи. Лише 5% серед респондентів з вищою освітою відповіли, що цілком розуміють, що означає цей термін.

Керівництво Національного банку України часто вживає термін «інфляційне таргетування». Чи розумієте Ви про що йдеться?

Загалом	
Цілком розумію	3,1
Приблизно розумію	18,1
Зовсім не розумію	78,8

За освітою				
	<i>незакінчена середня</i>	<i>загальна середня</i>	<i>середня спеціальна</i>	<i>вища або незакінчена вища</i>
Цілком розумію	0,0	1,4	3,0	4,6
Приблизно розумію	3,0	11,4	19,0	22,9
Зовсім не розумію	97,0	87,2	78,0	72,4

Результати проведеного дослідження дозволяють зробити такі **висновки**.

Більшість громадян України проявляють інтерес (хоча б час від часу) до обмінного курсу національної валюти. Цей інтерес тим вищий, чим вищий рівень освіти та доходів респондентів. Також більшість громадян дотримуються думки, що **курс національної валюти має визначальний або значний вплив на їх життя**.

Різкі зміни курсу гривні до долара здатні негативно вплинути на соціально-психологічну атмосферу в суспільстві.

Частіше респонденти схильні вважати, що **відповідальність за забезпечення купівельної спроможності** національної валюти мають **рівною мірою нести Президент, Уряд і Національний банк**.

Думки громадян стосовно спроможності влади не допустити обвалу курсу гривні до долара розділилися – 43% вважають, що влада спроможна це зробити, а 37% дотримуються протилежної точки зору. При цьому досить чітко простежуються регіональні відмінності, пов'язані насамперед з різним рівнем довіри до влади в регіонах. Цим значною мірою визначаються і регіональні відмінності в прогнозах громадянами курсу національної валюти до долара.

У громадській думці не сформовано чіткої позиції, потрібно чи ні зберігати прив'язку національної валюти до долара. За збереження такої прив'язки виступають лише дещо більше респондентів, ніж тих, хто виступає за відмову від неї (відповідно 33% і 29%). До того ж, результати дослідження дозволяють стверджувати, що в цьому питанні громадяни керуються переважно не мотивами фінансово-економічної доцільності, а екстраполюють свої геополітичні уподобання.

Майже дві третини тих, хто вважає, що Україні слід відмовитися від зорієнтованості гривні на долар, дотримуються думки, що, відмовившись від прив'язки до долара, гривня не повинна орієнтуватися на жодну іншу валюту.

Сучасна валютна політика та особливості її реалізації в Україні

Редактор видання *А. Чернова*
Дизайнерський супровід *О.Шаптала*

Видавництво «Заповіт»

01011, Київ, вул. Панаса Мирного, 7-а, офіс 9.
e-mail: zapovit@gmail.com