

Олександр Дзюблюк, завідувач кафедри банківської справи Тернопільського національного економічного університету, доктор економічних наук, професор

ВАЛЮТНО-КУРСОВІ АСПЕКТИ АНТИКРИЗОВОЇ ЕКОНОМІЧНОЇ ПОЛІТИКИ

У статті розглядається валютно-курсове регулювання як важливий аспект державної економічної політики у процесі подолання наслідків кризових явищ. Аналізується роль валютного курсу як відображення стратегічного спрямування державного регулювання економіки. Наведено ретроспективний аналіз застосування в Україні різних валютно-курскових режимів, що відображає практику послідовного зниження центральним банком зовнішньої вартості національної грошової одиниці. Розглядаються причини девальвації гривні упродовж останньої фінансово-економічної кризи та оцінюються заходи Національного банку щодо протидії кризовим явищам на фінансовому ринку. На основі всебічної оцінки негативних наслідків відмови від підтримання валютного курсу для досягнення макроекономічної рівноваги обґрунтовується необхідність забезпечувати валютно-курсову стабільність як необхідну умову завершення структурних реформ економіки України і сприяння поживленню ділової активності.

Ключові слова: валютний курс, центральний банк, валютно-курсова політика, інфляція, девальвація, національна валюта, платіжний баланс.

Необхідною умовою подолання наслідків фінансово-економічної кризи та забезпечення стійкого зростання виробництва і добробуту суспільства є ефективне функціонування грошової і банківської системи країни та підтримання стабільної вартості національної валюти. Сучасні тенденції глобалізації економічних процесів визначають вагомий, якщо не вирішальний, вплив світової економіки на розвиток національних господарств окре-

мих країн. За таких обставин однією з цілей державної економічної політики є ефективна інтеграція економіки України у світову економічну і валютно-фінансову систему. Оскільки валютний ринок більшою мірою, ніж інші сегменти фінансового ринку, пов'язаний зі світовою економікою, то за високого ступеня відкритості національного господарства саме його стан має вирішальне значення для забезпечення макроекономічної стабільності і подолання кризи. А відтак найважливішим тактичним завданням грошово-кредитної і валютної політики Національного банку України має бути досягнення такого стану валютної сфери економічних відносин, який би сприяв досягненню стратегічних цілей економічного зростання і забезпечення конкурентоспроможності національної економіки у глобальному вимірі. У зв'язку із цим виникає об'єктивна необхідність у зваженому науковому підході до обґрунтування прийнятих рішень у сфері валютного регулювання, що визначає актуальність дослідження проблематики, пов'язаної із впливом динаміки валютного курсу на досягнення макроекономічної стабільності у процесі успішної реалізації антикризових заходів економічної політики держави.

Ті глибокі кризові явища, які охопили національну економіку нашої країни упродовж останнього періоду і які визначаються дією зовнішніх і внутрішніх факторів негативного впливу на господарські процеси, потребують розв'язання цілого комплексу надскладних завдань, а кінцевою метою є досягнення макроекономічної стабілізації та виведення економіки України на траєкторію стійкого зростання. Очевидно, що досягнути цих цілей без забезпечення стабільної вартості національної валюти не можливо. Адже такі умови економічного розвитку, як підтримання низьких темпів інфляції, стимулювання формування заощаджень і їхня трансформація в інвестиції інститутами фінансового ринку, стійке та прибуткове функціонування банківського сектору, можливості ефективного розвитку бізнесу та залучення іноземних капіталів, безпосередньо залежать від стійкості грошової системи країни і підтримання вартості національної валюти на незмінному рівні.

За таких умов значення валютно-курсової політики як найважливішого аспекту державного регулювання макроекономічних процесів набуває критично важливого рівня. Це означає, що саме валютно-курсний аспект має розглядатися як один із ключових напрямів активного регулятивного впливу держави на господарство в особі центрального банку через реалізацію адекватної економічної політики. Використання терміна "асpekt" у цьому контексті є доречним з позицій валютно-курсової політики не як певного самостійного напрямку державного регулювання, а як невід'ємної складової державної економічної політики, що має підкреслювати важливість саме комплексного впливу на економічні процеси, а також багатofакторну взаємозалежність динаміки обмінного курсу від різних параметрів економічного розвитку, із застосуванням різних інструментів регулятивного впливу держави на економіку.

Валютно-курсове регулювання має бути спрямоване на підтримання такого обмінного курсу, який би найбільшою мірою відображав адекватне співвідношення вартості виробництва товарів і послуг. Формування обмінного курсу на таких засадах забезпечувало б вирішення двох важливих завдань: з одного боку, здійснення обміну товарами та послугами на еквівалентній основі, тобто за їх реальною вартістю, що дозволяло б країні повністю відшкодувати ресурси, затрачені на товарне виробництво; по-друге, за допомогою політики обмінного курсу досягнення достовірного порівняння затрат на виробництво аналогічних товарів у країнах — торговельних партнерах, що має приводити у дію механізм міжнародної конкуренції виробників. Таким чином, встановлення цін на товари на основі вартості їх виробництва, що виражається адекватним валютним курсом, має важливе значення для досягнення збалансованості зовнішньоторгового обороту і забезпечення ефективного економічного розвитку країни. Особливо це завдання важливе для економіки України, в якій значна частка належить саме зовнішньоекономічному сектору.

Сучасне валютно-курсове регулювання є результатом розвитку світового фінансового ринку у ХХ ст., що відображає еволюцію поглядів на те, що таке обмінний курс. На першому етапі такої еволюції, що охоплює період ХІХ — першої половини ХХ ст., валютний курс сприймали переважно як технічний коефіцієнт, за допомогою якого визначають співвідношення між національними та іноземними повноцінними золотими грошовими одиницями, а пізніше банкнотами, розмінними на золото. При цьому в основі визначення обмінного курсу був паритет купівельної спроможності, а основними факторами впливу на валютно-курсові коливання були темпи інфляції в країнах — зовнішньоторговельних партнерах і зміна статей платіжного балансу. На другому етапі, що розпочався після закінчення Другої світової війни й остаточно утвердився із крахом золотого стандарту у 1970-х роках, сприйняття обмінного курсу вже відображає співвідношення не лише цін товарів і послуг, але і значно більшою мірою цін національних та іноземних активів. Уже на цьому етапі національні валюти сприймаються не лише як інструмент економічної системи, що обслуговує процеси виробництва та обміну, але і як самостійна система фінансових активів та потужний інструмент впливу державних інститутів через монетарні інструменти на перебіг економічних процесів. Саме обмінний курс є сьогодні одним із найважливіших засобів такого впливу, слугуючи вагомим індикатором цільового спрямування державної економічної політики.

Це означає, що сучасна валютно-курсова політика центрального банку має проводитися у контексті єдиної державної економічної політики, спрямованої на подолання кризових явищ, сприяння досягненню макроекономічної стабільності і зростання виробництва. Іншими словами, стабільність зовнішньої і внутрішньої вартості національної грошової одиниці розглядається як один із найважливіших пріоритетів регулятивного впливу держави на економіку, визначаючи її інвестиційну привабливість, перспекти-

ви зростання та врешті впливаючи на добробут усього суспільства через механізм формування його реальних, а не номінальних доходів. Однак чи можна саме у такому контексті розглядати валютно-курсові аспекти державної економічної політики упродовж усього періоду функціонування національної грошової системи із моменту здобуття Україною незалежності? Тобто, якщо аналізувати процес у ретроспективі, чи можна вважати, що забезпечення стабільної вартості національної валюти взагалі коли-небудь було серед стратегічних цілей економічної політики держави, а відтак і НБУ як технічного виконавця рішень уряду? Очевидно, що ні. Процес прийняття відповідних рішень у сфері валютно-курсівого регулювання відображав свідому багаторічну практику послідовного зниження зовнішньої вартості національної грошової одиниці, тобто валютного курсу. Про це свідчить застосування Національним банком різних видів валютно-курсівих режимів, кожен з етапів функціонування яких закінчувався одним і тим самим незмінним результатом — девальвацією.

Ретроспективний аналіз застосування таких курсівих режимів (плаваючого, фіксованого, керованого плаваючого і знову плаваючого) відображає всю непослідовність політики регулятора та повну залежність його дій від урядових рішень, логіка яких диктувалася вирішенням бюджетних і боргових проблем ціною інфляції та девальвації національної валюти. Так, починаючи з грудня 1992 р. Декретом Кабінету Міністрів в Україні було запроваджено плаваючий режим встановлення курсу українського карбованця, який визначався НБУ за результатами торгів на міжбанківській валютній біржі. Проте розгортання інфляційних процесів, дефіцит платіжного балансу і відсутність золотовалютних резервів призвели до негайної девальвації тимчасової валюти України. Із серпня 1993 р. рішенням уряду був запроваджений фіксований курс українського карбованця спершу на рівні 5970 крб за дол., а пізніше — 12 610 крб за 1 дол. США. У цей період індекс цін споживчого ринку сягнув рекордної позначки у 10 256 %. І вже починаючи із жовтня 1994 р., згідно з указом Президента України, знову було повернуто плаваючий режим: офіційний курс українського карбованця стосовно долара США почав визначатися на підставі результатів торгів на Українській міжбанківській валютній біржі. Після цього зниження курсу українського карбованця відбувалося від межі утримуваного раніше фіксованого курсу до реального рівня, що визначався попитом і пропозицією на ринку.

Із квітня 1997 р. основною формою реалізації валютно-курсової політики в Україні обрали кероване плавання. Постановою Кабінету Міністрів України було запроваджено валютний коридор для регулювання обмінного курсу національної валюти. Його межі визначалися у розмірі 1,7—1,9 грн за 1 дол. США. Очевидно, що це був гарний шанс у вітчизняній економічній історії, коли стабільна вартість національної валюти могла створити об'єктивні передумови для залучення іноземних інвестицій, розвитку підприємництва та сприяння зовнішньоекономічній діяльності. Однак, світо-

ва фінансова криза 1997 р., а також криза на ринку ОВДП в Україні внаслідок безвідповідальної політики уряду щодо державних запозичень уже в наступному році призвели до непрогнозованого переміщення капіталів, посилили попит на іноземну валюту та девальваційний тиск на гривню. Тому вже з вересня 1998 р. було запроваджено нові рамки валютного коридору: 2,5—3,5 грн за 1 дол. США, а з лютого 1999 р. його межі ще більш розширені до 3,4—4,6 грн за 1 дол. США. Фактично основною функцією нижньої межі валютного коридору стало офіційне визнання тих граничних можливостей поступової девальвації гривні, які допускалися державою в особі НБУ. Втім, суттєве збільшення грошової маси протягом 1999 р. (на 41 %) неодноразово призводило до виходу обмінного курсу гривні за рамки встановленого валютного коридору. Так, у листопаді 1999 р. курс національної валюти вже перевищив 5 грн за 1 дол. США. Тому з лютого 2001 р. уряд та НБУ запровадили плаваючий валютний курс, який встановлювався на основі інформації про середньозважений курс за обсягами безготівкових операцій з купівлі-продажу доларів комерційними банками на міжбанківському валютному ринку.

Однак плаваючим такий валютно-курсовий режим був лише формально. На практиці упродовж 2000—2008 рр. режим курсоутворення в Україні мав характер керованого плавання, а курс гривні відносно долара США утримувався на відносно стабільному рівні (5,44—5,33 грн за дол.) і навіть мав тенденцію до ревальвації (у 2005 р. — до 5,05 грн за 1 дол.; у 2008 — 4,85 грн за дол.). Проте наростання кризових явищ у світовій економіці у 2008 р. позначилося і на валютному ринку України, що було зумовлено збільшенням негативного сальдо платіжного балансу, відтоком капіталів та ускладненням доступу на зовнішні ринки запозичень. Тому з вересня 2008 р. розпочалося чергове зниження обмінного курсу гривні — із 5,05 до 7,7 за 1 дол. на кінець року, тобто девальвація усього за три місяці становила 52,5 %. У цих умовах уряд звернувся по допомогу до МВФ, який умовою надання стабілізаційного кредиту у розмірі 16,4 млрд дол. назвав запровадження в Україні гнучкого курсоутворення та обмеження інтервенцій Національного банку на валютному ринку. Проте скорочення участі НБУ в операціях на валютному ринку призвели лише до посилення спекулятивних атак на курс гривні, а кошти, надані Національним банком через механізми рефінансування для підтримання ліквідності комерційних банків, спрямовувалися передусім на придбання іноземної валюти, що лише посилювало девальвацію гривні, тобто відбувалися події, які цілком повторилися під час наступної кризи у 2014 р. Окремі адміністративні обмежувальні заходи Національного банку не дали належного ефекту, зумовлюючи дефіцит іноземної валюти та подальше знецінення гривні, а відтак у 2009 р. курс девальював ще на 3,7 % — до 7,98 грн за дол. США. Слід наголосити, що упродовж наступних декількох років стабілізація обмінного курсу гривні була пов'язана саме з активною участю Національного банку на валютному ринку, що дозволило утримувати обмінний курс гривні на рівні, близькому до 8 грн за 1 дол. США до початку 2014 р.

З I кварталу 2014 р. НБУ перейшов до системи гнучкого обмінного курсу, котрий, на думку регулятора, мав визначатися виключно на основі ринкових механізмів попиту та пропозиції. Таке рішення, що було відповіддю на вимоги МВФ для надання фінансової допомоги, передбачало відмову центрального банку від валютних інтервенцій. Однак це спричинило лише додатковий ажіотажний попит на іноземну валюту, що призвело у кінцевому підсумку до посилення девальваційного тиску на гривню. У результаті рівень знецінення гривні до долара США за результатами 2014 р. становив 97,3 % — із 7,99 до 15,77 грн за 1 дол., тобто національна грошова одиниця знецінилась удвічі. При цьому у лютому 2014 р. мав місце девальваційний шок — офіційний курс сягнув позначки 30 грн за 1 дол. США, а курс чорного ринку відповідно 40 грн за 1 дол., хоча в подальшому курс повернувся до нижчих значень. Аналогічні девальваційні тенденції спостерігалися й упродовж 2015—2017 рр., коли курс національної валюти знизився до рівня 28,06 на початок 2018 р., тобто за цей період рівень девальвації національної валюти становив ще 80 %.

НБУ негативні тенденції на валютному ринку останніх років зазвичай пояснював винятково дією складної політичної ситуації в країні та розгортанням воєнного конфлікту в східних областях, на які традиційно припадало понад 20 % вітчизняного експорту, в результаті чого сформувалися несприятливі макроекономічні тренди, суттєво погіршилися ринкові очікування з одночасним підвищенням попиту на іноземну валюту, поглибленням її дефіциту та надмірною курсовою волатильністю гривні¹. До цього додавалася ще дія таких факторів, як падіння цін на товари українського експорту та повільна переорієнтація українських експортерів на нові ринки збуту. Фактично одні й ті самі пояснення девальвації надавалися регулятором упродовж кількох років².

Заради справедливості, необхідно зазначити, що серед причин девальвації діяло кілька цілком об'єктивних факторів, пов'язаних з фундаментальними недоліками надмірно орієнтованої на зовнішні ринки структури української економіки. Справді, у ті роки, що передували кризі, спостерігалися уповільнення зростання світового господарства та зниження попиту на сировинних ринках. Оскільки ж продукція українського експорту орієнтована передусім саме на ці ринки, особливо металургія, хімічна промисловість, агропромисловий комплекс, то можна вважати, що зниження попиту на товари вітчизняного експорту могли негативно позначитися на стані платіжного балансу країни. Крім того, зменшенню обсягів експорту сприяло також розташування багатьох експортоорієнтованих виробництв у зоні бойових дій на сході країни. До факторів негативного впливу можна також віднести й ускладнення доступу на міжнародні фінансові ринки та

¹ Річний звіт Національного банку України за 2014 рік [Ел. ресурс] / Національний банк України. — Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=17568764>. — С. 41.

² Річний звіт Національного банку України за 2015 рік [Ел. ресурс] / Національний банк України. — Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=31669311>. — С. 5; Річний звіт Національного банку України за 2016 рік [Ел. ресурс] / Національний банк України. — Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=49064031>. — С. 49.

відтік капіталу, а також переважання імпортової складової у структурі внутрішнього споживання. Природно, що такі тенденції не могли не позначитись на наростанні дефіциту платіжного балансу з усіма негативними наслідками щодо девальваційного тиску на гривню.

Утім, дія цих негативних факторів на скорочення валютних надходжень унаслідок падіння обсягів експорту не може розцінюватись однозначно. Адже нарівні зі зменшенням експорту відбувалось також падіння імпорту. А відтак торговий баланс вже навесні 2014 р. та навесні — влітку 2015 р. перебував майже у рівноважному стані (рис. 1).

Це означає, що вплив фундаментальних економічних факторів, пов'язаних зі структурою зовнішньої торгівлі, аж ніяк не міг призвести до такої глибокої триразової девальвації національної валюти, що спостерігалася у 2014—2015 рр. Крім того, необхідно наголосити, що зазначені вище фактори мають більшою мірою структурний характер, тобто в їхній основі — відносно повільна й довготривала дія, свого роду “ефект накопичення”. Тому такими факторами навряд чи можна пояснити як девальваційні шоки на початку 2014 р., так і фактично триразову девальвацію національної валюти від початку розгортання економічної кризи в Україні і до сучасного періоду.

За таких обставин особливо важливо визначити, як центральний банк реагував на ці виклики і яким був його вплив на ситуацію на валютному ринку. У цей період валютно-курсова політика Національного банку України включала два основні напрями. Перший був пов'язаний із запровадженням різних адміністративних обмежень на внутрішньому валютному ринку, зокрема підвищення вимоги щодо обов'язкового продажу валютної виручки експортерами, обмеження на купівлю готівкової іноземної валюти, заборона дострокового погашення валютних кредитів, обмеження видачі готівкової гривні та іноземної валюти з поточних та депозитних рахунків, зниження ліміту довгої відкритої валютної позиції банків, конвертація в гривню будь-яких находжень в іноземній валюті, що надійшли з-за кордону, та інші обмеження. Однак результатом таких заходів було радше подальше обмеження пропозиції іноземної валюти на внутрішньому ринку, аніж стабілізація ситуації із динамікою обмінного курсу.

Другий напрям валютно-курсової політики стосувався механізму реалізації валютних інтервенцій Національним банком України. Слід зазначити, однак, що у період розгортання валютно-фінансової кризи та посилення паніки серед учасників ринку такі інтервенції не мали достатнього стримувального ефекту щодо обмеження нижньої межі падіння обмінного курсу гривні. Це пояснювалось двома основними причинами. По-перше, учасники ринку ніколи не були впевнені, що у разі посилення волатильності центральний банк виходитиме на валютний ринок задля усунення надмірних коливань кон'юнктури на ньому, а невизначеність зазвичай тільки посилювала панічні настрої на ринку та схильність відмовлятися від гривні. По-друге, валютні інтервенції часто не відповідали кінцевій меті стабілізації валютно-

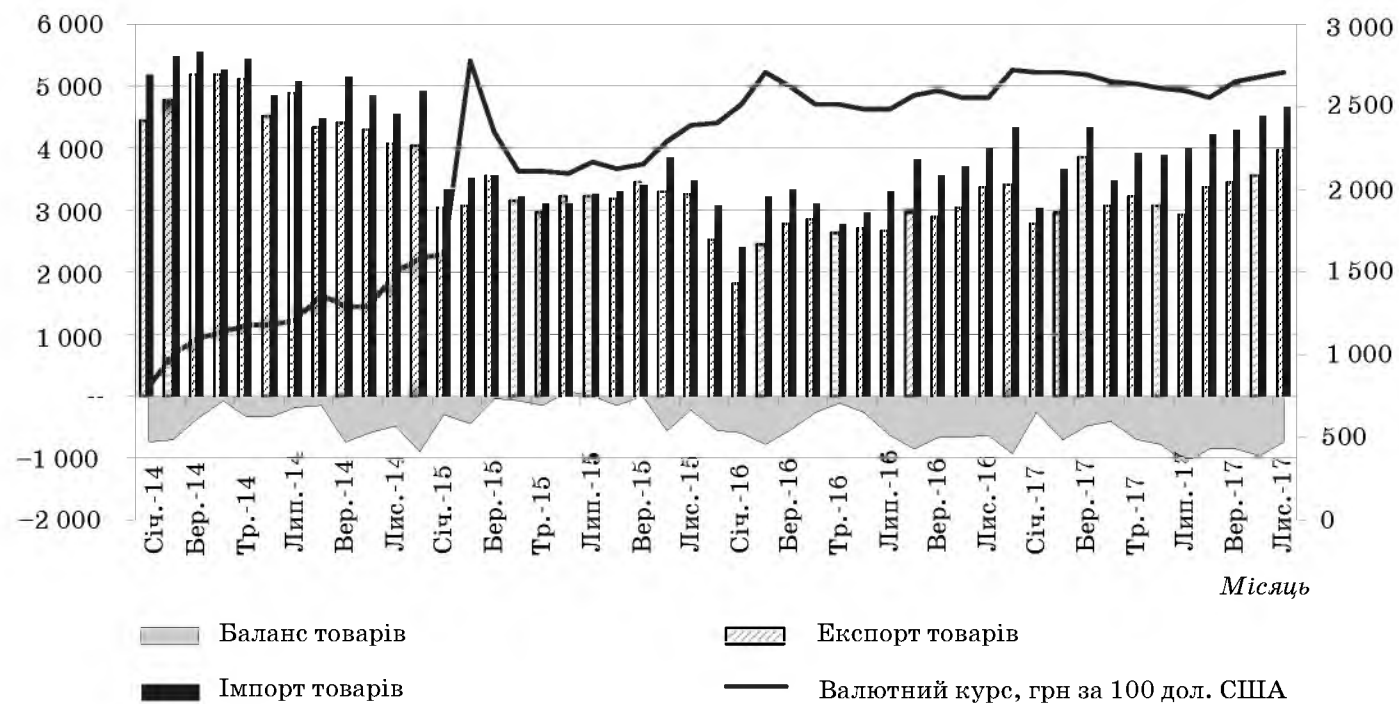


Рис. 1. Динаміка обмінного курсу гривні та стан зовнішньої торгівлі товарами*, млн дол. США

* Джерело: Статистика зовнішнього сектору: платіжний баланс [Ел. ресурс] / НБУ. — Режим доступу: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?showHidden=1&art_id=65613&cat_id=44446.

го курсу, тобто центральний банк виходив на ринок із купівлею, коли потрібно було продавати валюту, і навпаки, що лише посилювало девальваційні тенденції на валютному ринку України (рис. 2).

Позитивне сальдо валютних інтервенцій ЦБ останнім часом характеризує певною мірою односторонню спрямованість таких операцій на придбання іноземної валюти регулятором, що власне і визначається встановленим для себе завданням щодо “накопичення міжнародних резервів”³. Підтвердженням цільової орієнтації такої діяльності Національного банку України є його активність на валютному ринку упродовж останнього періоду, коли він свідомо стримував зміцнення гривні, інтенсивно скуповуючи іноземну валюту, що свідчить про девальваційну орієнтованість валютної політики регулятора.

Загалом таку стійку девальваційну тенденцію щодо вартості національної валюти за відносно короткий період у кращому разі можна пояснити певними помилками, яких припускався центральний банк, запроваджуючи ті чи інші валютні обмеження на ринку, а в гіршому — свідомими діями регулятора, спрямованими на зниження обмінного курсу національної валюти. В останньому разі йдеться, наприклад, про систематичну протидію короткочасним тенденціям зміцнення курсу гривні упродовж 2015—2017 рр., коли Національний банк виходив ринок з інтервенціями щодо купівлі іноземної валюти, не даючи можливість гривні девальвувати (див. рис. 2).

Так само як він робив це у 2014 р., коли валютні інтервенції часто мали протилежне спрямування до очікуваних учасниками ринку, підсилюючи панічні настрої на ньому⁴. У результаті за підсумками 2017 р. регулятор звітує про успіхи у нагромадженні золотовалютних резервів, які зросли на 21 %, що відбувається на тлі розгортання нової хвилі девальвації гривні у період новорічних свят⁵.

Очевидно, що з огляду на ці обставини чергове знецінення національної валюти важко пояснити “сезонними” факторами, як це звик робити ЦБ, традиційно звинувачуючи у всіх негараздах валютного ринку населення. Так, в одному зі своїх останніх аналітичних документів щодо посилення девальваційних тенденцій наприкінці 2017 р. регулятор так прямо і зазначає: “послаблення гривні підсилювалося превалюванням попиту на іноземну валюту з боку населення над її пропозицією, що значною мірою пояснюється сезонним погіршенням курсових очікувань населення”⁶. Однак за такого підходу не зовсім зрозуміло, якщо населення країни визначає дина-

³ Стратегія валютних інтервенцій на 2016—2020 роки [Ел. ресурс] / затверджено рішенням Правління НБУ від 06.09.2016 № 261-рш. — Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/vr261500-16>. — С. 2.

⁴ Дзюблюк О. Стратегічні орієнтири монетарної політики в умовах фінансової глобалізації / О. Дзюблюк // Банківська справа. — 2015. — № 3. — С. 15.

⁵ У 2017 році міжнародні резерви зросли на 21 % : прес-реліз НБУ від 05.01.2017 р. [Ел. ресурс]. — Режим доступу: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/printable_article?art_id=61838762&show-Title=true.

⁶ Макроекономічний та монетарний огляд: грудень 2017 року [Ел. ресурс] / НБУ. — Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=61427205>. — С. 16.

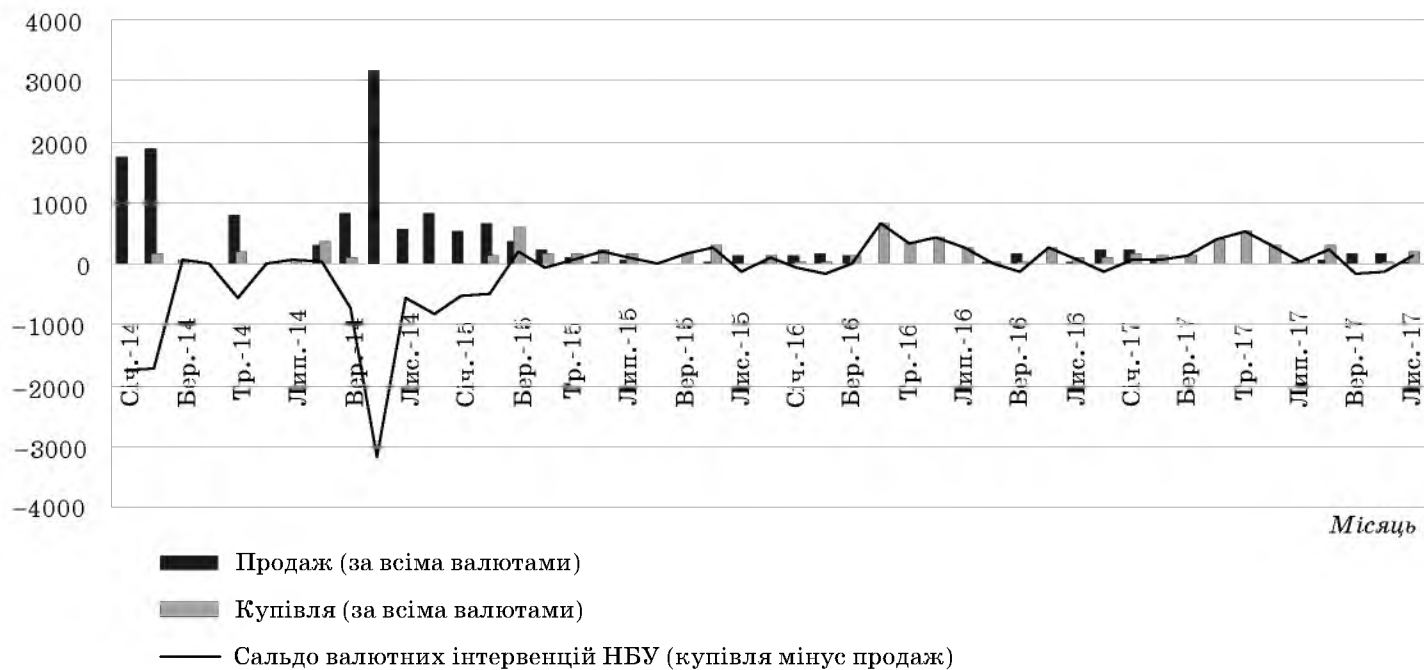


Рис. 2. Обсяги інтервенцій НБУ на валютному ринку України у 2014—2017 роках*, млн дол. США в еквіваленті

* Джерело: Статистика зовнішнього сектору: показники валютного ринку [Ел. ресурс] / НБУ. — Режим доступу: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=7693080.

міку обмінного курсу національної валюти, то яка тоді роль центрального банку цієї країни у забезпеченні макроекономічної стабільності?

Насправді йдеться радше про свідомо обрану Національним банком України з подачі Уряду стратегію валютно-курсової політики, спрямовану на послідовне ослаблення національної валюти. Так, ще на момент подання до Верховної Ради проекту Закону України “Про Державний бюджет України на 2018 рік” Кабінет Міністрів у своїй пояснювальній записці від 15.09.2017 зазначав: “Розрахунки здійснено з використанням прогнозного курсу на кінець року 30,1 грн/дол. США”⁷. І це на той момент, коли середньозважений курс гривні до долара США за операціями продажу на міжбанківському валютному ринку становив 26,25 грн за дол. Іншими словами, девальваційна стратегія була свідомо закладена урядом у проект закону щодо визначення майбутніх доходів і витрат державного бюджету України⁸. А якщо це так, то Національний банк своїми діями чи бездіяльністю на валютному ринку країни свідомо допускає девальваційний тиск на національну валюту. При цьому протидія девальвації регулятором відбувається радше формально, у неналежних обсягах, або тоді, коли стає вже запізно.

Саме така тактика при здійсненні валютних інтервенцій була обрана НБУ ще з початку 2014 р., коли криза лише розпочиналась. І саме ця тактика валютно-курсової політики була продовжена в наступні роки з усіма наслідками щодо знецінення національної валюти. Але потрібно наголосити, що в такий спосіб центральний банк не лише сприяє виконанню бюджетних показників за рахунок зростання дохідної складової в номінальному вираженні, але і консервує сировинну структуру вітчизняного експорту, що склалася, діючи в інтересах фінансово-промислових груп, які зацікавлені в ослабленні національної валюти задля збереження високої норми прибутку належних їм виробництв.

Таким чином, валютно-курсовий аспект державної економічної політики у тому розумінні, яке вкладає в нього регулятор, визначається не досягненням макрофінансової стабільності держави і на основі стабільної вартості національної валюти забезпечення стійкого виробничого зростання, а спрямовується на пониження зовнішньої вартості національної грошової одиниці, що вкладається у рамки концепції переходу до так званого інфляційного таргетування, що систематично нав’язується центральним банком як основа реалізації грошово-кредитної політики. При цьому Національний банк чітко наголошує, що він “має виходити із пріоритетності досягнення та підтримки цінової стабільності в державі”⁹, а наявність лінійного

⁷ Пояснювальна записка до проекту Закону України “Про Державний бюджет України на 2018 рік” [Ел. ресурс] / Верховна Рада України. — Режим доступу: http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=62551. — С. 25.

⁸ Про Державний бюджет України на 2018 рік : Закон України від 07.12.2017 № 2246-VIII [Ел. ресурс]. — Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/2246-19/page>.

⁹ Основні засади грошово-кредитної політики на 2018 рік та середньострокову перспективу [Ел. ресурс] / Схвалено рішенням Ради НБУ від 12.09.2017. — Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=55564681>. — С. 3.

впливу коливань обмінного курсу на динаміку внутрішніх цін регулятором не сприймається вагомим аргументом на користь валютно-курсової стабільності як ключового чинника, що визначає можливість підтримання низьких темпів інфляції.

Проте зміна валютного курсу зазвичай виявляє негайний вплив на рівень внутрішніх цін у результаті зміни цін імпортованих товарів, виражених у національній валюті. Цей вплив спершу відбувається за двома каналами: через безпосередню зміну цін імпортованих кінцевих товарів і послуг, а також через зміну цін товарів і послуг, вироблених усередині країни, у витрати на виробництво яких входять затрати на імпорتنі компоненти. Однак надалі початкові зміни внутрішніх цін призводять до ефекту вторинного цінового зростання, оскільки за деякий час починають змінюватися виробничі витрати з урахуванням уже нового рівня цін.

Крім того, прихильники політики відмови від підтримання стабільного обмінного курсу національної валюти не беруть до уваги ще два важливі моменти. По-перше, у такій економічній системі, як в Україні, із слабким конкурентним середовищем та відсутністю на державному рівні протидії будь-яким проявам монополізму, ціновий механізм ринкової рівноваги є абсолютно негнучким, тобто ціни мають набагато більшу здатність змінюватися у бік підвищення, аніж у бік зниження. У результаті, якщо відбувається зниження валютного курсу національної грошової одиниці, то це, як правило, призводить до негайного зростання цін всередині країни, тоді як при підвищенні обмінного курсу ціни знижуються слабо або взагалі не знижуються. По-друге, за високих темпів інфляції і значних масштабів тінізації економіки залежність динаміки внутрішніх цін від змін обмінного курсу стає ще більшою. Це пояснюється тим, що ці два фактори сприяють суттєвому підвищенню доларизації економіки до рівня, за якого більшість цін фактично виражаються в іноземній валюті і потім переводяться у ціни в національній грошовій одиниці шляхом простого множення на ринковий валютний курс у певний момент. А тому ціни внутрішнього ринку безпосередньо і практично без часового лагу слідує за змінами валютного курсу.

Однак якщо механізм такої залежності цін від динаміки обмінного курсу є очевидним, то досить парадоксально виглядає практика реалізації грошово-кредитної політики НБУ, що склалася. При цьому як особливе досягнення представляється свідомо відмова від регулятивного впливу ЦБ на валютний курс на користь регулювання цінової динаміки. І це подається в офіційних документах Національного банку так, що він “зважився на болісний, але безальтернативно необхідний перехід до гнучкого обмінного курсу”¹⁰. Однак така зміна валютно-курсової політики Національного банку, згідно з якою “обмінний курс, що визначається виключно ринковими чинниками, тепер страшує економіку від зовнішніх шоків”¹¹, насправді призвела не до помірної волатильності курсу під впливом ринкових сил чи

¹⁰ Річний звіт Національного банку України за 2014 рік [Ел. ресурс] / Національний банк України. — Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=17568764>. — С. 2.

¹¹ Там само.

запобігання негативному впливу зовнішніх чинників, а до кількаразової девальвації національної грошової одиниці за відносно короткий проміжок часу (рис. 3).

Таке масштабне знецінення національної грошової одиниці за відносно короткий період вочевидь було спровоковане саме свідомою відмовою центрального банку від підтримки валютно-курсової стабільності та під приводом переходу до гнучкого режиму курсоутворення самоусуненням регулятора із валютного ринку, що спричинили у 2014—2017 рр. ті наслідки для банківської системи й економіки, які ще протягом тривалого періоду часу визначатимуть негативні тенденції економічного розвитку України, песимізм бізнесу та низьку інвестиційну привабливість країни для іноземного капіталу.

Утім, потрібно розуміти, що країни із ринками, що розвиваються, на відміну від розвинутих країн, не завжди мають оптимальні умови для використання режиму вільно плаваючого валютного курсу. Річ у тім, що фінансові ринки в цих країнах не достатньо розвинені, а валютні ринки невеликі за обсягом операцій на них і кількістю учасників. А тому нестійкість валютного ринку може перерости по суті у некерованість, коли навіть невелика кількість угод породжує надзвичайно сильні короткострокові коливання валютного курсу. На таких ринках, крім того, учасникам валютних угод важко визначити рівноважний обмінний курс, оскільки у механізмі курсоутворення діє досить потужна спекулятивна складова, що за відсутності активної протидії центрального банку може розкручувати маховик девальвації, що вже неодноразово спостерігалось на валютному ринку України. До того ж економіка з менш диверсифікованою структурою експорту, така як в Україні, стикається з істотними коливаннями надходжень в іноземній валюті у зв'язку з коливаннями попиту і пропозиції на зовнішніх ринках. Отже, в цих умовах існує потреба у регулятивному втручанні держави з тим, щоб уникнути надмірної нестійкості і некерованості динаміки обмінного курсу національної валюти.

Тому відмова від чітких орієнтирів у проведенні валютно-курсової політики в Україні аж ніяк не сприяла досягненню цінової стабільності, адже динаміка внутрішніх цін значною мірою визначається саме змінами обмінного курсу з огляду на високу залежність внутрішнього попиту від імпортованих товарів і сировини. При цьому НБУ у своїх програмних документах чітко наголошує, що “формування низької інфляційних очікувань є одним із ключових елементів поліпшення макроекономічного середовища та нарощення економічного потенціалу України”¹².

Однак як можуть сформуватися такі очікування за монополізації ринку, адміністративного регулювання цін і тарифів, відсутності конкуренції, наростання дефіциту державного бюджету і постійної монетизації державного боргу за допомогою емісії? Очевидно, що за таких обставин нестабіль-

¹² Основні засади грошово-кредитної політики на 2018 рік та середньострокову перспективу [Ел. ресурс] / Схвалено рішенням Ради НБУ від 12.09.2017. — Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=55564681>. — С. 4.

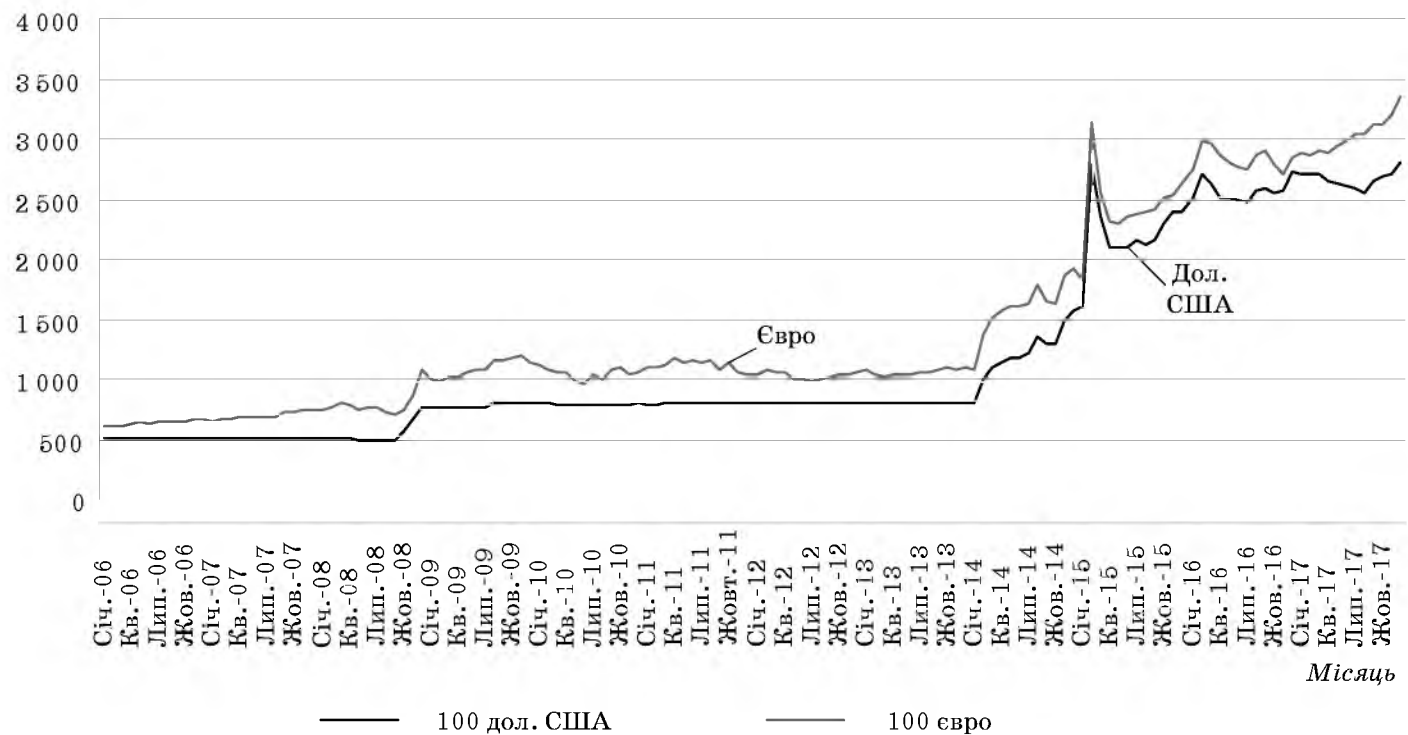


Рис. 3. Динаміка обмінного курсу гривні у 2006—2017 роках*

* Джерело: Статистика зовнішнього сектору: офіційний курс гривні щодо іноземних валют [Ел.ресурс] / НБУ. — Режим доступу: <https://bank.gov.ua/control/uk/curmetal/detail/currency?period=daily>.

ність валютного курсу є ключовим фактором, який породжує глибоку суспільну недовіру до можливості Національного банку забезпечити дотримання заявлених ним же показників щодо річної зміни індексу споживчих цін. Цікаво, що регулятор встановлює для себе середньострокову ціль щодо інфляції на рівні 5 % із допустимим діапазоном відхилень ± 1 п. п., яку він збирається досягати протягом 2018—2020 рр.¹³ Навряд чи такий показник може викликати високу суспільну довіру. Адже сам Національний банк неодноразово заявляв у своїх документах, що “інфляція може відхилитися в короткостроковому періоді від заздалегідь оголошених цільових значень у зв’язку з впливом зовнішніх і внутрішніх шоків, які є поза контролем грошово-кредитної політики, зокрема таких, як зміни цін на сировинні товари та інші високоволатильні компоненти індексу споживчих цін”¹⁴. Цілком очевидно, що головним фактором впливу на ціни сировинних товарів (звісно ж, ідеться про імпорт паливно-мастильних матеріалів) та “високоволатильні” компоненти є ні що інше, як динаміка обмінного курсу гривні, про що регулятор не зазначає. Проте, допускаючи відхилення інфляції від заявлених показників, НБУ знімає із себе відповідальність за дотримання запланованих величин індексу споживчих цін і визнає власну неспроможність контролювати інфляцію. Таким чином, процес реалізації грошово-кредитного регулювання в сучасних умовах відображає достатньо парадоксальну ситуацію: відмовившись від активного впливу на динаміку обмінного курсу на користь контролю за цінами на внутрішньому ринку в рамках концепції інфляційного таргетування, Національний банк по суті має мінімальні можливості контролю обох параметрів, що негативно впливає на посилення загальної макроекономічної нестабільності.

Джерелом такої нестабільності є невпевненість економічних агентів у здатності ЦБ активно впливати на динаміку кон’юнктури на грошово-кредитному ринку, що пов’язано як із ціновою невизначеністю, так і з майбутніми змінами обмінного курсу. Ці зміни вкрай несприятливо позначаються на темпах економічного зростання, передусім через невизначеність державної економічної політики і складність розуміння її пріоритетів для домогосподарств і бізнесу. А відтак населення демонструє все більшу прихильності до іноземної валюти як більш надійної форми заощаджень, а у бізнесу з’являються додаткові стимули до втечі у тіньову економіку.

Додатковим підґрунтям для таких настроїв учасників ринку є недвозначна позиція самого Національного банку, який, відповідно до його заяв, “дотримуватиметься режиму плаваючого обмінного курсу, маючи на увазі, що грошово-кредитна (монетарна) політика не спрямовуватиметься на до-

¹³ Основні засади грошово-кредитної політики на 2018 рік та середньострокову перспективу [Ел. ресурс] / Схвалено рішенням Ради НБУ від 12.09.2017. — Режим доступу: <https://bank.gov.ua/docscatalog/document?id=55564681>. — С. 4.

¹⁴ Основні засади грошово-кредитної політики на 2017 рік та середньострокову перспективу [Ел. ресурс] / Схвалено рішенням Ради НБУ від 21.12.2016. — Режим доступу: <https://bank.gov.ua/docscatalog/document?id=41556547>.

сягнення певного рівня або діапазону обмінного курсу”¹⁵. Однак така ситуація невизначеності, коли жоден прогноз не спроможний точно оцінити рівень валютного курсу навіть на найближчу перспективу, а будь-які його стрибки знову будуть пояснені “сезонними факторами”, не сприяє формуванню позитивних очікувань учасників ринку.

Водночас за відсутності будь-яких інструментів страхування валютного ризику застосовуваний Національним банком України режим вільного плавання обмінного курсу є прямим шляхом до майбутньої дестабілізації банківського сектору й економіки загалом. Адже не слід забувати, що саме масована девальвація національної валюти стала першим поштовхом для загострення низки масштабних проблем, зумовлених впливом коштів із банківських депозитів, наростанням обсягів неповернутих позичок і погіршенням якості банківських кредитних портфелів, необхідністю нагромадження додаткових резервів та, як наслідок, збитковістю банківської системи, оголошенням значної кількості банків неплатоспроможними та їх виведенням з ринку, розкручуванням маховика інфляції і падінням реальних доходів населення, погіршенням умов обслуговування державного боргу, впливом капіталів і виробничим спадом, загостренням структурних проблем економіки, унеможливленням ведення бізнесу та посиленням трудової міграції. Потрібно розуміти, що ці та інші соціально-економічні проблеми пов’язані з абсолютною і повною зневагою державних регулятивних інституцій до цінності національної валюти як фундаментального чинника нормальної організації економічних відносин у суспільстві і ключового стимулу виробничої діяльності як такої.

Відтак однією із головних проблем реалізації адекватної валютно-курсової політики в Україні є свідомо і достатньо цілеспрямована неправильна інтерпретація причинно-наслідкових залежностей між динамікою макро-економічних параметрів, коли валютний курс подається лише як наслідок відповідних дисбалансів в економіці (така собі “температура”, яку показує термометр), а не їхня причина. Тоді як у реальній дійсності обмінний курс, залежний від багатьох об’єктивних і суб’єктивних чинників, сам також відіграє одну з ключових ролей у формуванні всієї сукупності економічних залежностей на макро- і мікрорівні. Адже жодні “інфляційні таргети”, які проголошуються центральним банком і не мають ніякої довіри в суспільстві, не спроможні сформувавши у бізнесу впевненість хоча б на коротко- і середньострокову перспективу щодо планування господарської діяльності та реалізації інвестиційних проектів, а відтак усі заходи державної політики щодо активізації економічного зростання неспроможні дати відчутних результатів.

Оптимальним варіантом вирішення цієї проблеми було б встановлення Національним банком певного перехідного періоду, упродовж якого метою активної структурної перебудови економіки є виконання програм уряду

¹⁵ Основні засади грошово-кредитної політики на 2018 рік та середньострокову перспективу [Ел. ресурс] / Схвалено рішенням Ради НБУ від 12.09.2017. — Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=55564681>. — С. 14.

щодо дедоларизації, нарощування виробництва продукції із значною часткою доданої вартості, зниження залежності експорту від кон'юнктури світових сировинних ринків, що у кінцевому підсумку має знизити рівень валютно-курсних ризиків як для банківського сектору, так і для суб'єктів зовнішньоекономічної діяльності. До завершення цього періоду НБУ має виступати гарантом забезпечення валютно-урсової стабільності, а не інститутом, що своєю діяльністю чи бездіяльністю спричиняє масовану девальвацію національної грошової одиниці.

У рамках реалізації такої стратегії валютно-урсової політики центральний банк може заявити чіткі гарантії невиходу вірогідного коливання обмінного курсу гривні за певні рамки валютного коридору, задля чого регулятор може застосувати наявний у нього широкий набір економічних та адміністративних інструментів валютного регулювання. Таке чітке проголошення намірів ЦБ могло б дати цілком зрозумілий позитивний сигнал для всіх учасників ринку щодо намірів НБУ забезпечувати валютно-урсову стабільність як необхідну умову завершення структурних реформ в економіці України і сприяння поживленню ділової активності не лише у зовнішньоекономічній діяльності, але і на внутрішньому ринку. Адже саме адекватна валютно-урсова політика держави, спрямована на підтримання стабільної вартості грошей, здатна забезпечувати стійкість економічного зростання, стримувати зростання безробіття й інфляції та підтримувати рівновагу платіжного балансу.

Важливо, що утримування коливань обмінного курсу у певних рамках може стати ефективним механізмом "зв'язування" інфляційних очікувань. Тому такий валютно-урсовий режим може стати вагомим дисциплінуючим чинником для внутрішньої економічної політики і сприяти довірі до державної економічної політики загалом. Адже забезпечення валютно-урсової стабільності може зіграти вагомий обмежувальний роль при прийнятті політичних рішень, особливо у сфері бюджетно-податкової політики, перешкоджаючи емісійному фінансуванню бюджетного дефіциту. Це особливо важливо для вітчизняних умов, де не створено ще належного інституційного підґрунтя, яке надавало б можливість розділяти бюджетно-податкову і грошово-кредитну політику, як у країнах із розвинутою економікою. З іншого боку, підтримання валютно-урсової стабільності накладає жорсткі обмеження на державну макроекономічну політику, посилюючи чіткі і недвозначні сигнали приватному сектору щодо перспектив розвитку інфляції. Таким чином, сенс стабілізації обмінного курсу полягає в тому, що, отримуючи такі сигнали, суб'єкти господарювання будуть приймати адекватні рішення та здійснювати необхідну корекцію своєї діяльності, передусім щодо здійснення довгострокових інвестицій, майбутнього рівня цін і ставок заробітної плати, а отже, бізнес отримає потужні стимули для розвитку.

Потрібно наголосити, що валютно-урсовий аспект державної економічної політики не має своєю виключною самоціллю утримувати значення

обмінного курсу національної грошової одиниці на певному рівні, а повинен слугувати потужним інструментом для вирішення цілого комплексу стратегічних завдань економічного розвитку країни. Отже, з огляду на те, що економіка України у світових масштабах є дуже малою і має відкритий характер, важко переоцінити значення стабільного обмінного курсу для вирішення таких завдань:

- досягнення стійких темпів довготривалого економічного зростання прискореними темпами, а не в межах статистичної похибки;
- стабілізація цінової динаміки на оптовому і роздрібному ринках за рахунок уникнення девальваційних шоків;
- зміцнення валютно-фінансового становища країни, підвищення її зовнішньої платоспроможності й привабливості для притоку іноземних капіталів;
- поліпшення підприємницького та інвестиційного клімату і сприяння зростанню довгострокових інвестицій в обробну промисловість та наукомісткі виробництва;
- сприяння імпорту сучасних технологій, машин і обладнання, необхідних для модернізації і технологічного переозброєння вітчизняної промисловості, а також для впровадження сучасних навичок організації та управління виробництвом;
- формування на внутрішньому споживчому ринку повноцінного конкурентного середовища та активне протистояння державними регулятивними інститутами монопольному ціноутворенню з боку фінансово-промислових груп.

Як найважливіший інструмент адаптації економіки країни до зовнішніх умов для її збалансованої участі у світовому господарстві, валютно-курсова політика, забезпечує ефективний розвиток економіки і має орієнтуватися на всіх учасників процесу суспільного виробництва, а не тільки на діяльність експортерів, імпортерів або безпосередніх учасників зовнішньоекономічних угод. Практика економічних перетворень у різних країнах світу не знає жодного успішного прикладу досягнення якісних, ефективних зрушень у соціально-економічному розвитку без забезпечення стабільної вартості національної грошової одиниці. А результатом масштабних девальвацій і розгортання інфляційної спіралі завжди були економічний хаос, занепад виробництва та зубожіння суспільства.

Таким чином, необхідною умовою досягнення макроекономічної стабільності є забезпечення стійкої вартості національної грошової одиниці. Наростання глобалізації господарського життя та все більша взаємозалежність національних економік є факторами посилення ролі валютно-курсової політики як інструменту економічної політики держави, оскільки порядок формування й особливості зміни валютного курсу безпосередньо впливають не лише на зовнішньоекономічну діяльність, але й на економіку загалом, оскільки вартість національної валюти позначається на розвитку всіх галузей і секторів господарства. Це визначає об'єктивну потребу фор-

мування такої стратегії валютно-курсової політики, яка б слугувала передусім реалізації цілей з побудови повноцінних ринкових інститутів та інтеграції національного господарства у світовий економічний простір, що передбачає відповідність завдань валютної політики Національного банку завданням макроекономічної стабілізації.

Тому на сучасному етапі валютно-курсові аспекти державної економічної політики мають чітко обумовлювати такі орієнтири обмінного курсу, які б обмежували діапазон його коливань границями певного коридору, передбачаючи передусім скорочення попиту на іноземну валюту та збільшення її пропозиції на внутрішньому валютному ринку країни. Без чітко визначеного центральним банком валютного коридору навіть попри досягнення за рахунок інтервенцій короткострокової стабільності на валютному ринку, позитивного результату щодо забезпечення довгострокової стабілізації досягнуто не буде. Саме тому валютно-курсовий аспект державної економічної політики визначає всю важливість і масштабність завдань, які постають перед Національним банком України як головним регулятором економічних процесів, виходячи з того, що стабільна вартість національної грошової одиниці є ключовим елементом у вирішенні складного комплексу завдань, які визначають потреби забезпечення стійкого економічного зростання, активізації бізнесу, стабільності роботи банківського сектору, створення нових робочих місць і підвищення добробуту населення, а відтак мають бути вагомим підтвердженням незмінності шляху нашої країни на європейську інтеграцію.

Список використаних джерел:

1. Річний звіт Національного банку України за 2014 рік [Ел. ресурс] / Національний банк України. — Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=17568764>.
2. Річний звіт Національного банку України за 2015 рік [Ел. ресурс] / Національний банк України. — Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=31669311>.
3. Річний звіт Національного банку України за 2016 рік [Ел. ресурс] / Національний банк України. — Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=49064031>.
4. Стратегія валютних інтервенцій на 2016—2020 роки [Ел. ресурс] / затверджено рішенням Правління НБУ від 06.09.2016 № 261-рш. — Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/vr261500-16>.
5. Дзюблюк О. Стратегічні орієнтири монетарної політики в умовах фінансової глобалізації / О. Дзюблюк // Банківська справа. — 2015. — № 3. — С. 3—21.
6. У 2017 році міжнародні резерви зросли на 21 % : прес-реліз НБУ від 05.01.2017 р. [Ел. ресурс]. — Режим доступу: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/printable_article?art_id=61838762&showTitle=true.
7. Макроекономічний та монетарний огляд: грудень 2017 року [Ел. ресурс] / НБУ. — Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=61427205>.
8. Пояснювальна записка до проекту Закону України “Про Державний бюджет України на 2018 рік” [Ел. ресурс] / Верховна Рада України. — Режим доступу: http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=62551.
9. Про Державний бюджет України на 2018 рік : Закон України від 07.12.2017 № 2246-VIII [Ел. ресурс]. — Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/2246-19/page>.

10. Основні засади грошово-кредитної політики на 2018 рік та середньострокову перспективу [Ел. ресурс] / Схвалено рішенням Ради НБУ від 12.09.2017. — Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=55564681>.

11. Основні засади грошово-кредитної політики на 2017 рік та середньострокову перспективу [Ел. ресурс] / Схвалено рішенням Ради НБУ від 21.12.2016. — Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=41556547>.

Надійшла до редакції 10.12.2017

Oleksandr Dzyublyuk. The Exchange Rate Aspects of Anti-Crisis Economic Policy

The article considers currency exchange rate regulation as an important aspect of the state economic policy in the process of overcoming the consequences of crisis phenomena. The role of the exchange rate as a reflection of the strategic direction of state regulation of the economy is analyzed. A retrospective analysis of the application in Ukraine of various currency exchange rate regimes reflecting the practice of a consistent reduction by the central bank of the external value of a national currency unit is given. The reasons for the devaluation of the hryvnia in the conditions of the last financial and economic crisis are considered and the measures taken by the National Bank to counteract the crisis phenomena in the financial market are estimated. On the basis of a comprehensive assessment of the negative consequences of the refusal to maintain the exchange rate to achieve macroeconomic equilibrium, the need to ensure exchange rate stability as a necessary condition for the completion of structural reforms in Ukraine's economy and the promotion of business activity is justified.

Александр Дзюблюк. Валютно-курсовые аспекты антикризисной экономической политики

В статье рассматривается валютно-курсовое регулирование как важный аспект государственной экономической политики в процессе преодоления последствий кризисных явлений. Анализируется роль валютного курса как отражения стратегического направления государственного регулирования экономики. Приведен ретроспективный анализ применения в Украине различных валютно-курсовых режимов, отражающих практику последовательного снижения центральным банком внешней стоимости национальной денежной единицы. Рассматриваются причины девальвации гривны в условиях последнего финансово-экономического кризиса и оцениваются меры Национального банка по противодействию кризисным явлениям на финансовом рынке. На основе всесторонней оценки негативных последствий отказа от поддержания валютного курса для достижения макроэкономического равновесия обосновывается необходимость обеспечивать валютно-курсовую стабильность как необходимое условие завершения структурных реформ экономики Украины и содействия оживлению деловой активности.