



ОСОБЛИВОСТІ РЕАЛІЗАЦІЇ ВАЛЮТНОЇ ПОЛІТИКИ В УКРАЇНІ В УМОВАХ СВІТОВОЇ ФІНАНСОВОЇ КРИЗИ

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

Одним із невід'ємних елементів подолання кризових явищ в економіці, спричинених дією загальносвітових деструктивних процесів на фінансових ринках, слід вважати реалізацію ефективної валютної політики, спрямованої на підтримання стабільності у тій сфері, котра в умовах надзвичайно високого рівня відкритості національного господарства України є важливою не лише для зовнішньоекономічної діяльності, а й для всіх без винятку суб'єктів економічних відносин. Такою сферою є, безумовно, валюта. Саме на реалізацію адекватних заходів валютного регулювання в умовах економічного спаду і фінансової нестабільності мають бути спрямовані зусилля державних інститутів, відповідальних за реалізацію відповідної економічної політики, передусім валютної політики центрального банку країни. Адже від того, наскільки ефективними виявляться дії із забезпечення стабільності національної валюти, значною мірою залежать перспективи подальшого економічного розвитку і можливості подолання фінансової кризи.

Процес реалізації валютної політики Національного банку України починаючи з останнього кварталу 2008 р. відображає особливості валютного регулювання в період кризових явищ на світових ринках і розгортання фінансової кризи в Україні. Попри те, що спочатку кризою були охоплені лише ринки банківських послуг і передусім іпотечного кредитування в розвинутих країнах, упродовж 2007—2008 рр. вони поширили свою дію практично на усі сектори світової економіки. У цих умовах, враховуючи масштаби інтеграції вітчизняного господарства у зовнішньоекономічну діяльність (відношення зовнішньоторговельного обороту до ВВП у 2008 р. — 102,1%¹), стало очевидним, що кризові явища і процеси неминуче позначаться на розвитку економіки нашої країни, перш за все, її банківського сектору та грошової системи. А з урахуванням ще і внутрішніх диспропорцій економічного розвитку, виявом чого стали низькі обсяги інвестицій, переважаючого споживчого кредитування над виробничим, слабкість ресурсної бази банків і її залежність від зовнішніх запозичень, значні масштаби доларизації економіки, питання безпосереднього прояву дестабілізації внутрішнього валютного ринку і руйнівного впливу кризи на вартість національної грошової одиниці стало лише питанням часу.

¹ Платіжний баланс і зовнішній борг України. 2008 р. — С. 4.

У результаті поєднання впливу внутрішніх і зовнішніх факторів на економічний розвиток України в умовах світової фінансової кризи виявились такі проблемні аспекти, які по суті зруйнували досягнуту за попереднє десятиліття макроекономічну і фінансову стабільність в державі та стали ознаками недовіри суб'єктів ринку до тієї економічної політики, яка проводилась державними інститутами і мала б забезпечувати пом'якшення негативних наслідків надмірної відкритості вітчизняного господарства та його нераціональної структури. Серед основних факторів, дія яких із початком кризи у 2008 р. виявила свої негативні ефекти, можна навести:

- обмеження доступу до ринків позичкового капіталу для суб'єктів фінансового та нефінансового секторів вітчизняної економіки у зв'язку з банківською кризою в розвинутих країнах ще з 2007 р.;

- зниження інтересу інвесторів до внутрішнього ринку та вплив іноземних капіталів за кордон;

- збільшення потреб вітчизняних підприємств і банків в іноземній валюті для виконання зовнішніх боргових зобов'язань, в т.ч. і платежів за енергоносіями;

- наростання девальваційних очікувань та ажіотажного попиту на готівкову валюту на внутрішньому валютному ринку;

- зниження надійності банківських інститутів, вплив коштів з депозитів і вкладення їх в іноземну валюту як альтернативний напрям інвестицій;

- збільшення спекулятивних коливань обмінного курсу гривні на міжбанківському ринку;

- зведення платіжного балансу з від'ємним сальдо у 3,2 млрд дол.² (вперше з 1999 р.), хоча позитивне сальдо торговельного балансу почало скорочуватися ще з 2005 р. і в 2006 р. стало від'ємним (1,617 млрд дол.);

- зниження пропозиції іноземної валюти на внутрішньому валютному ринку внаслідок зменшення надходжень від експортної виручки (від'ємне сальдо поточного рахунку у 12,9 млрд дол. США у 2008 р., порівняно із 5,3 млрд у 2007 р.);

- збільшення валового зовнішнього боргу до 103,2 млрд дол. наприкінці 2008 р. (56,7 % ВВП)³, у структурі якого близько третини становив короткостроковий капітал, виведення якого додатково сприяло девальваційному тиску на гривню.

Наслідком названих процесів стали підриг довіри до банківської системи, зниження рівня кредитної активності, згортання інвестиційних процесів та значна девальвація гривні. Офіційний обмінний курс гривні до долара США знизився тільки у жовтні—грудні 2008 р. на 58,4 %. І це попри те, що за досить тривалий попередній період упродовж 2000—2008 рр. 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.), що було пов'язано із наявністю активного сальдо платіжного балансу та значними зовнішніми запозиченнями, унаслідок чого пропозиція іноземної валюти на внутрішньому ринку перевищувала попит, а Національний банк

² Платіжний баланс і зовнішній борг України. 2008 р. — С. 10.

³ Там само. — С. 4.

України для того, щоб утримувати гривню від надмірного здорожчання, здійснював купівлю іноземної валюти на внутрішньому валютному ринку. Це дає йому змогу підтримувати додатні валютні інтервенції, загальний обсяг яких за січень—серпень 2008 р. становив 6,6 млрд дол. США⁴. Однак вже починаючи з вересня 2008 р. у зв'язку із зазначеними вище причинами пропозиція іноземної валюти суттєво скоротилася і стала значно меншою за попит, так що в цілому за 2008 р. зниження офіційного курсу гривні до долара США становило 52,7 %.

Природно, що за таких обставин спрямованість валютної політики Національного банку України мала визначатися завданням обмежити девальваційний тиск на гривню, стабілізувати кон'юнктуру валютного ринку і діяльність вітчизняної банківської системи. Серед основних заходів валютної політики Національного банку України у цей період слід назвати такі:

1) проведення активних валютних інтервенцій на валютному ринку із продажу долара США. Так, якщо станом на 1 вересня 2008 р. обсяг офіційних резервів НБУ становив 38 047 млн дол. США, то на 1 січня 2009 р. — 31 543 млн, а на 1 вересня 2009 р. — лише 28 871 млн дол.⁵ (тільки у IV кварталі 2008 р. Національним банком було продано 10,3 млрд дол.⁶). Крім того, з метою підвищення прозорості валютних інтервенцій Національного банку України з грудня 2008 р. започатковано проведення валютних аукціонів;

2) надання значних обсягів кредитів рефінансування на подолання кризи ліквідності банківської системи (зокрема, з 1 вересня 2008 р. до 1 січня 2009 р. вимоги Національного банку за кредитами, наданими банкам, зросли з 6023 млн грн до 61 132 млн, тобто більш ніж у 10 разів, а станом на 1 вересня 2009 р. становили вже 87 204 млн грн⁷). Тільки у жовтні—листопаді 2008 р. Національний банк надав кредитів рефінансування на загальну суму 74,7 млрд грн, а в грудні — 30,7 млрд;

3) встановлення обов'язкового п'ятиденного строку розміщення на окремому аналітичному рахунку балансового рахунку банку коштів клієнтів, призначених для проведення купівлі іноземної валюти з метою повернення за межі України іноземних інвестицій (доходів від них), що мало сприяти посиленню з боку банків контролю за такими операціями;

4) введення заборони на проведення суб'єктами міжбанківського валютного ринку України операцій в іноземній валюті з похідними фінансовими інструментами, базовим активом яких є валютні цінності, курси валют, процентні ставки та індекси;

5) пом'якшення вимог до формування банками обов'язкових резервів за коштами в національній валюті, норматив обов'язкового резервування за якими було знижено до нуля, і одночасне підвищення нормативу обов'язкового резервування для банків за строковими коштами в іноземній валюті до 4 %, а за коштами в іноземній валюті на вимогу — до 7 %;

6) встановлення нового порядку функціонування міжбанківського валютного ринку України, який вводив заборону на здійснення банками

⁴ Бюлетень Національного банку України. — 2009. — № 3. — С. 47.

⁵ Там само. — № 10. — С. 79.

⁶ Річний звіт Національного банку України за 2008 рік. — С. 54.

⁷ Бюлетень Національного банку України. — 2009. — № 10. — С. 57—61.

спекулятивних операцій з іноземною валютою між собою і дозвіл комерційним банкам виходити на валютний ринок лише з нетто-продажем чи нетто-купівлею національної валюти, що мало сприяти обмеженню попиту на іноземну валюту;

7) обмеження обсягів купівлі іноземної валюти з метою повернення портфельних іноземних інвестицій (доходів від них) сумою, що не може перевищувати ринкову вартість цінних паперів відповідно до звіту про оцінку їх ринкової вартості для унеможливлення штучного вивезення капіталу за межі України під виглядом повернення інвестицій;

8) обмеження сум переказів іноземної валюти за межі України фізичними особами, а також сум купівлі іноземної валюти на міжбанківському валютному ринку України за дорученням фізичних осіб — резидентів і нерезидентів з метою переказу за межі України за поточними валютними неторговельними операціями;

9) заборона купівлі іноземної валюти під оплату імпорту товарів без ввезення в Україну, а також заборона банкам здійснювати купівлю іноземної валюти на власні потреби без наявності зобов'язань та для їх дострокового виконання;

10) запровадження з лютого 2009 р. цільових валютних аукціонів для продажу іноземної валюти (за курсом НБУ нижче ринкового) банкам для задоволення потреб їхніх клієнтів — фізичних осіб щодо погашення ними своєї заборгованості за валютними кредитами.

Також Національний банк України у листопаді 2008 р. вніс зміни до порядку курсоутворення, згідно з якими офіційний курс гривні до долара США мав визначатися на рівні курсу, встановленого на міжбанківському валютному ринку України за результатами функціонування системи підтвердження угод на цьому ринку, що склався за попередній робочий день. Щоправда, у квітні 2009 р. цей порядок було дещо змінено і офіційний курс гривні до долара вже мав встановлюватися за курсом, який визначається як середньозважений курс продавців і покупців на міжбанківському валютному ринку України, що склався за попередній робочий день, з можливим відхиленням $\pm 2\%$. Такі рішення свідчили про подальші намагання центрального банку наблизити офіційний курс національної валюти до ринкового.

Однак в умовах подальшого спаду в експорто-орієнтованих виробництвах і значного дефіциту платіжного балансу надалі спостерігався значний попит на іноземну валюту, що перевищував її пропозицію на внутрішньому валютному ринку, а відтак спричиняв суттєвий девальваційний тиск на національну грошову одиницю. У цих умовах уряд звернувся по допомогу до МВФ, який умовою надання стабілізаційного кредиту у розмірі 16,4 млрд дол. висунув вимоги щодо введення в Україні гнучкого курсоутворення та обмеження втручання Національного банку у формування динаміки курсу шляхом проведення інтервенцій. Утім, зменшення 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, ще більше посилюючи девальвацію гривні. Крім того, потрібно розуміти, що виконання вимог із переходу до режиму гнучкого курсоутворення, що стало підставою для фактичного самоусунення цен-

трального банку з валютного ринку, можна було робити лише за певних макроекономічних умов, а саме: збалансованих доходів і витрат бюджету, високого рівня стійкості банківської системи, низької інфляції, незначної частки зовнішньоторговельного обороту у структурі ВВП. Інакше “ринкове курсоутворення” перетворюється по суті на неконтрольоване падіння курсу національної валюти, що підігривається панікою серед суб’єктів ринку і спекулятивними атаками на гривню, як це спостерігалось наприкінці 2008 р.

Зазначені вище заходи валютної політики тому, власне, і не дали належного ефекту та не досягли припинення подальшого знецінення гривні та істотного зниження дефіциту іноземної валюти, спричиненого негативними очікуваннями суб’єктів ринку та зменшенням валютних надходжень в країну. А відтак стабілізація обмінного курсу була пов’язана лише із періодичною участю Національного банку на валютному ринку — продажем іноземної валюти з офіційних резервів.

І справді, від’ємне сальдо інтервенцій Національного банку України за 9 місяців 2009 р. становило 9491,5 млн дол. США. А у готівковому сегменті валютного ринку обсяг перевищення попиту над пропозицією становив у I кварталі 2009 р. 2,6 млрд дол., у II кварталі — 0,6 млрд, а у III кварталі — 2,5 млрд дол. США. Зрозуміло, що операції з продажу іноземної валюти Національним банком України призводять лише до зменшення міжнародних резервів без будь-яких гарантій наявності стійких тенденцій до стабілізації обмінного курсу національної валюти. І суттєвою проблемою тут слід вважати непрозорість і невизначеність таких операцій для суб’єктів валютного ринку, які не розуміють подальших намірів центрального банку, а відтак не можуть сформулювати позитивні очікування на динаміку обмінного курсу гривні у перспективі.

Цілком очевидно, що для вирішення цієї проблеми Національний банк України у процесі реалізації валютної політики мав би сформулювати чіткі і абсолютно зрозумілі для всіх економічних агентів курсові орієнтири, оскільки в іншому випадку практично неможливим стає ефективне ведення зовнішньоекономічної діяльності. Адже невизначеність перспектив зміни обмінного курсу гривні буде і надалі виступати фактором високого рівня валютних ризиків для суб’єктів господарювання, створюючи умови для підвищеного попиту на іноземну валюту та сприяючи відпливу коштів із банківського сектору. Крім того, значні курсові коливання можуть спричинити не лише спад у зовнішньоекономічному секторі, який поширюватиметься через ефект мультиплікації на інші галузі господарства, а й зумовлювати розгортання інфляційних процесів у зв’язку з бажанням виробників товарів і послуг перекласти валютні ризики на кінцевого споживача через підвищення цін.

Реалізація цього завдання має лежати у площині здійснення Національним банком України комплексу заходів, які у сукупності дали б змогу підтримувати курсову стабільність без завдання шкоди підтриманню належного рівня ліквідності і фінансової стійкості банківської системи та без суттєвих обмежень на здійснення нею кредитних вкладень у реальний сектор господарства, позаяк без кредитів у виробничу діяльність підприємств неможливо здолати економічний спад. У цій ситуації оптимальним напрямом валютної політики могло б стати формування відповідних курсових орієнтирів у вигляді не жорсткої фіксації обмінного

курсу гривні, як це було упродовж 2000—2008 рр., а у вигляді коридору, що обмежував би граничні коливання курсу певними рамками, надаючи водночас сигнал учасникам ринку про цей “номінальний якір” монетарного регулювання центрального банку і його бажання та готовність утримувати стабільність на валютному ринку у визначених межах за будь-яких обставин.

Потрібно розуміти, що 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. Крім того, цей процес будуть супроводжувати негативні моменти, серед яких можна назвати такі:

1) для більшості економічних агентів рівень невизначеності щодо перспектив валютного курсу залишатиметься досить високим, адже не зрозуміло, чи виходитиме у той чи інший період на ринок з інтервенціями Національний банк України. А відтак високими залишатимуться валютні ризики для середньо- і довгострокових вкладень у гривневі активи, що аж ніяк не сприятиме зростанню інвестицій у реальний сектор;

2) відсутність стійких зрушень у напрямі досягнення позитивного сальдо платіжного балансу і надалі чинитиме девальваційний тиск на обмінний курс гривні, а тому подальша девальвація національної грошової одиниці буде створювати умови для спекулятивних вкладень в іноземну валюту, позаяк саме такі операції приносять значно вищу норму прибутку, ніж інвестиції у реальний сектор господарства;

3) невпевненість інвесторів у стабільності обмінного курсу національної валюти і постійна загроза її подальшої девальвації може спонукати їх до продажу гривневих активів у вигляді цінних паперів, вкладень у кредитних установах та до переведення коштів у активи, номіновані в іноземній валюті. Тим самим створюватимуться умови для зниження курсової вартості цінних паперів вітчизняних емітентів, загострення проблеми обслуговування внутрішнього державного боргу, а також забезпечення фінансової стійкості вітчизняної банківської системи;

4) відмова від чітких орієнтирів щодо забезпечення стабільності обмінного курсу гривні як “номінального якоря” монетарної політики ускладнить її антиінфляційну спрямованість, позаяк цінова політика більшості виробників товарів і послуг на внутрішньому ринку орієнтована на курс гривні щодо долара США, визначаючи відповідну цінову динаміку. Поясненням цьому є як об’єктивні причини (ціни на енергоносії, сировину, комплектуючі та інші імпорتنі товари), так і суб’єктивні, пов’язані із порівняно тривалим використанням Національним банком України саме обмінного курсу (а не темпів інфляції) як головного макроекономічного орієнтира для грошово-кредитної політики.

Зазначені вище обставини обґрунтовують, власне, потребу у чіткому визначенні валютно-курсівих орієнтирів політики центрального банку. Очевидно, що сукупність тих завдань, які спрямовані на валютно-курсіву стабілізацію у вигляді запровадження валютного коридору, не може бути просто проголошена декларативно, як намір, а має передбачати реалізацію сукупності таких заходів валютної політики, які б обмежували діапазон коливань обмінного курсу відповідними границями вказаного коридору. Такі заходи мають передбачати, передусім, скорочення попиту

на іноземну валюту та збільшення її пропозиції на внутрішньому валютному ринку країни. Йдеться, зокрема, про сукупність таких заходів:

— запровадження обов'язкового продажу валютної виручки експортерами на внутрішньому валютному ринку через уповноважені банки;

— заборона на видачу кредитів у іноземній валюті позичальникам банків, що не займаються зовнішньоекономічною діяльністю, а відтак не мають відповідних надходжень коштів у вигляді доходів, номінованих в іноземній валюті;

— запровадження додаткових обмежень на вивезення капіталів з країни для резидентів — суб'єктів господарської діяльності;

— обмеження можливостей банків збільшувати процентні ставки за депозитами в іноземній валюті й подальше підвищення норм обов'язкових резервів за такими депозитами;

— жорсткий контроль за дотриманням заборони на використання іноземної валюти (у т. ч. і так званих “умовних одиниць”) для номінування цін на товари, роботи і послуги, а також сум господарських контрактів, окрім тих, що пов'язані із зовнішньоекономічною діяльністю;

— запровадження обмежень на можливості запозичення коштів на зовнішніх ринках капіталів суб'єктами господарської діяльності, а також зведення до мінімуму практики надання державних гарантій за зовнішніми кредитами, залученими підприємствами;

— посилення заходів валютного контролю за зовнішньоекономічною діяльністю суб'єктів ринку в частині своєчасного і в повному обсязі повернення валютної виручки задля захування її на спеціальні розподільчі рахунки з метою подальшого продажу на внутрішньому валютному ринку;

— запровадження тимчасових обмежень на величину відкритої валютної позиції для небанківських інститутів фінансового ринку та суб'єктів господарювання нефінансового сектору з тим, щоб виконання зобов'язань за зовнішніми запозиченнями не стало фактором дестабілізації кон'юнктури внутрішнього валютного ринку.

Разом із тим, розглядаючи заходи, необхідні для макроекономічної стабілізації, потрібно зазначити, що досягнення стабільності обмінного курсу гривні лише за допомогою валютної політики Національного банку України не може бути забезпечене виключно розглянутими вище адміністративно-обмежувальними інструментами валютного регулювання і валютного контролю. А відтак життєво необхідним є підтримання їх іншими заходами державної економічної політики, спрямованої на: а) досягнення позитивного сальдо платіжного балансу; б) оптимізацію фінансової політики в частині здійснення бюджетних витрат і запозичень на внутрішньому і зовнішньому ринках; в) активну реалізацію інвестиційної політики, спрямованої на оновлення основних фондів, модернізацію виробництва, запровадження енергозберігаючих технологій; г) проведення структурної політики, пов'язаної зі стимулюванням збільшення частки продукції з високим ступенем переробки у структурі ВВП країни.

Серед зазначених заходів ліквідація дефіциту платіжного балансу видається одним із найважливіших напрямів макроекономічного регулювання саме в період фінансової кризи, позаяк його наявність вважають головною причиною стрімкої девальвації гривні. При цьому вільний ме-

ханізм курсоутворення, тобто виключно на ринкових засадах, вважається головним напрямом ліквідації цього дефіциту. Йдеться про те, що подорожчання імпорту і здешевлення експорту внаслідок девальвації гривні дає змогу вже на новому значенні обмінного курсу (нижчому за попередній) досягти рівноваги при здійсненні зовнішньоекономічних операцій. Утім, як показує практика, рівноважний стан у зовнішніх відносинах і валютних потоках між країнами не завжди може бути досягнутий лише за рахунок знецінення національної валюти. Це пов'язано з такими міркуваннями.

По-перше, дефіцит платіжного балансу України в частині балансу товарів і послуг нагромаджувався упродовж декількох останніх років за умов стабільності обмінного курсу (починаючи з III кварталу 2005 р.⁸, коли сума імпорту перевищила суму експорту товарів і послуг — вперше з 1998 р.), а різка девальвація гривні розпочалася лише у жовтні 2008 р. І головні причини цього якраз і полягають у невпевненості економічних агентів — як суб'єктів господарювання, так і фізичних осіб — у здатності й бажанні центрального банку вживати жорстких заходів із підтримання гривні. А це породило паніку й ажіотаж на внутрішньому валютному ринку, спричинений вивезенням капіталу, відмовами у подальшому зовнішньому фінансуванні, а також намаганнями підприємств і населення здійснити широкомасштабну конвертацію гривневих активів у валютні. Адже якби центральний банк ще за перших найменших ознак нестабільності на валютному ринку одразу вийшов з інтервенціями та заявив про чітку позицію із готовністю підтримувати стабільність обмінного курсу, одночасно вживаючи заходів з посилення валютного контролю й обмеження попиту на іноземну валюту, то такої дестабілізації ситуації, як у жовтні — грудні 2008 р., можна було б уникнути.

По-друге, вже упродовж 2009 р., незважаючи на значну девальвацію гривні, у динаміці зовнішньоекономічних операцій не спостерігається чітко виражених різнонаправлених тенденцій щодо скорочення імпорту і збільшення експорту. Насправді на початку 2009 р. скорочуються усі напрями зовнішньоекономічної діяльності. Так, у I кварталі 2009 р. експорт товарів становив лише 8,5 млрд дол. США, що на 39,2 % нижче, ніж у відповідному кварталі 2008 р. та на 37,7 % нижче, ніж у попередньому кварталі⁹. Імпорт товарів у I кварталі 2009 р. становив 9,6 млрд дол., що на 48,3 % менше, ніж у відповідному періоді 2008 р., і на 44,5 % менше, ніж у IV кварталі 2008 р.¹⁰ Ті самі тенденції зберігалися і в II кварталі 2009 р., експорт товарів у якому становив 9,2 млрд дол., що вдвічі менше, ніж у відповідному кварталі 2008 р. (на 51,5 %)¹¹. Імпорт товарів у цей період становив 10,1 млрд дол., що на 56,2 % менше, ніж у відповідному кварталі 2008 р.¹²

Отже, девальвація гривні, яка б теоретично мала підвищити цінову конкурентоспроможність національних виробників на зовнішніх ринках, виходячи із того, що вільне плавання обмінного курсу є автоматичним механізмом регулювання платіжного балансу, суттєвого результату

⁸ Платіжний баланс і зовнішній борг України. I квартал 2007 р. — С. 9.

⁹ Платіжний баланс і зовнішній борг України. I квартал 2009 р. — С. 4.

¹⁰ Там само. — С. 5.

¹¹ Платіжний баланс і зовнішній борг України. II квартал 2009 р. — С. 4.

¹² Там само. — С. 5.

не дала. І це не може бути просто пояснено стагнацією світових товарних ринків, адже, як уже зрозуміло, світова фінансова криза не збігається у часі з вітчизняною щодо періоду входження у стан рецесії, а відтак і щодо виходу із неї. Природно, що наявність певної інерції у русі валютних потоків за зовнішньоекономічними операціями об'єктивно призводить до того, що ефект від девальвації не відразу позначається на сальдо платіжного балансу, а може навіть виявитись протилежним до очікуваного. Це пов'язано з тим, що експортерам потрібен час для того, щоб збільшити обсяги виробництва, а імпортерам — щоб скоротити кількість нових контрактів. Для того ж, щоб девальвація справляла більш дієвий ефект на динаміку експортного виробництва і стан платіжного балансу, зазвичай потрібно, щоб темпи знецінення національної валюти перевищували темпи підвищення внутрішніх цін, а це мало б руйнівні наслідки для стабільності грошового обігу в країні та споживчого ринку. Крім того, чим вищий рівень інтеграції національної економіки у світове господарство і чим вищий ступінь участі країни у міжнародному розподілі праці, тим менша еластичність обсягів імпорту у відповідь на зміну валютно-курсової динаміки, позаяк зростає частка тих товарів, ввезення яких з-за кордону є об'єктивно необхідним (оскільки вони не виробляються всередині країни внаслідок міжнародного розподілу праці).

Однак насправді результатом девальвації є те, що вона у значних масштабах завжди й усюди має своїми наслідками:

- зниження внутрішньої цінової стабільності;
- обмеження стимулів для іноземних інвестицій;
- зниження сукупного попиту у зв'язку з падінням доходів населення у валютному вираженні;
- зростання вартості обслуговування зовнішнього боргу;
- підвищення цін на імпортоване обладнання, що не сприяє модернізації виробництва;
- підриг довіри до валютної політики центрального банку як всередині країни, так і за кордоном.

Очевидно, що якщо б Національний банк України одразу вжив обмежувальних заходів як адміністративного характеру зі зниження попиту на внутрішньому валютному ринку і недопущення спекуляцій, так і економічного характеру із виходу на ринок з валютними інтервенціями задля зниження обсягів грошової маси і стабілізації кон'юнктури внутрішнього валютного ринку, а також проведення рестрикційної грошово-кредитної політики з метою обмеження сукупного попиту (в тому числі й на імпортні товари), то тоді, ймовірно, вдалося б порівняно швидко досягти стабілізації обмінного курсу національної валюти.

Нині ж цілком очевидно, що саме припинення втечі капіталу з країни (а відтак забезпечення активного сальдо за рахунком операцій з капіталом і фінансових операцій) є головною запорукою врівноваження платіжного балансу в цілому до того часу, доки обсяги експорту товарів і послуг не відновляться на близькому до докризового рівні (забезпечуючи активне сальдо за рахунком поточних операцій). А для цього інвесторам потрібні чіткі й прозорі умови діяльності на внутрішньому валютному ринку та прогнозована, передбачувана валютна політика Національного банку України, що визначатиме стабільність обмінного курсу гривні принаймні на середньострокову перспективу. Адже власне девальвацію на-

ціональної валюти зумовлюють за нинішніх умов не так об'єктивні економічні фактори, як її постійні очікування суб'єктами ринку. Саме девальваційні очікування сприяють зростанню додаткового тиску на обмінний курс національної валюти, оскільки міжнародні інвестори хочуть вивести свої капітали за кордон з метою уникнення значних втрат. У результаті очікування девальвації можуть лише сприяти загостренню валютної кризи і подальшому падінню обмінного курсу. Що ж до забезпечення довгострокової стабільності валютного курсу і досягнення рівноваги платіжного балансу, то це пов'язано уже з технічним переоснащенням і певними структурними зрушеннями в господарстві, спрямованими на підвищення якості і рівня конкурентоспроможності національної продукції на зовнішніх ринках.

Отже, завдання валютної політики з відновлення стабільності обмінного курсу національної валюти і відновлення довіри до неї має бути невід'ємною складовою процесу реалізації державної економічної політики, яка в сучасних умовах має спрямовуватися не на відновлення попередньої моделі економічного зростання, що забезпечувала розширення внутрішнього попиту за рахунок імпортих поставок, а на принципово інших позиціях. Йдеться про забезпечення зростання виробництва за рахунок підвищення продуктивності праці і скорочення виробничих витрат при зростанні інвестицій в основний капітал. А необхідною умовою таких інвестицій є високий рівень довіри власників коштів до національної валюти, яка і є базою для вартісного вираження усіх об'єктів інвестування та отримання прибутку. А відтак Національному банку необхідно чітко визначити цільові орієнтири валютного курсу на найближчу перспективу з тим, щоб мінімізувати девальваційні очікування та повернути довіру інвесторів.

Таким чином, підсумовуючи викладене вище, слід зазначити, що необхідною умовою ефективної реалізації валютної політики Національного банку України є дотримання орієнтирів, спрямованих на забезпечення курсової стабільності національної грошової одиниці як необхідного сигналу для всіх учасників ринку з боку регулятора про його готовність і можливість обмежувати курсові коливання і тим самим мінімізувати пов'язані з ними ризики та знизити девальваційні очікування. А це, у свою чергу, має сприяти поліпшенню інвестиційного клімату в країні, створенню умов для макроекономічної стабілізації та послідовного подолання кризових явищ у всіх секторах господарства.