

УДК 336.748

Т. О. Маринич, Сумський державний університет

ЩОДО ЕФЕКТИВНОСТІ ВАЛЮТНОЇ ПОЛІТИКИ НБУ

У статті аналізуються особливості реалізації валютної політики Національного банку України у 1996–2012 рр. та її впливу на фінансову стабільність економіки. Досліджено ефективність валютного режиму, ревальвації, девальвації національної валюти та управління золотовалютними резервами країни.

Ключові слова: валютний режим, девальвація, ревальвація, валютний курс, фінансова стабільність, монетарна політика, золотовалютні резерви.

Постановка проблеми. Стабільне функціонування та розвиток фінансової системи є необхідною умовою реалізації макроекономічних цілей та структурних перетворень у постсоціалістичних країнах. Зростаючі виклики глобалізації, поширення фінансово-економічних криз у світі та їх негативні наслідки ускладнюють цей процес і тому вимагають перегляду як чинників фінансової нестабільності, так і засобів впливу на них. У цих умовах найбільш результативними вважаються заходи монетарної політики центрального банку, а найбільш дискусійними – аспекти валютного регулювання.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Вагомий внесок у дослідження проблем фінансової та валютної стабільності, їх регулювання засобами валютної політики зробили західні економісти Р. Дорнбуш, Б. Ейхенгрін, П. Кругман, Ф. Мишкін, М. Обстфельд, К. Рейнхарт, А. Роуз, Д. Сакс, А. Торнелл, М. Френкель, М. Фрідмен та інші. Аналізу механізмів та ефективності реалізації валютної політики присвячено чимало робіт вітчизняних науковців. Серед них – О. Барановський, О. Береславська, А. Гальчинський, В. Геєць, О. Дзюблюк, Ф. Журавка, С. Кораблін, В. Міщенко, В. Стельмах та інші.

Не вирішені раніше частини проблеми. Незважаючи на велику кількість наукових досліджень напрямів грошово-кредитної та валютної політики, їх взаємодії та підвищення дієвості, залишаються нерозв'язаними питання оптимального валютного режиму, адекватної оцінки вартості національної валюти, усунення диспропорцій банківської системи, доцільності використання адміністративних важелів з метою забезпечення фінансової стабільності та розвитку фінансового ринку.

Мета статті – вивчення впливу інструментів валютної політики на забезпечення фінансової стабільності економіки, пошук шляхів підвищення їх результативності.

Виклад основного матеріалу. Головною метою грошово-кредитної політики НБУ є підтримка цінової стабільності [4]. Наступним пріоритетом виступає сприяння стабільності банківської системи як ключової умови забезпечення фінансової безпеки держави. Остання передбачає функціонування фінансової системи у стані рівноваги, створюючи стимули для повної зайнятості та економічного зростання. Необхідними умовами для цього є адекватна оцінка та управління ризиками, підтримка певного запасу міцності для нейтралізації внутрішніх та зовнішніх шоків. Загальними чинниками фінансової нестабільності у світі стали [8]:

- фінансова лібералізація та дерегуляція в умовах нерозвинутості фінансових ринків та недосконалості законодавства;
- кредитний бум на стадії “перегріву” економіки, зниження якості банківських активів та капіталу;
- проблеми з платіжним балансом та подальша девальвація національної валюти;
- “бульбашки” на ринках нерухомості, цінних паперів та нафти, крах яких супроводжується різким падінням цін на активи.

Наслідки фінансової кризи досить болюче відбиваються на життєдіяльності усіх секторів економіки: це і підвищене навантаження на бюджет, і падіння ВВП країни, виснаження валютних резервів та знецінення національної валюти, масове банкрутство підприємств та фінансово-кредитних установ, дефолт за суверенними боргами.

З часом погляди економістів щодо можливостей впливу монетарної політики на реальні процеси та фінансову стабільність змінювались. Якщо класична економічна теорія стверджувала про “нейтральність грошей” та саморегуляцію ринку, кейнсіанська школа наполягала на державному втручанні в економічні процеси, на необхідності монетарного стимулювання інвестицій через низький рівень відсоткових ставок. Інфляційна хвиля, що супроводжувалася зростанням безробіття у 1970-ті рр. в розвинутих ринкових країнах, сприяла розвитку концепції монетаризму, яка обґрунтовувала необхідність збільшення грошової пропозиції пропорційно зростанню обсягів національного виробництва.

Подальший розвиток економічної думки був пов’язаний із пошуком компромісу між ринковим механізмом та державним втручанням, інфляцією та економічним зростанням, вибором номінального якоря і режиму монетарної та валютної політики. Починаючи з 1990-х рр. багато розвинутих країн перейшло до встановлення однозначного пріоритету інфляції перед будь-якими іншими цілями грошово-кредитної політики, ефективність якої залежить від самостійності та прозорості діяльності центрального банку і підтримується плаваючим режимом

валютного курсу. Взявши на озброєння таку модель, Центробанк за допомогою облікової ставки регулює вартість грошей в економіці і через механізм монетарної трансмісії впливає на рівень інфляції й темпи росту економіки. У країнах із незрілими ринковими відносинами та відкритою економікою процентна політика має низьку результативність, оскільки пропозиція грошей в обігу здійснюється через валютний ринок. При цьому фіксований валютний курс часто виконує роль номінального якоря, який використовується у боротьбі з інфляцією. Ефективність режиму фіксованого валютного курсу або валютного коридору знижується у країнах з високим рівнем корупції [9]. Проте перехід до плаваючого режиму є доцільним, якщо фінансова система є достатньо розвинутою, економічне зростання відбувається стабільно, бюджетна політика спрямована на стимулювання виробництва, а не на збільшення соціальних виплат, валютний курс має ревальваційну динаміку. У кризовий період більшість центральних банків дотримуються керованого плавання валютного курсу з метою забезпечення фінансової стабільності економіки.

Політику фіксованого валютного курсу Національного банку України не можна назвати ефективною з точки зору впливу на рівень інфляції. В табл. 1 рівень інфляції представлений індексом споживчих цін (грудень до грудня попереднього року). З часу проведення грошової реформи у 1996 р. гривня пройшла етап тривалої девальвації у 1998–2000 рр. внаслідок валютної кризи, дві ревальваційні корекції у квітні 2005 р. та у травні-червні 2008 р., значне знецінення (59 %) наприкінці 2008 р. та продовження девальваційного тренду у 2009–2012 рр.

Дебати стосовно практичної реалізації режиму гнучкого валютного курсу, який було задекларовано центральним банком ще у лютому 2000 р., продовжуються. Наразі суттєве зменшення золотовалютних резервів, збільшення дефіциту платіжного балансу та категорична позиція МВФ щодо продовження програми кредитування змушує НБУ все частіше покладатися на ринок і не підтримувати валютний курс своїми інтервенціями. При цьому використання адміністративних важелів регулювання валютного ринку має системний характер. У 2011 р. була введена “паспортизація” валютних операцій. У 2012 р. повернена норма про обов’язковий продаж частини валютної виручки експортерами; зменшено термін проведення зовнішньоторговельних розрахунків; активно обговорюється введення 10 %-го податку з продажу готівкової іноземної валюти. Крім того, було задіяно і монетарний канал впливу на обмінний курс. НБУ різко скоротив ліквідність на міжбанківському ринку, знижуючи таким чином пропозицію гривні. Підтримка стабільності валютного курсу стає все важчою, девальваційні очікування зростають, а дефляція може спричинити рецесію.

Питання адекватної вартості національної валюти не втрачає своєї актуальності. Існує декілька способів її оцінки:

1. Відношення золотовалютних резервів до грошового агрегату М2. У більшості розвинутих країн грошова маса у багато разів перевищує резерви, в Україні М2 перевищує міжнародні резерви (МР) у 2–3 рази, що вказує на низький попит на національну валюту (МР/М2 у табл. 1).
2. Забезпеченість грошової бази валютними резервами (відношення грошової бази до міжнародних резервів ГБ/МР). Цей показник ще інтерпретують як індикатор “тіньового” обмінного курсу, тобто ціни, яка встановлюється у разі відмови від фіксованого валютного режиму та різкої девальвації національної грошової одиниці [6]. Згідно з рис. 1 наразі валютний курс має перевищувати 9 грн. за долар США.
3. Індекс паритету купівельної спроможності (*Implied Purchasing Power Parity conversion rate – PPP*) [1], який оцінює, наскільки ринкові валютні курси забезпечують однакову вартість товарів у різних країнах та похідний показник – індекс Біг Маку (*Big Mac Index – BMI*) [1]. Має місце істотна недооцінка гривні за її купівельною спроможністю до долара США (рис. 1).
4. Здатність утримувати поточний курс протягом тривалого часу. Міжбанківський курс гривні до долара США (МБ на рис. 1) має чіткий девальваційний тренд з 2008 року.
5. Оцінка з точки зору впливу змін валютного курсу (девальвації чи ревальвації) на конкурентоспроможність різних секторів економіки.

Стосовно недооцінки гривні за індексами паритету купівельної спроможності слід зазначити, що така диспропорція існує в багатьох країнах, що розвиваються. Подолання розбіжностей можливе лише за умови зміцнення конкурентних позицій національної економіки, її продуктивності адміністративне втручання може лише зашкодити економіці. Підтвердженням цього є ревальвації, проведені Національним банком у 2005 та 2008 рр. За рахунок зміцнення обмінного курсу уряд сподівався знизити інфляційний тиск на економіку. У 2005 р. високі темпи економічного зростання, активне сальдо торговельного балансу та значні надходження зовнішніх інвестицій дозволили зменшити прогнозований рівень інфляції з 13 до 10,3 %. Ревальвація 2008 р. була запроваджена у період розгортання світової фінансової кризи, подорожчання нафти у світі та негативного сальдо платіжного балансу. Несприятливі обставини призвели до подальшої девальвації гривні та зростання інфляції. Знецінення національної валюти підвищило конкурентоспроможність

українських експортерів, проте дуже болісно вдарило по стабільності банківської системи, ускладнило розрахунки за імпортований газ та збільшило виплати з обслуговування зовнішнього боргу.

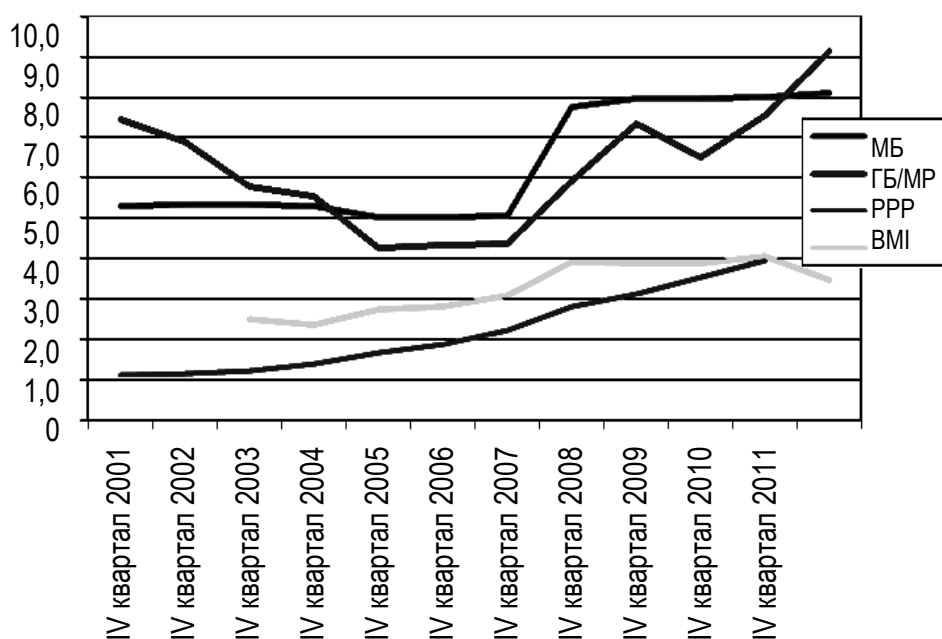


Рисунок 1 – Адекватність вартості національної валюти

На сьогоднішній день збалансований стан платіжного балансу можна очікувати при середньорічному курсі 9–9,5 грн. за долар, для чого за розрахунками МВФ Україні потрібна 13 %-на девальвація [4]. Банківська система, за оцінками Dragon Capital, здатна витримати девальвацію менш ніж на 20–25 %, тобто нижче курсу 10 грн. за долар США [4].

В умовах посилення девальваційних очікувань особливої актуальності набуває політика управління золотовалютними резервами, яка передбачає формування оптимального обсягу і структури ліквідних запасів, контроль за їх якістю, ступенем забезпеченості та достатності. Для оцінки адекватності резервів використовуємо систему показників, запропоновану МВФ та Світовим банком [3]:

- 1) міжнародні резерви у місяцях імпорту (МР_{мі} у табл. 1). Мінімальним значенням для цього показника вважається 3 місяці. За станом на жовтень 2012 р. цей показник досяг критичної позначки;
- 2) відношення міжнародних резервів (МР) до короткострокового боргу країни (КЗБ) – показує здатність економіки розрахуватися за поточними зовнішніми зобов'язаннями (борг з терміном погашення до 1 року, обслуговування довгострокового боргу, виплата відсотків по ньому) власним коштом. Нормальним значенням показника МР/КЗБ є 100 %, в Україні він має стійку тенденцію до зниження, перш за

все через збільшення зовнішнього боргу країни. За станом на кінець 2011 р. резервів вистачало на погашення лише 56 % боргу (див. табл. 1);

- 3) забезпеченість грошової маси валютними резервами (МР/М2) – розраховується як відношення міжнародних резервів держави, переведених у гривню за офіційним курсом НБУ до грошового агрегату М2. Невідповідність резервам грошової маси не є критичною, проте зменшення цього показника у 2011–2012 рр. при низьких темпах економічного зростання турбує (див. табл. 1).

В умовах погіршення сальдо торговельного балансу, недостатніх надходжень за рахунком фінансових операцій та операцій з капіталом, критичного рівня золотовалютних резервів та дефіцитного бюджету погашення боргу можливе лише за рахунок рефінансування та пролонгації. Обмеженість зовнішнього фінансування спонукала Національний банк разом із Міністерством фінансів перейти до залучення внутрішніх готівкових ресурсів в іноземній валюті через казначейські зобов'язання та облігації внутрішньої державної позики. За оцінками експертів, на руках у населення України є від 50 до 70 млрд. доларів США [2]. Цим кроком Національний банк одразу вирішує декілька проблем: поповнює золотовалютні резерви, бореться з доларизацією та покращує показники платіжного балансу.

Таблиця 1 – Показники ефективності валютної політики

Рік	Ісц, %	Офіц. курс UAH/ USD	Торг. баланс	Імпорт	МР	КЗБ	МРмі	МР/ КЗБ	МР/ М2
			млн. дол. США						
2001	106,1	5,2982	1 402	20 473	3 089	–	1,81	–	0,36
2002	99,4	5,3324	3 173	21 494	4 469	–	2,50	–	0,37
2003	108,2	5,3315	2 891	27 665	6 943	–	3,01	–	0,39
2004	112,3	5,3054	6 909	36 313	9 715	12 475	3,21	0,78	0,41
2005	110,3	5,0500	2 531	43 707	19 390	20 750	5,32	0,93	0,51
2006	111,6	5,0500	–1 617	53 307	22 358	27 254	5,03	0,82	0,44
2007	166,6	5,0500	–5 272	71 877	32 479	38 692	5,42	0,84	0,42
2008	122,3	7,7000	–12 763	100 132	31 543	46 521	3,78	0,68	0,47
2009	112,3	7,9850	–1 732	56 206	26 505	39 350	5,66	0,67	0,44
2010	109,1	7,9617	–3 018	73 239	34 576	50 367	5,67	0,69	0,46
2011	104,6	7,9898	–10 245	99 001	31 795	56 799	3,85	0,56	0,37
Жовтень 2012	99,7	7,9930	–10 005	105 488	26 817	–	3,05	–	0,29

Джерело. Розраховано автором за даними [2].

Висновки. Підтримання купівельної спроможності гривні є основною метою валютної та грошово-кредитної політики НБУ та необхідною умовою для реалізації загальних макроекономічних цілей. Ефективність монетарної політики значною мірою визначається вибором режиму валютного курсу. Погіршення фінансової стабільності в країні, збільшення адміністративних інструментів регулювання вказують на необхідність запровадження гнучкого курсоутворення та переходу від рестрикційних до стимулюючих заходів монетарної політики.

Список літератури

1. Дані офіційного сайту Національного банку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua>.
2. Дані офіційного сайту Міжнародного валютного фонду [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.imf.org.ua>.
3. Киреев А. П. Прикладная макроэкономика : учебник / А. П. Киреев. – М. : Международные отношения, 2006. – 456 с.
4. Кухта П. Какими будут масштабы девальвации. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://news.finance.ua/ru/~2/0/all/2012/12/07/292678/>.
5. Основні засади грошово-кредитної політики на 2013 рік : затверджено рішенням Ради Національного банку України від 05.09.2012 № 16.
6. Энтов Р. М. Проблемы моделирования финансовых показателей: цены, обменный курс, процентные ставки, фондовый индекс в российской экономике : монография / Р. М. Энтов, С. М. Дробышевский, С. А. Архипов и др. – М. : ИЭПП, 1998. – 117 с.
7. Economist's Big Mac Index [Electr. resource] / Access mode: <http://bigmacindex.org/>
8. Davis P. Theories of financial instability and the role of incentives [Electr. resource] / Philip Davis// Materials of the Central Banking conference. –2005. Access mode: <http://www.ephilipdavis.com>.
9. Way Sh. J. Monetary Policies for Developing countries: The Role of Corruption / Shang-Jin, Haizhou Huang // IMF Working Paper. – 2003. – № 03\183.

Отримано 24.12.2012

Summary

The features of the monetary and exchange rate policy of the National bank of Ukraine in 1996–2012 and their impact on the financial stability of the economy are examined. The efficiency of the exchange rate regime, revaluation, devaluation of the national currency and international reserves management are investigated.