

ВАЛЮТНО-КУРСОВА ПОЛІТИКА НБУ ТА ЇЇ ВПЛИВ НА МАКРОЕКОНОМІЧНІ ЧИННИКИ

С.Ю. Михайличенко, Національний банк України

Валютно-курсова політика НБУ протягом 2000-2002 рр. має вагомі позитивні результати, головними серед яких є:

- по-перше, стабільність курсу – за вказаний період девальвація становила до 2,2 %, тобто в середньому за рік менше 1 %, після значних девальвацій на 80 % у 1998 р. та 52,2 % у 1999 р.;
- по-друге, збільшення міжнародних валютних резервів НБУ у 5 разів з кінця 1998 р. (0,8 млрд. дол.) по серпень 2002 р. (4 млрд. дол.);
- по-третє, стабільність та значне зростання обсягів міжбанківського валютного ринку з 1999 р. по 2001 р. у 1,6 рази, де повністю забезпечуються потреби реального сектора економіки щодо продажу та купівлі валюти.

Основою таких позитивних результатів є суттєве перевищення пропозиції над попитом на валютному ринку, яке існує за рахунок суттєвого поліпшення поточного рахунку та торгового балансу після значної девальвації 1998 р. та, як наслідок, дії ряду інших чинників. В цих умовах НБУ здійснює активну політику інтервенцій з викупу надлишкової пропозиції валюти, за рахунок чого одночасно збільшує міжнародні валютні резерви та підтримує стабільність обмінного курсу і не допускає його значних коливань. Однак, наявність перевищення пропозиції над попитом на валютному ринку далеко не завжди може автоматично гарантувати ні стабільності ринку, ні стабільності курсу.

Досвід України 1999 р. свідчить, що не завжди можливо забезпечити керованість ситуацією навіть при значному перевищенні пропозиції над попитом та активній політиці інтервенцій НБУ. Так, протягом вказаного року НБУ завдяки своїй активній політиці викупив з ринку 766 млн. дол. надлишкової пропозиції, але девальвація курсу сягнула 52,2 %. Очевидно саме це було однією з головних причин зростання інфляції до 19,2 % у 1999 р. та до 25,8 % у 2000 р. Тобто активна політика інтервенцій не була здатною забезпечити стабільності навіть в умовах перевищення пропозицією попиту.

Аналіз причин цього явища показує, що в умовах високої доларизації перехідної економіки України значний вплив на стабільність мають очікування та можливість отримання високих прибутків фінансових посередників за рахунок їх гри на зміні курсової динаміки через арбітражні операції у період зміни цих очікувань, які суттєво змінюють кон'юнктуру ринку. Логіка тут проста, як тільки змінюються очікування і з тих чи інших причин підвищується ризик зміни курсової динаміки, то в економіці одразу підвищується попит на іноземну валюту, яка в цих умовах буде укріплюватись, а національна валюта – девальвувати. Зростання такого попиту у більшості випадків не має під собою ніякої реальної основи, а тільки очікування, які здебільшого є результатом різних, як правило, тимчасових причин, неадекватного аналізу та оцінок чи збігу обставин.

Проте результат розхитування курсу національної валюти та його знецінення має цілком реальні наслідки. В першу чергу зростають доходи

посередників, які скуповують валюту за дешевим курсом, а продають у періоди зростання попиту за вищою ціною. Але головне – в економіці одразу дорожчають всі імпортні товари, а після цього через ціновий мультиплікатор в різній послідовності – інші товари. І в це коло подорожчання та зміни цінових пропорцій потрапляють всі без винятку товари, включаючи навіть моркву, якою маленькими пучками на провінційному ринку торгують старенькі бабусі. Таке стихійне та часте підвищення цін зі зміною цінових пропорцій як наслідок безпідставної курсової девальвації є руйнівним для економіки та її зростання, тому що зменшує реальні доходи в суспільстві, в т.ч. у населення, підприємств та бюджету, підвищує відсоткові ставки, скорочує реальне споживання та інвестиції, підвищує вартість обслуговування зовнішнього боргу, збільшує дефіцит бюджету, підвищує вартість імпорту і, головне, енергетичного імпорту, частка якого у сукупних суспільних витратах в Україні є надзвичайно високою.

Аналіз вказаних процесів та необхідність для НБУ реалізації конституційного обов'язку щодо підтримання стабільності національної валюти, а також сприяння економічному зростанню змусили Національний банк України вжити відповідних заходів для оздоровлення ситуації. З цією метою протягом останніх років до системи валютного регулювання вносились зміни, які, по-перше, принципово змінили та обмежили можливості банків щодо здійснення арбітражних операцій та безпідставного розхитування обмінного курсу гривні в періоди тимчасової зміни кон'юнктури; по-друге, розширили можливості НБУ щодо регулювання валютного ринку та впливу на динаміку обмінного курсу; по-третє, зберегли ринковий характер курсоутворення та формування курсу як результату співвідношення обсягів реального попиту та пропозиції на валютному ринку, а також вільний доступ до ринку та рівні умови діяльності на ньому всіх суб'єктів ринкових відносин.

Внаслідок цих змін основними елементами системи валютного регулювання є наступні інструменти:

- інтервенції НБУ на валютному ринку щодо купівлі та продажу валюти;
- обов'язковий продаж валютних надходжень;
- торгівельна сесія для здійснення безготівкових операцій купівлі-продажу валюти;
- норматив відкритої валютної позиції;
- правила здійснення операцій на міжбанківському валютному ринку;
- контроль за дотриманням банками валютного законодавства та ін.

Таким чином, основою нинішньої стабільності валютного ринку та обмінного курсу в умовах перевищення пропозиції над попитом є не тільки активна політика інтервенцій НБУ, а і відповідна система валютного регулювання, адекватна поточному стану економіки, валютного ринку та існуючим тенденціям.

Саме вказані чинники дозволили Національному банку здійснювати стабілізаційну валютно-курсову політику, яка у 2000-2002 рр. позитивно впливала на макроекономічні пропорції та економічний розвиток завдяки наступним факторам:

- утриманню номінальної курсової стабільності;
- стабільності реального ефективного обмінного курсу;

- зростанню міжнародних валютних резервів НБУ.

Перший фактор – утримання номінальної курсової стабільності – здійснював вплив на економіку через збереження постійного значення курсового якоря, ліквідацію девальваційних очікувань та нівелювання додаткового тиску на інфляцію.

Головним наслідком номінальної стабільності курсу стали зменшення темпів росту споживчих цін, які скоротились з 25,8 % у 2000 р. до 6,1 % у 2001 р. та відсутність інфляції у 2002 р. – за 8 місяців 2002 р. дефляція становить -3,5 %.

Найбільш відчутно це відобразилося на зростанні реальних доходів населення, які за 6 місяців 2002 р. зросли по відношенню до відповідного періоду попереднього року на 18,7 %. У свою чергу, це сприяло зростанню внутрішнього споживчого попиту та частки споживання у ВВП, яка зросла з 80,2 % у I кварталі 2000 р. до 85,7 % у I кварталі 2002 р., що стимулювало національного товаровиробника до зростання обсягів виробництва.

Зниження інфляції призвело також до зниження відсоткових ставок за банківськими кредитами у 2,5 рази – з 52 % на початку 2000 р. до 20,9 % станом на 1.09.2002 р. Зниження відсоткових ставок сприяло росту кредитування економіки – заборгованість за кредитами від банків суб'єктам господарської діяльності за останні 2 роки зросла у 2 рази – з 16,9 млрд. грн. на 01.09.2000 р. до 33,9 млрд. грн. на 01.09.2002 р. Зростання кредитів в економіку сприяло зростанню внутрішнього інвестиційного попиту та обсягів інвестицій в основний капітал, які за 2 роки за даними Мінекономіки також збільшилися майже у 2 рази – з 6,68 млрд. грн. за II квартал 2000 р. до 12,07 млрд. грн. за II квартал 2002 р. Зростання інвестиційного попиту було ще одним вагомим чинником стимулювання внутрішнього виробництва.

Зниження відсоткових ставок та зростання кредитів забезпечили відповідно зростання грошової маси в економіці за 2 роки майже у 2 рази без її впливу на інфляцію – з 29,5 млрд. грн. на 01.09.2000 р. до 56,3 млрд. грн. на 01.09.2002 р. При цьому грошовий мультиплікатор зріс з 1,8 до 2 одиниць, швидкість обертання зменшилась з 6,7 до 4,4 обертів на рік, а забезпечення економіки платіжними засобами, тобто коефіцієнт монетизації, зріс з 14,9 % ВВП до 22,6 %.

Значне скорочення інфляції призвело до суттєвого зростання реального рівня процентної ставки за депозитами у гривні – з +1,6 % на початку 2000 р. до майже +10 % на 01.09.2002 р. Враховуючи, що девальвація курсу гривні за вказаний період склала всього 2,16 %, зростання відсоткової ставки за депозитами у національній валюті на фоні загальної фінансової стабільності стимулювало зростання внутрішнього попиту на гривню та надзвичайно позитивні процеси дедоларизації економіки. Так, рівень доларизації зменшився з 25,1 % на початку 2000 р. до 18,9 % на 01.09.2002 р.

Найбільш відчутно зменшення попиту на іноземну валюту, як на засіб накопичення проявилось на готівковому валютному ринку у показниках співвідношення попиту та пропозиції готівкової інвалюти. Якщо у 1998 р. попит населення на долари перевищував пропозицію на 849 млн. дол. США, у 1999 р. –

на 252 млн. дол. США, то після 1999 р. вже пропозиція доларів від населення систематично перевищувала попит – у 2000 р. це перевищення становило 36 млн. дол. США, у 2001 р. – 114 млн. дол. США, а за 8 місяців 2002 р. воно досягло 181 млн. дол. США.

Другий фактор – стабільність реального ефективного обмінного курсу (РЕОК) – позитивно впливав головним чином на створення сприятливих умов зовнішньої торгівлі, а відтак і на внутрішнє виробництво.

Так, зовнішня торгівля України протягом останніх років швидко зростала навіть в умовах негативних факторів впливу, зокрема, уповільнення економічного зростання основних торгових партнерів, скорочення зовнішнього попиту та погіршення міжнародної кон'юнктури, а також запровадження численних торгових обмежень та антидемпінгових процесів проти українських товарів та виробників.

Позитивний вплив на розвиток експорту здійснювати як активна зовнішньоторговельна політика держави щодо пошуку нових ринків збуту українських товарів, так і підтримання економічно сприятливих курсових умов торгівлі, які відображає динаміка реального ефективного обмінного курсу (РЕОК).

РЕОК відображає зміну внутрішніх цін та обмінних курсів гривні відносно до валют країн, основних торгових партнерів України, з урахуванням інфляції у цих країнах. Отримана динаміка РЕОК показує зміну цін українських товарів на зовнішніх ринках. Якщо РЕОК девальвує, це свідчить про зменшення загального рівня цін українського експорту на зовнішніх ринках, що стимулює його зростання, якщо ж РЕОК ревальвує, це відображає загальне подорожчання українського експорту, що негативно впливає на його обсяги.

За останні 5 років – з початку 1998 р. до середини 2002 р., РЕОК девальзував на 28,8 %, що суттєво покращило умови зовнішньої торгівлі. При цьому з 2000 р. по вересень 2002 р. в умовах стабільності номінального курсу та зниження інфляції девальвація РЕОК була значно повільнішою – 5,7 % (за попередніми даними), що впливало на розвиток українського експорту та зростання позитивного сальдо зовнішньої торгівлі.

Статистичні дані свідчать про стимулюючий вплив – за даними платіжного балансу позитивне сальдо зовнішньої торгівлі зросло з 410 млн. дол. за I півріччя 2000 р. до 522 млн. дол. за I півріччя 2001 р. та до 687 млн. дол. за перші 6 місяців 2002 р.

Третій фактор – зростання міжнародних валютних резервів НБУ – по-перше, збільшує валютне забезпечення грошової бази, що підвищує сталість монетарної системи та стабільність національної валюти; по-друге, збільшує можливості щодо погашення та обслуговування зовнішнього боргу, що укріплює міжнародну довіру до державної економічної політики та економіки України в цілому; по-третє, підвищує можливості Національного банку щодо регулювання обмінного курсу та валютного ринку шляхом здійснення інтервенцій у випадках тимчасових коливань попиту і пропозиції, що підвищує забезпеченість найбільш важливого імпорту в Україну необхідними валютними ресурсами і є надійним засобом страхування життєздатності економіки країни у випадках можливого скорочення надходжень валюти.

З 2000 р. по вересень 2002 р. резерви НБУ зросли у 2,7 рази і досягли 4 млрд. дол., а чисті резерви за цей же період збільшилися з майже -600 млн. дол. до +2 млрд. дол. Середньорічне зростання резервів за період з 1998 р. по 2002 р. становило 800 млн. дол. Необхідно відмітити, що у 2002 р. єдиним джерелом зростання резервів були виключно інтервенції НБУ з викупу надлишкової пропозиції з валютного ринку без жодних зовнішніх запозичень. Зростання резервів за січень-серпень 2002 р. становило майже 1 млрд. дол. незважаючи на те, що обсяги платежів з погашення та обслуговування зовнішнього державного боргу за 8 місяців перевищили 600 млн. дол. Саме таке значне зростання резервів НБУ і забезпечило можливість покращення їх якісних характеристик та отримання наведених вище переваг для економіки. Зокрема, якісні параметри міжнародних валютних резервів НБУ на кінець серпня 2002 р. характеризувалися тим, що резерви становили:

- 75 % грошової бази, тоді як у 2000 р. – 48 %;
- 40,5 % зовнішнього держборгу, а у 2000 р. – лише 14 %;
- 10 тижнів імпорту, а у 2000 р. – 4,3 тижні.

Стабільність курсу на валютному ринку забезпечила позитивний вплив на макроекономічні чинники через:

- зниження інфляції;
- зростання реальних доходів населення та стимулювання внутрішнього споживчого попиту;
- зниження відсоткових ставок, росту кредитів, інвестицій та стимулювання внутрішнього інвестиційного попиту;
- підтримку стабільності реального ефективного курсу гривні та створення сприятливих умов для українських експортерів, що забезпечило стимулювання зовнішнього попиту для української економіки.

Всі ці фактори позитивно впливали на розвиток виробництва та економіки України в цілому, що свідчить про ефективність валютно-курсової політики НБУ та необхідність збереження її основних напрямів, методів та інструментів в майбутньому.

В умовах збереження вказаних чинників валютно-курсової політики, а також з урахуванням макроекономічних прогнозів, в т.ч. прогнозів платіжного балансу, на валютному ринку у подальшому можливо очікувати збереження сталих курсових орієнтирів та нормальний поступальний розвиток, що відповідатиме основним економічним чинникам та сприятиме фінансовій стабільності, розвитку зовнішньої торгівлі, притоку капіталу та зростанню виробництва.

Однак, для забезпечення подальшої керованості валютним ринком та підтримання стабільності необхідно постійно здійснювати аналіз факторів, які можуть здійснювати негативний вплив на його розвиток для завчасного запровадження відповідних запобіжних заходів. Аналіз ситуації показує, що основними ризиками, які існували наприкінці 2002 р. і можуть негативно впливати в середньостроковій перспективі на обсяги припливу-відтоку валюти, резерви Національного банку, стабільність курсу та валютного ринку є можливе зростання дефіциту бюджету, зовнішнього боргу, витрат по його погашенню та обслуговуванню, можливе зменшення позитивного сальдо зовнішньої торгівлі,

низький рівень прямих зовнішніх інвестицій, зростання яких є надзвичайно важливим з огляду на те, що сприяє притоку валютних надходжень без зростання державного зовнішнього боргу.

Для запобігання негативному впливу вказаних факторів та підтримання умов стабільного функціонування валютного ринку, забезпечення позитивного впливу курсової політики на економіку та макроекономічні чинники необхідно реалізувати комплекс заходів, зокрема:

- 1) державне стимулювання та підтримки українського експорту; стимулювання прямих іноземних інвестицій та створення сприятливого інвестиційного середовища; формування системи ефективного управління зовнішнім державним боргом, зменшення витрат на його погашення та обслуговування.

Реалізація вказаних заходів забезпечить відповідне підґрунтя для збереження позитивного впливу валютно-курскової політики на макроекономічні чинники та розвиток виробництва.