

Кораблін С.О.,

доктор економічних наук,
заступник директора Департаменту
валютного регулювання
Національного банку України

ВАЛЮТНО-КУРСОВА ПОЛІТИКА УКРАЇНИ: СТАБІЛІЗАЦІЙНІ ЕФЕКТИ ТА МОЖЛИВІ ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ

Розглядаються окремі умови визначення валютно-курсової політики у 2004–2007 роках, її макроекономічні ефекти та загальні чинники подальшого розвитку. Аналізується високий рівень невизначеності, що домінував в українській економіці впродовж останніх трьох років, та його негативний вплив на ринкові передбачення. Відзначається стабілізаційний вплив курсової динаміки, який сприяв мінімізації інфляційних очікувань та підтримував відносні конкурентні переваги вітчизняного виробництва.

The author considers separate terms for defining the currency-rate policy during the 2004–2007 period, its macroeconomic effects and general factors of subsequent development; analyzes the high level of uncertainty which dominated in Ukrainian economics over the last three years and its negative influence on market forecasts; and also notes the stabilization impact of rate dynamics which helped minimize inflation expectations and maintained relative competitive advantages of the domestic production.

Третій рік поспіль офіційний курс гривні до долара США дорівнює 5,05, що може формувати дещо спрощене уявлення про курсову динаміку української валюти. Насправді ж через постійну динаміку вартості американського долара відносно інших світових валют відповідні зміни спостерігаються й у курсі гривні. Так, із початку 2006 року гривня знецінилася відносно євро на 15,1 %, а відносно російського рубля — на 12,2 % (за станом на 1 вересня 2007 року), хоча при цьому її офіційний курс відносно долара США залишався незмінним¹ (рис. 1).

А в цілому, якщо взяти до уваги зважений кошик валют 21-ї країни, які мають найтісніші торговельні відносини з Україною, номінальний ефективний обмінний курс (НЕОК) гривні після її 2,7-відсоткової ревальвації 21 квітня 2005 року знизився на 8 %. При цьому НЕОК гривні постійно коливався: якщо у 2005 році його приріст становив 11,4 %, то в наступному, 2006-му, він знизився на 8,2 %, а протягом січня—серпня поточного року — ще на 3,8 %.

Отже, постає питання щодо доцільності втримання незмінного офіційного курсу гривні відносно долара США, яке спостерігається починаючи з липня 2005 року. При розгляді цього питання слід враховувати, що в Україні американський долар історично домінує у структурі не лише валютних розрахунків (як офіційних, так і неформальних), а й приватних заощаджень. Наприклад,

¹ Усі розрахунки зроблено за даними, розміщеними на інтернет-сторінці Національного банку України: www.bank.gov.ua

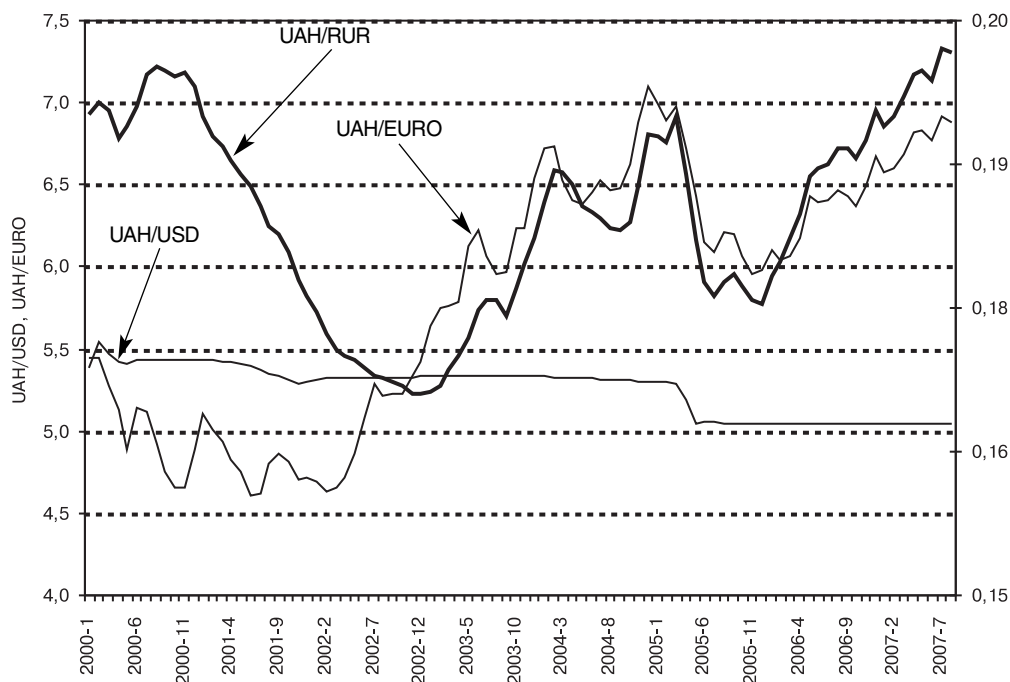


Рис. 1. Динаміка офіційного курсу гривні до долара США, євро та російського рубля, 2000—2007 роки

згідно зі статистикою платіжного балансу у 2005—2006 роках середня вага долара в розрахунках за різними операціями поточного рахунку коливалася від 72 % до 78 % проти 9—20 % і 6—12 %, що припадали на частку євро та російського рубля відповідно (табл. 1).

Таблиця 1. Валютна структура розрахунків за операціями поточного рахунку² платіжного балансу України, 2005—2006 роки

Статті платіжного балансу	Долар США		Російський рубль		Євро		Гривня		Інші валюти	
	2005	2006	2005	2006	2005	2006	2005	2006	2005	2006
Поточний рахунок										
— надходження	78,4	77,8	12,0	11,1	8,6	10,0	0,4	0,5	0,6	0,6
— виплати	74,0	71,9	6,3	6,6	18,1	19,9	0,4	0,4	1,2	1,2
Товари та послуги										
— надходження	78,6	77,5	12,9	12,0	7,7	9,6	0,4	0,5	0,4	0,4
— виплати	73,6	70,8	6,6	7,0	18,4	20,6	0,4	0,4	1,0	1,2

Зазначене дає змогу припустити, що приблизно таке саме співвідношення має місце й у структурі приватних заощаджень іноземної валюти. У зв'язку з цим

² Платіжний баланс і зовнішній борг України. 2006 рік: Щокварт. аналіт.-стат. видання Національного банку України. — С. 50.

показово, що поточне знецінення гривні відносно євро фактично не супроводжується жодною публічною реакцією ні підприємців, ні населення. Цей факт виразно дисонує з тим соціальним ажіотажем, що був спровокований позаминулого року ревальвацією гривні. Надзвичайно показово, що амплітуда останньої була набагато меншою, ніж поточні темпи знецінення гривні відносно європейських валют. Але ще більш симптоматично те, що у 2005 році відбулося зміцнення національної валюти, яке власники гривні мали б тільки вітати.

Таким чином, однакові курсові зміни американського долара й, наприклад, британського фунта мають в українській економіці доволі різні вартісний та структурний ефекти. Саме тому національні регулятори диференціюють рівень уваги до коливань різних іноземних валют.

Щодо незмінності офіційного курсу гривні до долара США слід зауважити, що в цьому питанні необхідно враховувати специфіку умов, у яких перебувала вітчизняна економіка впродовж останніх трьох років. Зокрема, високу економічну невизначеність, яка виникла через внутрішньополітичну напруженість та загострення “енергетичних” відносин із Росією. При цьому практично будь-яке істотне погіршення ринкових очікувань відзначалося помітним підвищенням попиту на іноземну готівку з одночасним послабленням гривні відносно долара США (рис. 2).

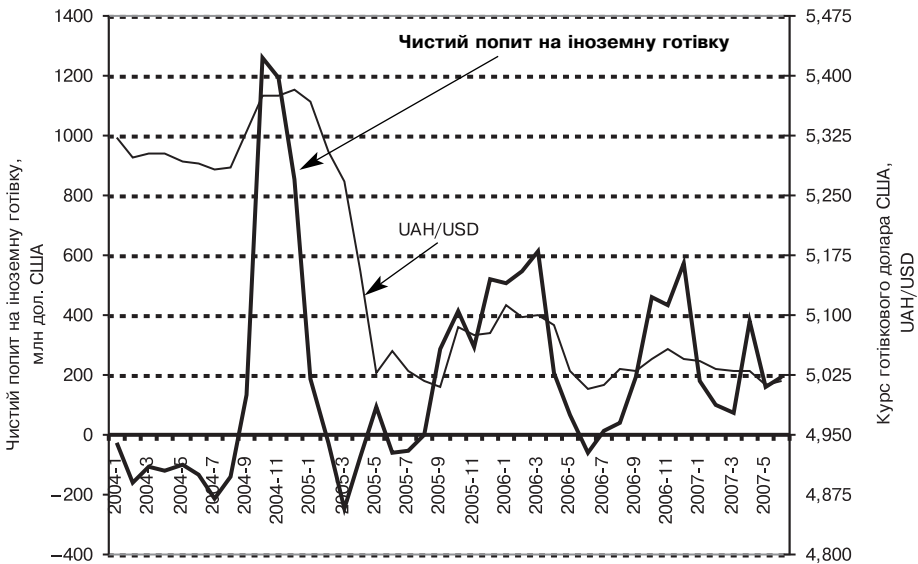


Рис. 2. Чистий попит на іноземну готівку та ринковий курс готівкового долара США в Україні, 2004—2007 роки

Як бачимо, валютні коливання були особливо значними під час проведення першого етапу президентських виборів. Якщо до вересня 2004 року в Україні явно домінувала пропозиція іноземної готівки, чисті обсяги якої щомісяця сягали 100—200 млн дол. США (в еквіваленті), то вже в жовтні чистий попит на іноземну

готівку перевищив 1200 млн дол. США. В листопаді він дорівнював 1200, а у грудні — 850 млн дол. США. Відповідним чином підскочив і курс готівкового долара: від 5,29 грн у серпні до 5,38 грн у грудні. Знецінення гривні було б ще більшим, якби не інтенсивні інтервенції Національного банку та введення ним термінових обмежень на зняття коштів із банківських рахунків.

Наступний сплеск попиту на готівкову іноземну валюту спостерігався у вересні—жовтні 2005 року (280—410 млн дол. США), під час кризи у владній коаліції, відставки уряду та формування його нового складу. У грудні того ж року чистий попит на готівкову валюту перевищив 520 млн дол. США, а в березні 2006-го — вже 610 млн дол. Показово, що саме в ці місяці максимально загострився конфлікт у правлячій коаліції, Росія почала підвищувати ціни на газ, що експортується в Україну, а в останній відбулися передвиборчі перегони та вибори до парламенту. При цьому ціна готівкового долара знову зросла — від 5 грн у вересні 2005 року до 5,11 грн у січні 2006-го. Зі свого боку, Нацбанк був змушений активно підтримувати курс гривні, підвищуючи пропозицію іноземної валюти на міжбанківському ринку (січень—березень 2006 року).

Зростання чистого попиту на іноземну готівку відбулося знову у вересні—грудні 2006 року (до 460—570 млн дол. США) і збіглося з розгортанням конфлікту між президентською та урядовою гілками влади, відставкою двох опозиційних міністрів (внутрішніх та іноземних справ) і збільшенням негативних очікувань на тлі непрозорих та напружених переговорів із Російською Федерацією щодо обсягів та ціни поставок газу у 2007 році.

Нарешті, останній більш-менш значний сплеск попиту на іноземну готівкову валюту спостерігався у квітні поточного року (380 млн дол. США), після заяви про розпуск парламенту та проведення позачергових виборів.

Характерно, що всі зазначені коливання на валютному ринку відбувалися за умов доволі позитивної динаміки платіжного балансу: хоча у 2006 році чистий експорт товарів та послуг і увійшов у зону від'ємних значень, вони практично повністю компенсувалися надходженнями від прямих іноземних інвестицій (рис. 3). А за іншими статтями платіжного балансу, зокрема зовнішніми запозиченнями, об'єктивних зовнішніх чинників для знецінення гривні фактично не було.

Отже, якби за таких умов Національний банк надав валютному курсу гривні більшої гнучкості, він не нівелював би, а лише погіршив негативні ринкові очікування, які впродовж останніх трьох років перебували в постійній напрузі через циклічне загострення внутрішніх і зовнішніх політичних протистоянь. Оцінити можливу ефективність порад із впровадження у той час більш гнучкого курсоутворення доволі важко. Насамперед через те, що вони фактично передбачали не стабілізацію, а цілеспрямоване розхитування не лише валютного ринку, а й усього макроекономічного середовища країни.

Зокрема, ситуативне, спровоковане напіважіотажними очікуваннями знецінення гривні спричинило би штучне зменшення її НЕОК, що неминуче приско-

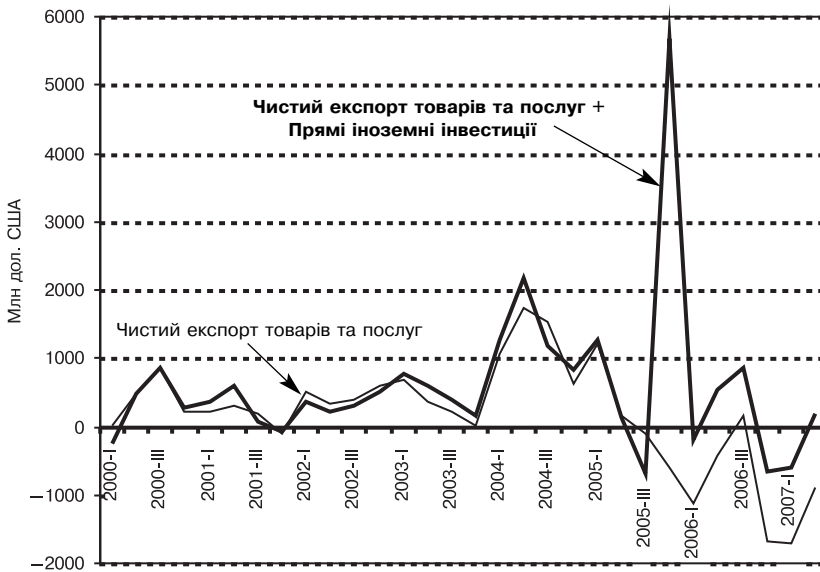


Рис. 3. Україна: динаміка чистого експорту товарів та послуг і прямих іноземних інвестицій, 2000—2007 роки

рило б інфляцію — в секторі як приватного споживання, так і оптового виробництва. Такий висновок базується не лише на загальноекономічних міркуваннях, а й на статистичних співставленнях, згідно з якими в Україні чітко простежується обернено пропорційний взаємозв'язок між динамікою номінального курсу гривні та інфляцією. На рис. 4 остання представлена змінами індексу оптових цін виробників промисловості (ІЦВ), які з певним лагом відображаються в динаміці індексу споживчих цін (ІСЦ) (рис. 5).

Показово, що необхідність нівелювання трирічних ринкових збурень, спровокованих політичною та енергетичною невизначеністю, змусила Національний банк вдатися до курсової підтримки гривні не лише через валютні інтервенції, а й стерилізаційні операції. Так, у минулому році їх обсяг становив 6,8 млрд грн, а в січні—вересні поточного року — 58,7 млрд грн.

При цьому, якщо торік прямі ефекти курсової політики відчувалися насамперед в уповільненні цінової динаміки, то в 2007-му вони проявилися переважно в підтримці економічної динаміки. Протягом січня—вересня поточного року обсяг валютних інтервенцій Національного банку, значна частина яких надійшла у формі зовнішніх кредитів та позик, перевищив 6,9 млрд дол. США. Більша курсова гнучкість за цих умов провокувала б номінальне та реальне посилення гривні, яке, з одного боку, формувало б курсові переваги іноземним виробникам, а з другого — ще більше заохочувало б зовнішні запозичення, прискорюючи накопичення зовнішнього боргу країни, обсяг якого з початку 2005 року й без того подвоївся: станом на 1 липня 2007 року він становив 65,4 млрд дол. США проти 30,6 млрд дол. у 2005-му.

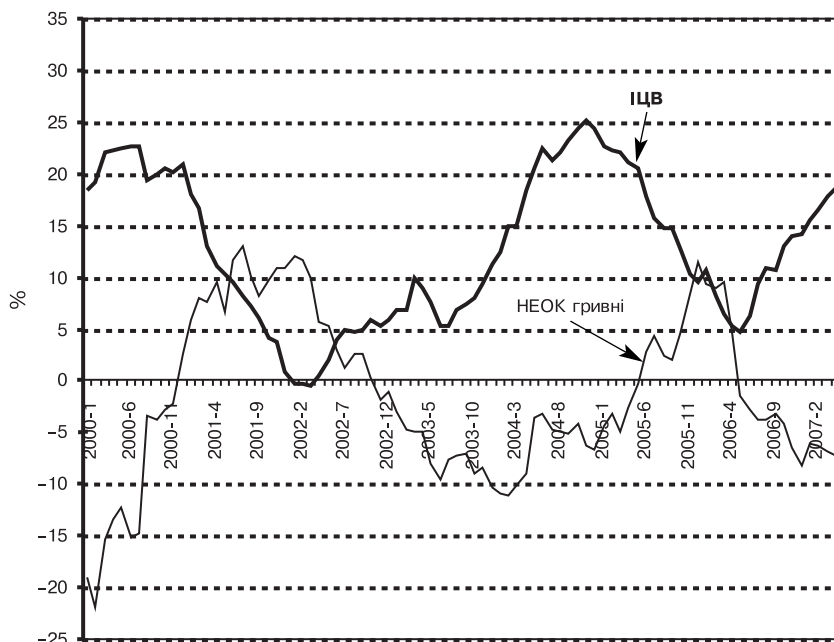


Рис. 4. Динаміка НЕОК гривні та інфляції (ІЦВ), 2000—2007 роки

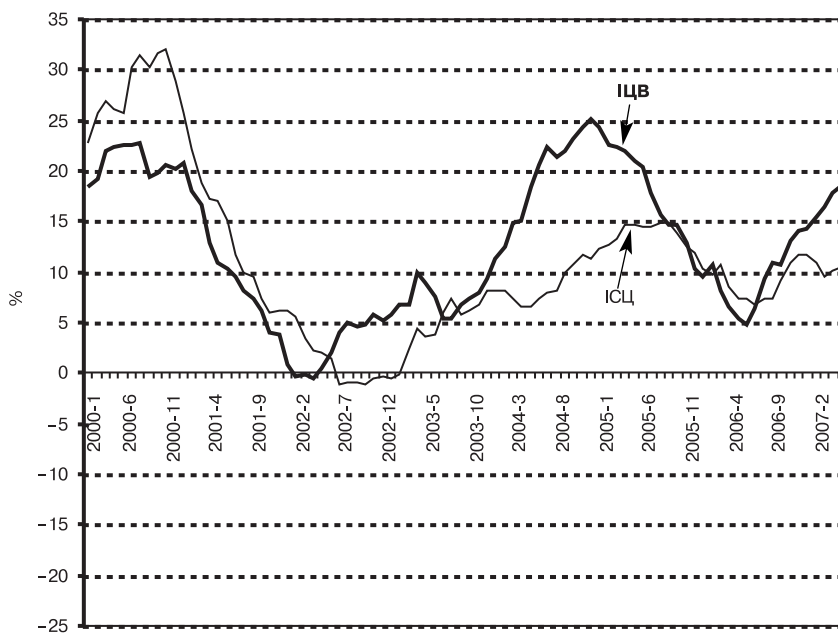


Рис. 5. Динаміка інфляції за ІЦВ та ІСЦ (12-місячні плинні) в Україні, 2000—2007 роки

Наявність очевидного взаємозв'язку між динамікою реального ефективного обмінного курсу (РЕОК) гривні та обсягами зовнішньої торгівлі демонструють рисунки 6 і 7. Зокрема, на них зображено класичне зростання експорту та торговельного балансу за умов зниження реального курсу національної валюти.

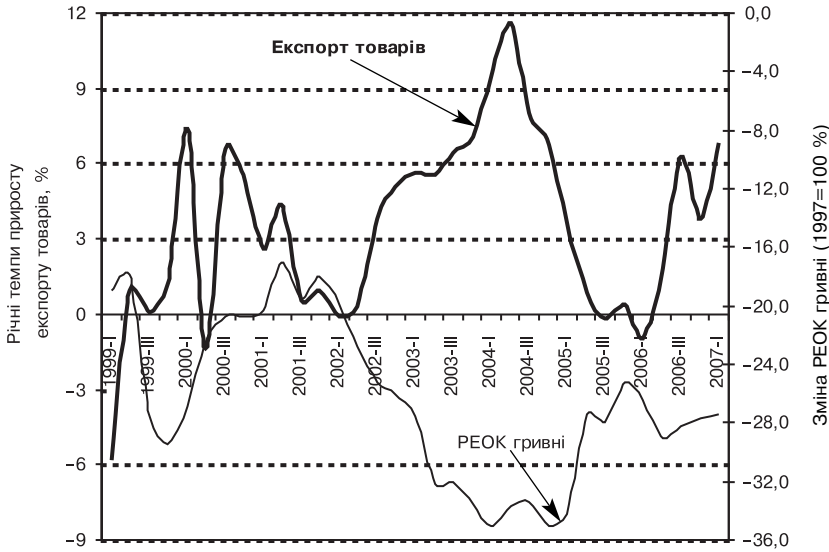


Рис. 6. Динаміка РЕОК гривні та експорту товарів, 2004—2007 роки

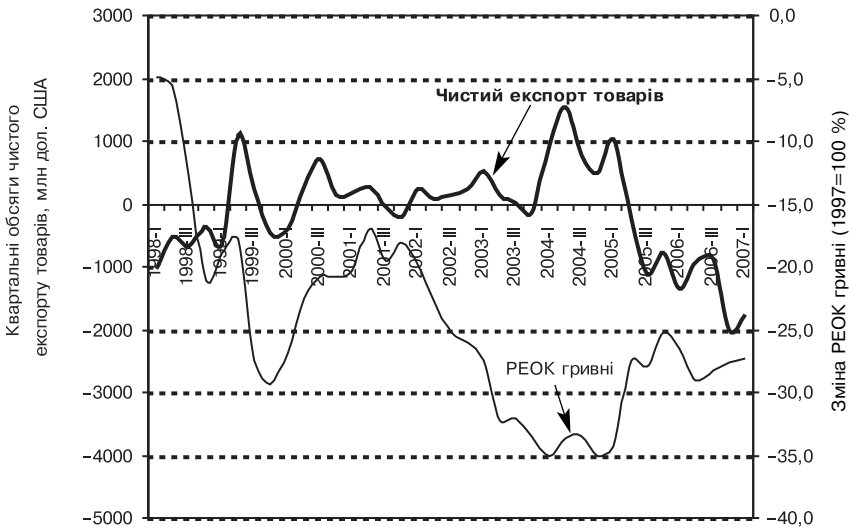


Рис. 7. Динаміка РЕОК гривні та чистого експорту товарів, 2004—2007 роки

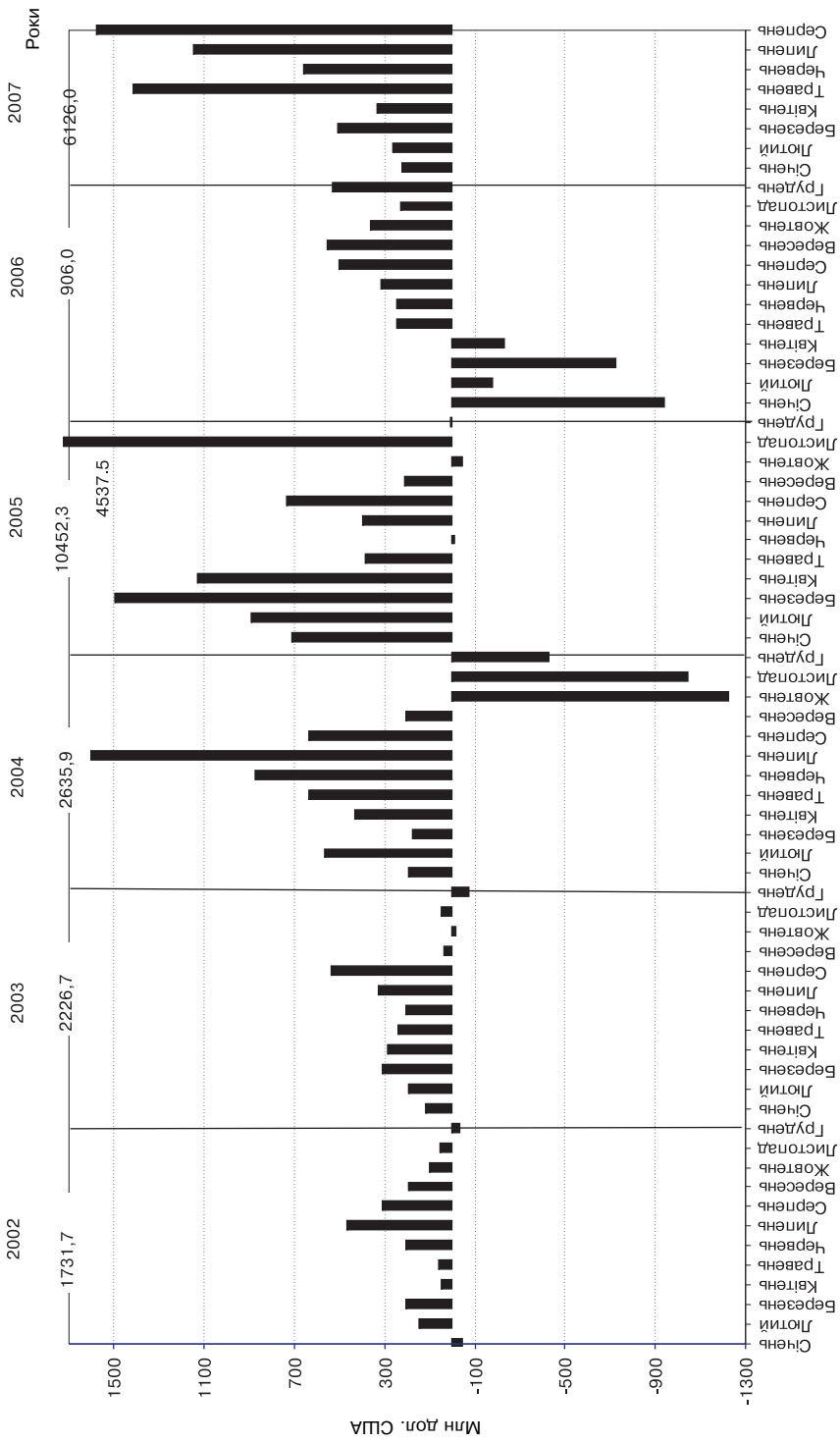


Рис. 8. Динаміка щомісячних інтервенцій НБУ, 2002—2007 роки

Зазначена курсова підтримка гривні коштувала міжнародним резервам Національного банку 2,7 млрд дол. США у 2004 році та 2,1 млрд дол. у 2006-му (рис. 8). Проте їх ситуативну втрату навряд чи можна вважати марною — як у контексті поліпшення ринкових очікувань та загальної економічної динаміки, так і з точки зору подальшого зростання міжнародних резервів. Щодо першого, то всупереч пануванню негативних передбачень початку 2006 року темпи приросту показників української економіки у 2006—2007 роках виявилися доволі пристойними: у випадку ВВП вони перевищують 7 % та дорівнюють 6—10 % у промисловості (табл. 2). При цьому реальні наявні доходи населення також збільшуються на 12—14 % на рік — результат, якого практично ніхто не очікував після підвищення імпорتنих цін на газ від 50-ти до 135 дол. США за 1000 м³. Не менш показовою є і стійка тенденція до зниження боргового навантаження державних зобов'язань — із 29,0 % ВВП у 2003 році до 12,6 % у вересні поточного року. На цьому тлі 9—12-відсоткова інфляція, хоч і залишається високою, навряд чи може вважатися надприродною. Особливо якщо врахувати майже трикратне подорожчання імпортованого газу.

Таблиця 2. Динаміка окремих показників стану економіки України, 2003—2007 роки

Показники	2003 рік	2004 рік	2005 рік	2006 рік	2007 рік (січень—вересень)
ВВП, %	9,6	12,1	2,7	7,1	7,3
Промислове виробництво, %	15,8	12,5	3,1	6,2	10,7
Інфляція (ІСЦ), %	5,2	9,0	13,5	9,1	11,9
Реальні наявні доходи населення, %	9,1	19,6	23,9	13,4	11,7
Сальдо Зведеного бюджету, % ВВП	0,2	—3,2	—1,8	—0,7	1,2
Сальдо поточного рахунку, %	5,8	10,6	2,9	—1,5	—3,4*
Державний борг, % ВВП	29,0	24,8	18,4	14,98	12,6
Валовий зовнішній борг, % ВВП	47,5	47,2	47,1	51,2	53,6**

* Січень—червень 2007 року.

** Станом на 1 квітня 2007 року.

Зростання абсолютних та відносних показників зовнішнього боргу, безперечно, потребує спеціальних заходів із підвищення ефективності отриманих позик. Водночас рівень зовнішнього боргового навантаження — за всіма міжнародними співставленнями — залишається доволі помірним. При цьому помітно поліпшується структура зовнішніх зобов'язань країни через посилення позицій її національного бізнесу. Так, починаючи з 2003 року відносний рівень зовнішніх державних зобов'язань знизився з 21,6 % до 11,8 % ВВП, а приватних, навпаки, збільшився — з 25,9 % до 41,8 % ВВП (рис. 9).

Принциповим є те, що водночас відбувається поліпшення строкової структури зовнішнього боргу. Це також свідчить про підвищення міжнародних рей-

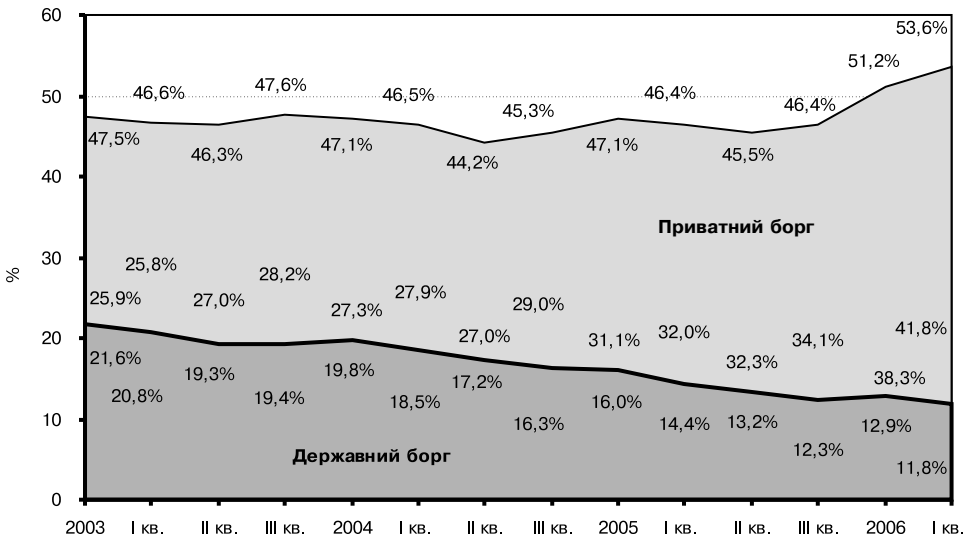


Рис. 9. Валовий зовнішній борг України та його складові за типом позичальника у 2003—2007 роках, у відсотках до ВВП

тингів української економіки. Наприклад, із початку 2003 року відношення зовнішнього короткострокового боргу України до її ВВП зменшилося з 18% до 15,2% за одночасного зростання відносного рівня довгострокового боргу — з 29,5% до 38,4% ВВП (рис. 10).

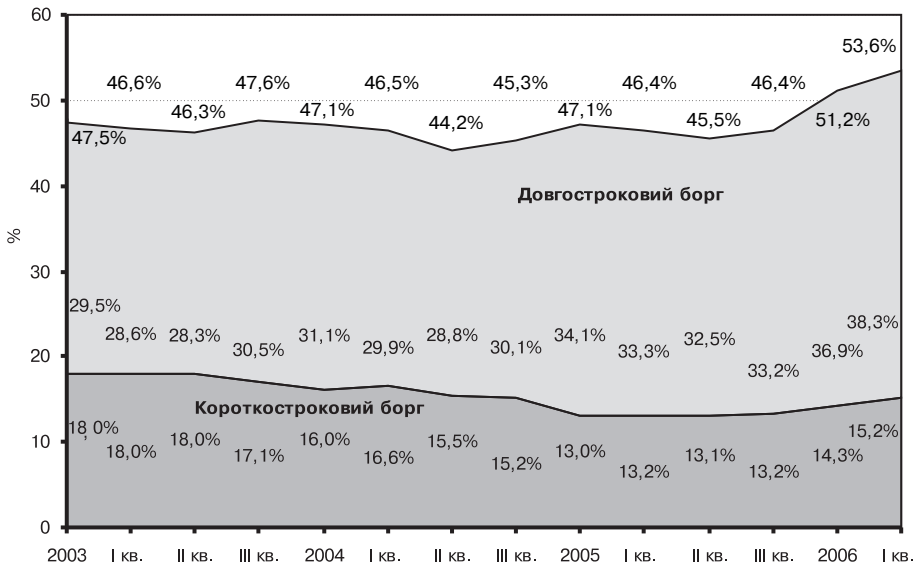


Рис. 10. Валовий зовнішній борг України та його строкові складові у 2003—2007 роках, у відсотках до ВВП

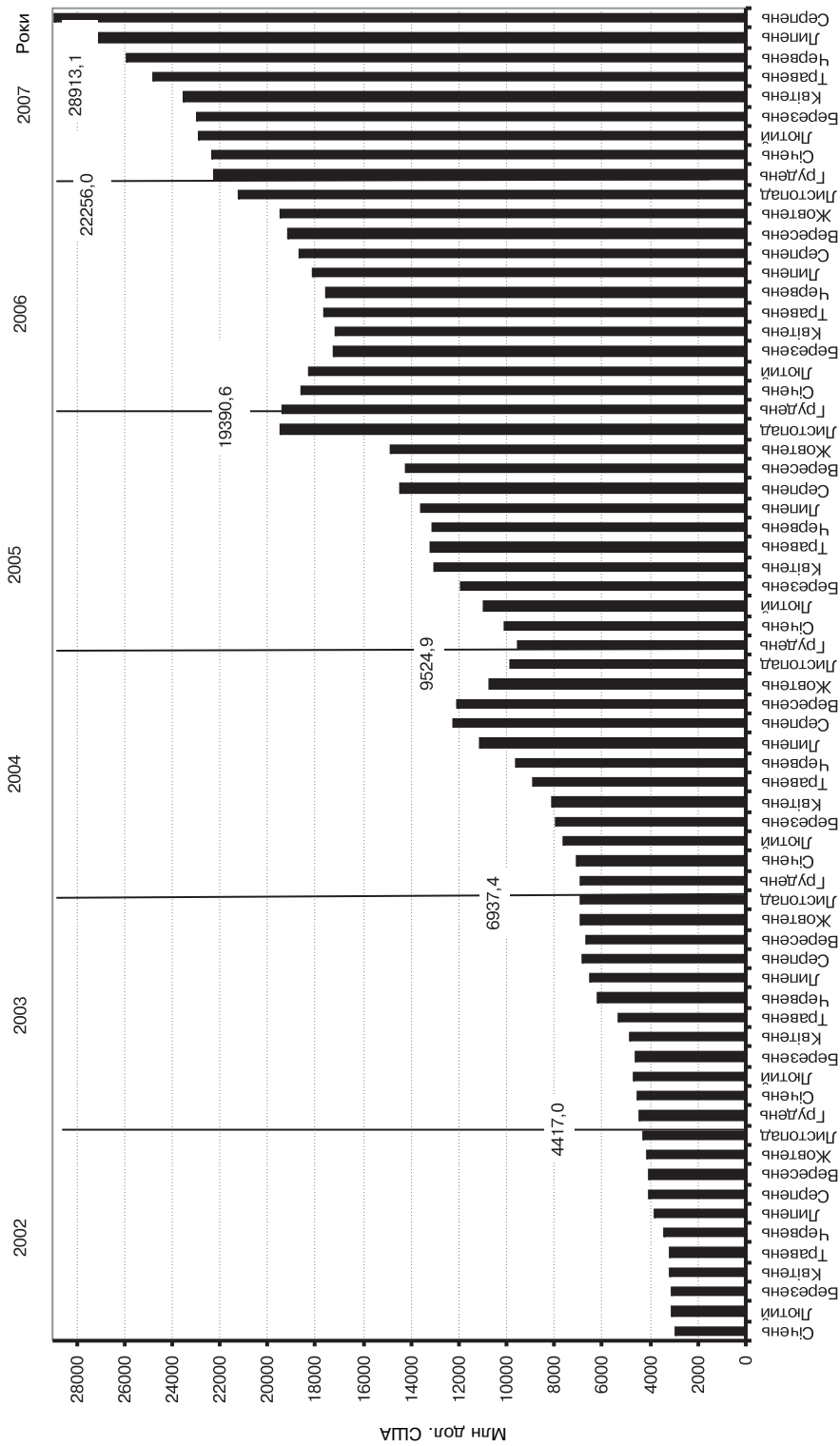


Рис. 11. Україна: динаміка міжнародних резервів, млн дол. США

Говорячи про результати курсової політики останніх трьох років, можна констатувати, що вона доволі ефективно стабілізувала не лише валютний ринок, а й загальні ринкові очікування, нівелюючи при цьому їх найнегативніші прояви, що формувалися під впливом підвищеної економічної невизначеності. Це сприяло уповільненню цінової динаміки та підтримці відносних переваг вітчизняного виробництва як на внутрішньому, так і на зовнішньому ринках. Нарешті, зазначені ефекти дали змогу не лише компенсувати втрати міжнародних резервів, які мали місце у 2004-му та 2006 роках, а й істотно підвищити їхні обсяги: якщо максимум останніх у 2004-му дещо перевищував 12 млрд дол. США, то наприкінці серпня 2007 року обсяг накопичених резервів уже наближався до 29 млрд дол. США (рис. 11).

Подальший розвиток валютно-курсової політики значною мірою залежатиме від якості внутрішнього компромісу між президентською та парламентською гілками влади, рівня узгодженості урядової політики та визначених законом завдань центрального банку, швидкості та результативності структурних реформ, їх здатності забезпечити права всіх власників, безвідносно до ступеню їх близькості до різних центрів політичної влади, прозорості економічної політики та рівня її підтримки конкурентним бізнес-середовищем. За цих умов визначення подальших цілей курсової політики залежатиме від наявних конкурентних переваг української економіки, визначення її стратегічних завдань та засобів їх реалізації. При цьому, очевидно, має враховуватися те, що валютний курс — не самоціль, а лише окремий інструмент економічної політики, застосування якого може варіювати залежно від специфіки національного вибору.