

Кульпінський С. В.,

*кандидат економічних наук, завідувач відділу
інституційних секторів економіки
Науково-дослідного фінансового інституту
Академії фінансового управління
Міністерства фінансів України*

ВАЛЮТНА ПОЛІТИКА В КОНТЕКСТІ МАКРОЕКОНОМІЧНИХ РИЗИКІВ

Погіршення ситуації з ліквідністю в глобальному масштабі в 2008 р. позначилося й на економіці України. Вартість ресурсу суттєво подорожчала і, за даними Національного банку України, підвищилася в середньому на 1,6 %. Інвестори, зокрема компанії з управління активами, були змушені закрити позиції, що спровокувало падіння фондових ринків багатьох країн, які розвиваються, а також розширення негативного сальдо їх операцій з капіталом.

З огляду на ці події валютна політика НБУ привертає особливу увагу. Різка зміцнення офіційного курсу гривні в I кв. 2008 р., за яким відбулися зрушення в макроекономічних показниках, а також девальвація гривні та масивні інтервенції на валютному ринку у жовтні 2008 р. обумовлюють потребу вироблення національним банком оптимальної стратегії визначення валютних курсів.

Проблеми вибору курсової політики розглядалися у працях вітчизняних науковців, зокрема В. Д. Лагутіна, В. І. Міщенко, В. М. Шевчука, О. М. Шарова, проте питання загального впливу режиму курсоутворення на стабільність основних компонентів макроекономічного зростання, зокрема банківської системи, боргової політики, руху капіталу, потребує детальнішого аналізу.

У комплексі політика обмінного курсу НБУ справляє вплив на зростання ВВП через ряд механізмів, зокрема динаміку заощаджень, баланс експорту та імпорту, рух інвестиційного та боргового капіталу. У статті досліджується вплив окремих механізмів на ріст ВВП загалом.

Політика обмінного курсу

Прив'язка курсу гривні до долара здійснювалася, починаючи з 2000 р., у режимі, класифікованому МВФ як “кероване плавання” (managed float)¹, що передбачає фактичну фіксацію курсу з можливістю відхилення від паритету згідно з рішенням центрального банку. Ревальвацію гривні понад 4 % було проведено двічі – у 2005 та 2008 рр. В обох випадках мав місце приплив капіталу за фінансовим рахунком платіжного балансу, який спричиняв тиск на валютний ринок. Оскільки приплив капіталу у 2005 р. був переважно довготерміновим, погіршення торговельного балансу на той час не призвело до скорочення золотовалютних резервів НБУ. При цьому при-

¹ Edwards S. Exchange Rates in Emerging Economies: What Do We Know? What Do We Need to Know / S. Edwards, M. Savastano // NBER Working Paper. – July 1999. – № 7228.

плив капіталу за фінансовим рахунком був більшим, ніж відтік, спричинений погіршенням сальдо торговельного балансу. Це дало змогу НБУ протягом 2005 р. поповнити резерви на 9,8 млрд дол США (рис. 1).

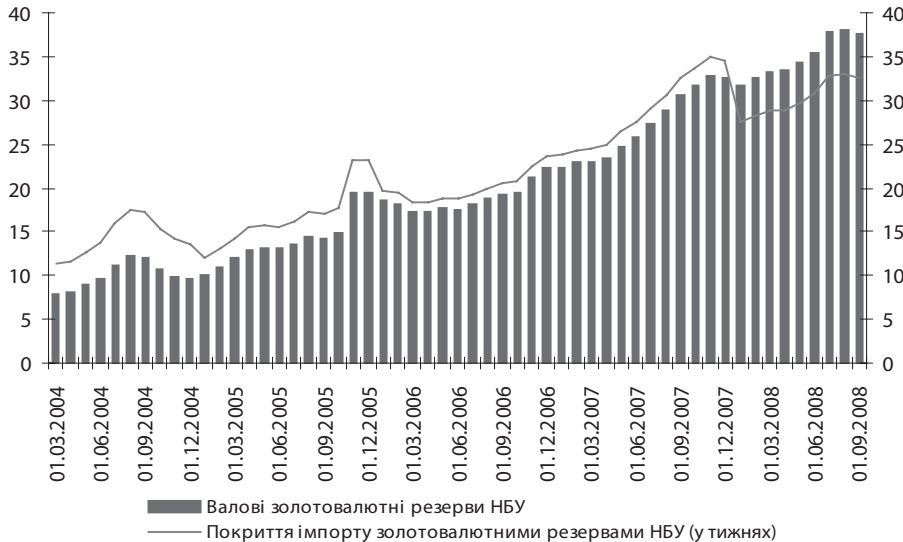


Рис. 1. Золотовалютні резерви НБУ і покриття ними товарного імпорту, млрд дол. США

Джерело: розрахунки автора за даними НБУ.

У 2006–2007 рр. курс гривні НБУ був незмінним, на рівні 5,05 грн/дол, при тому, що приплив капіталу за фінансовим рахунком залишався позитивним, а торговельний баланс поступово погіршувався. Його дефіцит становив 3 млрд дол у 2006 р. і зріс до 5,8 млрд дол. у 2007 р. У квітні 2008 р. офіційний курс було зміцнено на 4 % до 4,85 грн/дол, коли НБУ переважно утримувався від купівлі валюти при значному надлишку її пропозиції. Курс на міжбанківському ринку тоді зміцнився майже на 10 %.

Наслідки ревальвації

Різке зміцнення гривні обумовило як миттєві наслідки (відтік капіталу, переоцінка активів банків), так і середньострокові ефекти (реальна ревальвація гривні й погіршення конкурентоспроможності вітчизняних виробників, диспропорції у валютній структурі пасивів банків через зміщення структури вкладів у бік гривневих). Розглянемо їх детальніше.

1. *Фіксація прибутків і відтік капіталу.* Згідно з даними НБУ, обсяг ОВДП у портфелях нерезидентів складав 2,3 млрд грн станом на середину травня 2008 р. Після зміцнення гривні їх обсяг почав скорочуватися через продаж ОВДП нерезидентами вітчизняним банкам і небанківським установам. За чотири місяці скорочення склало 1,7 млрд грн.² Відповідним чином це

² Національний банк України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/Fin_gyn/Rynok_kap/index.htm.

відбилося й на збільшенні дохідності державних цінних паперів на вторинному ринку, що зрештою підвищило вартість запозичень для Міністерства фінансів з 7,5 % у січні 2008 р. до 17 % у жовтні 2008 р. (рис. 2).

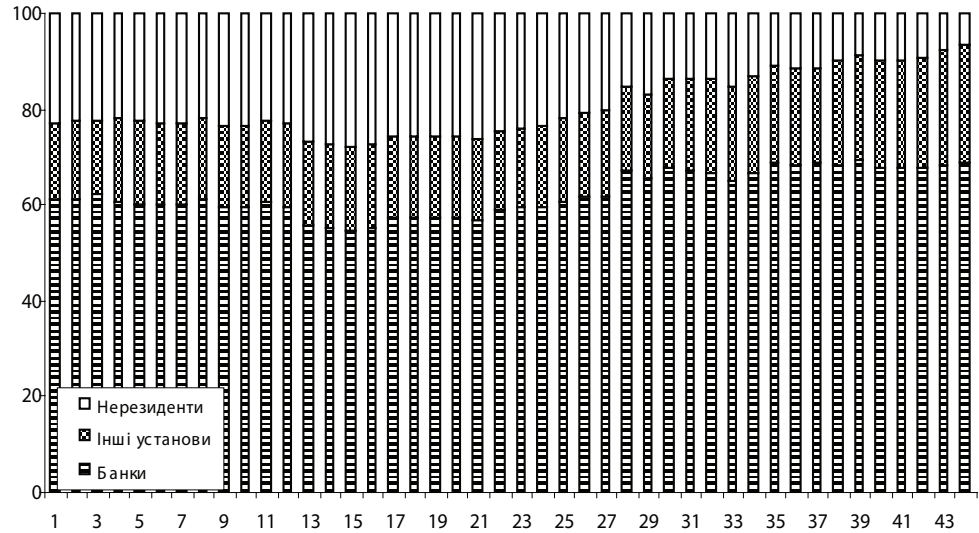


Рис. 2. Питома вага утримувачів ОВДП в обігу у 2008 р. (за тижнями), %

Джерело: за даними НБУ.

2. *Переоцінка активів банків.* Оскільки станом на 01.06.2008 р. 50 % кредитів банків було деноміновано в іноземній валюті, ревальвація гривні незначною мірою знизила поточну вартість активів банків (за травень 2008 р. приріст активів склав усього 1,5 %).
3. *Реальна ревальвація гривні і погіршення конкурентоспроможності вітчизняних виробників.* Реальний ефективний обмінний курс гривні зміцнився на 14,6 % за 9 місяців 2008 р. порівняно з незначною його девальвацією за аналогічний період минулого року. Це погіршило конкурентоспроможність вітчизняних виробників і збільшило дефіцит торговельного балансу до 10,2 млрд дол. за 9 місяців 2008 р., що утрічі перевищило аналогічний період 2007 р.
4. *Тимчасові диспропорції у валютній структурі пасивів банків.* Після зміцнення курсу гривні вкладення в іноземній валюті стали менш привабливими. Так, на наступний місяць після ревальвації відтік валютних депозитів населення склав 2,7 %. Оскільки на той час 50 % усіх кредитів було видано у гривні, а депозити на 65 % деноміновані у національній валюті, відбувся певний перекид у структурі активно-пасивних операцій банків.

У цілому таке зміцнення валюти мало помірний ефект. Отже, можна констатувати певне уповільнення інфляційного тиску через здешевлення імпортованих товарів після ревальвації. Проте уповільнення росту цін і навіть

дефляцію протягом двох літніх місяців можна віднести на рахунок сприятливого врожаю, коли обсяг виробництва продукції сільського господарства за 9 місяців 2008 р. збільшився до попереднього року на 14,7 %. Нарешті, глобальна дефляція продуктів харчування для ряду країн світу була закономірною. Так, за інформацією часопису *The Economist*, ціни на продукти харчування станом на початок жовтня 2008 р. знизилися на 14 % за 12 місяців після 60 % зростання станом на травень того ж року.

Наслідки девальвації

Відтік капіталу нерезидентів, а також подальше погіршення сальдо торговельного балансу на фоні уповільнення притоку боргового капіталу³ змусили НБУ виходити на ринок з інтервенціями з продажу валюти, коли курс на міжбанківському ринку девальвував на 12 %. Тоді НБУ продав з резервів 5,6 млрд дол. Ця девальвація зумовила певні наслідки. Це, зокрема:

- *Переоцінка активів банків.* Щодо вартості активів банків девальвація мала протилежний ефект. Їх приріст за жовтень, коли відбувся масовий відтік депозитів, становив 5,1 %, а прибутки банків зросли на 17,5 % при тому, що у жовтні кредитування практично було припинено.
- *Боргова політика.* З огляду на те, що в структурі державного боргу 55 % його вартості деноміновано в іноземній валюті, ревальвація здешевила вартість боргу.
- *Інфляція споживчих цін.* Через недостатню кількість спостережень детально проаналізувати вказану тенденцію майже неможливо, однак, слід відмітити незначне уповільнення приросту імпорту.
- *Зниження довіри до національної валюти.* Девальвація гривні відчутно позначилася на відтоці гривневих депозитів з банків. Згідно з нашими розрахунками, що базуються на даних 2003–2006 рр., 1 % девальвації гривні зумовлює до 14,9 % вилучень гривневих депозитів з банків і 13,8 % накопичень в іноземній валюті. В останньому випадку після девальвації гривні протягом жовтня відтік гривневих депозитів становив 9,2 %.
- *Промислова інфляція.* Зниження цін розпочалося ще в серпні 2008 р. як наслідок глобального падіння цін на сировину (нафту, металургійну продукцію), тому девальвація суттєво не допомогла вітчизняним виробникам, орієнтованим на експорт.
- *Виведення капіталу через фіксацію прибутків.* Випадки фіксації прибутків у країнах з економікою, що розвиваються, мали місце неодноразово. Усе це відбувалося після необґрунтованого зміцнення валюти або її девальвації. Яскравим прикладом є Росія, де протягом вересня–жовтня 2008 р. Центробанком було витрачено 19 % резервів, щоб призупинити 16 % падіння рубля. В Україні фіксація прибутків продовжилася, про що свідчить динаміка скорочення ОВДП у нерезидентів (див. рис. 2), падіння індексу ПФТС після девальвації додатково на 17 %, а також збільшення доходності вітчизняних державних єврооблігацій з 8 до 27 % протягом серпня–жовтня 2008 р.

³ У вересні 2008 р. обсяг чистого залучення короткострокових кредитів від нерезидентів знизився на 437 млн дол.

Підсумовуючи зазначене, розглянемо загальний вплив стрибків валютного курсу на економічне зростання. Так, відтік депозитів, спровокований, зокрема, девальвацією гривні до долара, різко знизив динаміку кредитування для підприємств (зростання кредитів юридичним особам уповільнилося до 42,3 %, а приріст інвестицій в основний капітал склав усього 4,3 % за III кв. 2008 р.). Оскільки інвестиції в основний капітал становлять близько 25 % у структурі ВВП, їх різке скорочення порівняно з 2007 р. негативно відбилося на прирості цього показника.

Іншим негативним моментом стала втрата конкурентоспроможності внаслідок ревальвації. Через цей фактор попит на імпорт зріс на 21 % і, за нашими розрахунками, зменшив номінальний ВВП приблизно на 0,4 %.

Валютна політика може як сприяти, так і гальмувати економічне зростання. Вона впливає на такі сфери, як: переоцінка активів банків, боргова політика, інфляція, виведення капіталу через фіксацію прибутків і врешті-решт позначається на динаміці реального ВВП, заощаджень, наявності й вартості кредиту для підприємств. Усе це потребує достатньо виваженої політики НБУ у частині допущення коливань валютного курсу та інтервенцій як у період надлишку валюти на ринку, так і її дефіциту, оскільки курсові коливання впливають зрештою на економічне зростання. У цьому контексті актуальним стає перехід Національного банку України до політики прив'язки гривні до кошика валют і повне врахування можливих наслідків як девальвації, так і зміцнення національної валюти.

Література

1. Бюлетень НБУ. – 2008. – № 9.
2. The Economist. Commodities Index. – 2008. – October.
3. Державний та гарантований державою борг станом на 31.08.2008 / Міністерство фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : www.minfin.gov.ua.