



Дослідження/

**Олена Береславська**

Завідувач кафедри банківської справи та фінансового моніторингу Національного університету Державної податкової служби України, доктор економічних наук, доцент  
E-mail: bereslav@bigmir.net

# Дисбаланси валютного ринку України<sup>1</sup>

*У дослідженні розглянуто актуальні питання дисбалансів валютного ринку України у 2012 році. Проаналізовано чинники, що впливали на курсову динаміку гривні. Для стабілізації ситуації на валютному ринку запропоновано розробляти валютну стратегію на середньострокову перспективу.*

*Considered are pressing questions of disbalances of Ukraine's monetary market in 2012. Analyzed are factors impacting on the exchange rate dynamics of hryvnia. It is suggested developing of the monetary strategy for a medium term.*

*Ключові слова:* обмінний курс гривні, міжнародні валютні резерви, доларизація, валютні інтервенції, торговельний баланс, грошова маса, валютна стратегія.

*Key words:* exchange rate of hryvnia, international monetary reserves, dollarization, currency interventions, trade balance, money supply, monetary strategy.

У продовж 2012 року курсова динаміка гривні була стабільною та передбачуваною. Завдяки регуляторним заходам НБУ офіційний курс національної валюти знизився всього на 0.04%, а середньозважений курс гривні на міжбанківському ринку – на 0.28%. Проаналізуємо тенденції вітчизняного валютного ринку детальніше через призму офіційних статистичних даних.

## ДЕФІЦИТ ВАЛЮТИ ЯК ЧИННИК КУРСОВИХ КОЛИВАНЬ

Дослідження курсової динаміки валют із різним ступенем інтернаціоналізації дає підстави зробити висновок про те, що внутрішні валюти і валюти зовнішньої конвертації за поточними міжнародними розрахунками, до яких можемо віднести гривню, за певних обставин

схильні до стрімкого знецінення внаслідок кількох основних причин.

По-перше, пропозиція валюти на внутрішньому ринку є зовнішнім, екзогенним чинником, практично не пов'язаним із динамікою попиту на неї.

По-друге, країни з внутрішніми валютами або валютами зовнішньої конвертації за поточними міжнародними розрахунками зазвичай мають неглибокі та нерозвинуті фінансові ринки. Тому навіть незначні коливання зміни кон'юнктури ринку спричиняють значні зміни валютних котирувань. У результаті на таких ринках ажіотажні настрої утримуються довші, ніж на ринках міжнародних валют. У ситуації невизначеності ринок "внутрішньої валюти" є легкою здобиччю для спекулянтів: дестабілізувати його роботу значно простіше завдяки невеликим обсягам операцій і високій схильності його учасників (населення) до паніки.

По-третє, вітчизняна валюта значно поступається іноземній за рівнем ліквідності і ступенем міжнародного визнання, тому власники намагаються притримувати валюту, створюючи

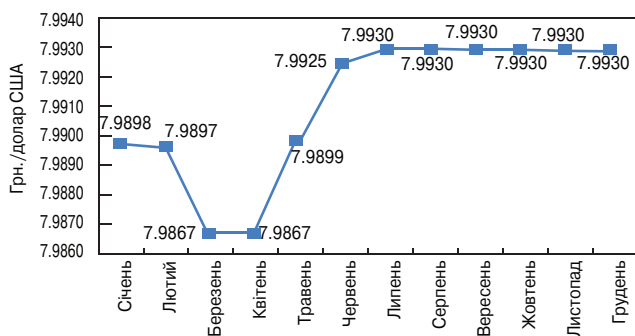
при цьому її дефіцит на внутрішньому ринку. Саме цей дефіцит є джерелом зростання попиту на іноземну валюту.

Аналізуючи тенденції валютного ринку України у 2012 році, можемо зробити висновок, що курс гривні зазнавав впливу всіх зазначених вище чинників. Незважаючи на те, що протягом року курсова динаміка гривні залишалася стабільною, все ж час від часу на валютному ринку відбувалися спекулятивні атаки на гривню, результатом яких була її девальвація. Зокрема, у вересні та листопаді гривня знецінилася майже на 3.7%. При цьому характерним для 2012 року було те, що девальвація гривні розпочиналася на ринку готівкових продажів і потім уже поширювалася на міжбанківський валютний ринок.

Оскільки власники валюти в період ажіотажного попиту не бажали її конвертувати, пропозиція валюти на ринку суттєво звужувалася і для стабілізації курсової динаміки гривні Національний банк України був змушений проводити інтервенції. Аналіз інформації, наведеної в таблиці 1, за-

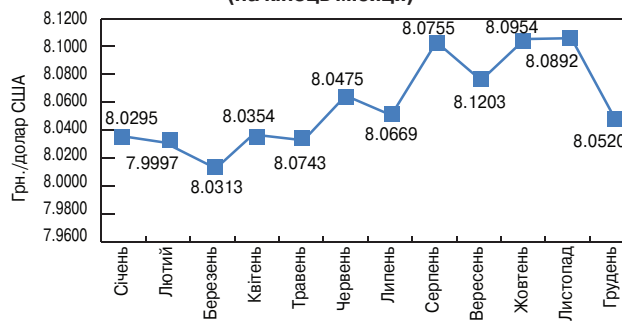
<sup>1</sup> У статті не передбачалося аналізувати чинники, які впливають на рівень збалансованості пропозиції іноземної валюти і попиту на неї на валютному ринку України, а саме: структурні дисбаланси економіки, рівень боргового навантаження, надходження інвестицій у країну тощо. Це тема окремого дослідження.

Графік 1. Динаміка офіційного курсу гривні щодо долара США у 2012 році (на кінець місяця)



Джерело: складено автором за інформацією Офіційного інтернет-представництва Національного банку України. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/control/uk/curmetal/detail/currency?period=daily>.

Графік 2. Динаміка середньозваженого курсу гривні щодо долара США на міжбанківському ринку у 2012 році (на кінець місяця)



Джерело: складено автором за інформацією Офіційного інтернет-представництва Національного банку України. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/control/uk/curmetal/detail/currency?period=daily>.

свідчує, що у 2012 році НБУ довелося збільшити витрати валюти для інтервенцій, тому сальдо валютних інтервенцій значно зросло – до мінус 7 499.8 млн. доларів США<sup>2</sup> порівняно з 2010–2011 рр.

Оскільки інтервенції здійснюються за рахунок валютних резервів, то протягом 2012 року їх обсяг суттєво знизився (див. таблицю 4), про що докладно буде сказано нижче. Аналізуючи цю тенденцію, експерти неодноразово наголошували на тому, що гривню необхідно девальвувати, аби, по-перше, скоротити обсяги інтервенцій, а по-друге, – зменшити негативне сальдо торговельного балансу України та збільшити надходження валюти на внутрішній ринок. При цьому без будь-якого обґрунтування та розрахунків пропонувалося девальвувати гривню до рівня 8.25–8.3 грн. за долар США [1].

На жаль, чимало експертів не беруть до уваги той факт, що розгортання фінансової кризи у 2011 році призвело до посилення боргових проблем багатьох країн світу та виникнення глобальної боргової кризи у 2012 році. Більшість країн переглядає свої бюджети на предмет скорочення витрат, що призводить до зниження світового сукупного попиту. Внаслідок цього потерпають перш за все країни, економіка яких орієнтована на експорт продукції з низьким рівнем переробки. До таких країн належить і Україна.

<sup>2</sup> Показник сальдо валютних інтервенцій Національного банку України розраховано як різниця між обсягами купівлі та продажу іноземної валюти регулятором на міжбанківському валютному ринку України за даними офіційного Інтернет-представництва Національного банку України. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=100181&cat\\_id=58039](http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=100181&cat_id=58039).

Аналіз інформації, наведеної в таблиці 2, свідчить, що темпи зростання товарної структури експорту 2012 року значно уповільнилися, особливо це стосується мінеральних продуктів, чорних і кольорових металів та виробів із них. Ще у 2010 році ці товари були ключовими в експорті України і приносили левову частку валютних надходжень на внутрішній ринок.

Падіння темпів зростання товарної структури вітчизняного експорту суттєво вплинуло на обсяги надходження іноземної валюти на внутрішній ринок. Так, за даними Державної митної служби, металургійні

підприємства України за 10 місяців 2012 року скоротили надходження від експорту чорних металів у грошовому вираженні на 14.7% порівняно з аналогічним періодом 2011 року – до 1 399.946 млн. доларів США [2]. Отже, девальвація гривні навряд чи сприяла б поліпшенню торговельного балансу України в умовах подальшого скорочення світового сукупного попиту.

У цьому контексті зазначимо, що впродовж 2012 року тривало зростання від'ємного сальдо торговельного балансу. Як бачимо з даних, наведених у таблиці 3, за дев'ять міся-

Таблиця 1. Динаміка сальдо валютних інтервенцій НБУ у 2006–2012 рр.

Показник	Млн. доларів США						
	2006 р.	2007 р.	2008 р.	2009 р.	2010 р.	2011 р.	2012 р.
Сальдо валютних інтервенцій НБУ	5 030	7 600	3 900	10 432	2 400	1 787.3	-7 499.8

Джерело: складено автором за інформацією Офіційного інтернет-представництва Національного банку України. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=100161&cat\\_id=58039](http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=100161&cat_id=58039).

Таблиця 2. Динаміка темпів зростання товарної структури експорту України у 2010–2012 рр.

Група товарів	Відсотки			
	9 місяців 2011 р.	9 місяців 2012 р.	2010 р.	2011 р.
Продовольчі товари та сировина для їх виробництва	133.0	139.2	104.4	128.9
Мінеральні продукти	155.9	77.0	179.9	154.0
Продукція хімічної та пов'язаних із нею галузей промисловості	156.2	103.0	132.8	149.8
Деревина та вироби з неї	128.0	99.3	120.1	123.5
Промислові вироби	130.5	93.6	114.6	123.8
Чорні й кольорові метали та вироби з них	131.7	88.5	135.2	127.6
Машини, устаткування, транспортні засоби та прилади	136.1	112.5	133.3	129.5
Різне*	138.4	102.4	111.8	125.1
<b>Усього:</b>	<b>137.9</b>	<b>102.1</b>	<b>129.2</b>	<b>133.0</b>

Джерело: складено автором за інформацією Офіційного інтернет-представництва Національного банку України. (Платіжний баланс). – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=122319>.

\* З урахуванням неформальної структури.

Таблиця 3. Платіжний баланс України у 2010–2012 рр.

Статті платіжного балансу	Млн. доларів США				
	9 місяців 2010 р.	9 місяців 2011 р.	9 місяців 2012 р.	2010 р.	2011 р.
Рахунок поточних операцій	-506	-5 659	-10 005	-3 018	-10 245
Експорт товарів і послуг	42 442	65 353	66 805	69 255	88 844
<b>Темп зростання, %</b>	-	<b>153.9</b>	<b>102.2</b>	-	<b>128.3</b>
Імпорт товарів і послуг	-50 664	-71 598	-76 849	-73 439	-99 001
<b>Темп зростання, %</b>	-	<b>140.6</b>	<b>107.3</b>	-	<b>134.8</b>
Рахунок операцій з капіталом та фінансових операцій	404	5 191	8 732	1 664	9 259
Фінансовий рахунок	234	5 184	8 705	1 477	9 161
Прямі інвестиції в Україну	4 282	5 414	6 029	6 495	7 207
<b>Темп зростання, %</b>	-	<b>126.4</b>	<b>111.4</b>	-	<b>110.9</b>
Портфельні інвестиції (пасиви)	3 046	2 063	2 743	4 317	1 557
<b>Темп зростання, %</b>	-	<b>67.7</b>	<b>133.0</b>	-	<b>36.1</b>
Інші інвестиції	2 015	-2 194	-1 832	-139	-1 866

Джерело: складено автором за інформацією Офіційного інтернет-представництва Національного банку України. (Платіжний баланс). – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat\\_id=44464](http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=44464).

Таблиця 4. Динаміка обсягів міжнародних валютних резервів НБУ у 2002–2012 рр.

Період	Міжнародні валютні резерви НБУ	
	Абсолютний показник (млн. доларів США)	Темп зростання (%)
2002 р.	4 417	143.0
2003 р.	6 937	157.1
2004 р.	9 525	137.3
2005 р.	19 391	203.6
2006 р.	22 358	115.3
2007 р.	32 479	145.3
2008 р.	31 543	97.1
2009 р.	26 505	84.0
2010 р.	34 576	130.5
2011 р.	31 795	91.6
2012 р.	24 546	77.2

Джерела: складено автором за інформацією Бюлетеня Національного банку України. – 2012. – № 10. – С. 104, а також за даними Офіційного інтернет-представництва Національного банку України.

ців 2012 року від’ємне сальдо рахунку поточних операцій збільшилося майже вдвічі – до 10 005 млн. доларів США (із 5 659 млн. доларів США за аналогічний період 2011 року).

Як свідчать дослідження, від’ємне сальдо торговельного балансу порушує рівновагу між попитом і пропозицією іноземної валюти на валютному ринку країни з “внутрішньою валютою”. Брак інвалютних коштів (за відсутності додаткових джерел пропозиції) і неможливість оплатити імпорт вітчизняною валютою призводять до різкого знецінення національних грошей. У таких випадках у власників іноземної валюти (включаючи експортерів) виникає потужний стимул всіляко уникати її продажу на ринку, що лише поглиблює дефіцит [3, с. 159].

Аналогічні процеси відбувалися в Україні впродовж кількох місяців 2012 року. При підвищенні попиту на

іноземну валюту на міжбанківському ринку її пропозиція зникала. З метою стабілізації ринку і валютного курсу гривні Верховна Рада України прийняла закон, який надає НБУ право запроваджувати на строк до шести місяців обов’язковий продаж частини валютної виручки та скорочувати терміни її повернення. Після прийняття цього закону НБУ запровадив 50-відсотковий обов’язковий продаж іноземної валюти експортерами на внутрішньому ринку та скоротив термін її повернення до 90 днів.

### ВАЛЮТНІ РЕЗЕРВИ: ЧИ НАСПРАВДІ КРИТИЧНА МЕЖА?

У 2012 році відбувалося суттєве зниження обсягів валютних резервів. Порівняно з 2011 роком міжнародні резерви НБУ скоротилися на 7 249 млн. доларів США, або на 22.8% (див. таблицю 4). На думку експертів,

обсяги міжнародних резервів у 2012 році досягли критичного рівня і це обмежує можливості Національного банку України щодо запобігання девальвації національної валюти. Зокрема, покриття грошової бази резервами наприкінці 2012 року становило 80%, тоді як для таких економік, як Україна, це покриття повинно становити 100% [4].

Водночас постає запитання: як визначити, який обсяг резервів необхідний країні і що означає “багато” чи “мало”? Адже серйозної міжнародної методики для визначення оптимальної величини резервів не існує. Кожна країна накопичує їх, виходячи з конкретної ситуації. Щоправда, є рекомендація МВФ, відповідно до якої мінімальні міжнародні резерви держави повинні становити суму її тримісячного імпорту. Проте логіки в цій пропорції дуже мало, оскільки центральний банк не сплачує за рахунками приватних фірм.

Проте це не означає, що для України немає потреби нарощувати обсяг міжнародних резервів. Вони формуються для підтримання стабільності курсу національної валюти, гарантування платоспроможності країни за зовнішніми зобов’язаннями, пом’якшення впливу циклічних коливань кон’юнктури світового ринку на розвиток вітчизняної економіки. Знижений їх обсяг погіршує платоспроможність країни та звужує можливості держави у монетарній сфері, а завищений – зумовлює неефективне використання національного багатства на певний період. У цьому переконалися монетарні органи влади Китаю, який нині має найбільший у світі обсяг міжнародних резервів – 3.3 трлн. доларів США. Тому голова Народного банку Китаю заявив, що офіційні резерви скорочуватимуться до “розумного рівня” [5].

В умовах нестабільності світових валютних ринків міжнародні резерви стають важливим інструментом валютного регулювання, оскільки саме через них реалізується внутрішній зв’язок стану національного валютного ринку та стану економіки і забезпечується суто економічне регулювання валютної сфери. Передусім ідеться про їх трансакційне та інтервенційне призначення.

Зазначимо, що потреба у міжнародних резервах для трансакційного використання зумовлена обсягами платежів за зовнішніми зобов’язаннями, які пов’язані з імпортом товарів

та послуг, експортом капіталу, обслуговуванням зовнішнього державного та корпоративного боргу тощо. Потреба ж у міжнародних резервах щодо їх інтервенційного призначення залежить від кількості грошової маси, яка функціонує у внутрішньому обороті країни. Тому чим вищим є показник відношення міжнародних резервів до ВВП, тим краще для країни, яка має велику зовнішню заборгованість і передбачувану динаміку обмінного курсу національної валюти.

За нашими підрахунками, у 2011 році відношення міжнародних резервів до ВВП становило 19.3%<sup>3</sup>, тоді як у загальносвітовій практиці це відношення вважається нормальним на рівні 8%. Тобто резерви НБУ практично у 2.4 раза перевищують середньо-світової нормальний рівень. Проте це не означає, що Україні не варто збільшувати міжнародні резерви. Адже за оцінками експертів МВФ, необхідним для країни є рівень міжнародних резервів, що становить 22–25% від ВВП [6, с. 42].

### ДОЛАРИЗАЦІЯ ТА МЕТОДИ БОРОТЬБИ З НЕЮ

**З**а 11 місяців 2012 року рівень фінансової доларизації зріс до 32% порівняно з 31% у 2011-му (див. таблицю 7). Доларизація в Україні була і залишається системною проблемою вітчизняної економіки. Нагадаємо, що поява цього явища була зумовлена високим рівнем інфляції, стрімкою девальвацією національної грошової одиниці та зниженням її купівельної спроможності на початку 1990-х років. Унаслідок цих негативних явищ національні гроші перестали виконувати деякі свої функції.

Відомо, що гроші, як і товари, конкурують між собою. Це ще 300 років тому помітив один із відомих англійських банкірів Томас Грешем. Закон, який отримав свою назву на честь цього фінансиста, говорить про те, що “погані” гроші витісняють з обігу “хороші”. В усі часи люди відкладали про запас повновагомі золоті та срібні монети, тому що, як свідчить історія, уряди багатьох країн свідомо здійснювали карбування (псування) монет, вага яких відрізнялася від їх внутрішньої вартості. І саме ці монети залишалися в обігу, тоді як “хороші” (повновагомі) гроші посту-

<sup>3</sup> У 2011 році номінальний ВВП України становив 1 316.6 млрд. грн., а міжнародні резерви – 31 795 млрд. доларів США.

Таблиця 5. Динаміка рівня монетизації економіки та рівня інфляції у 2006–2012 рр.

Показники	Рік	2006 р.	2007 р.	2008 р.	2009 р.	2010 р.	2011 р.	2012 р.
Рівень монетизації економіки, % до ВВП		42.3	46.5	46.0	47.9	49.6	48.7	47.1*
Рівень інфляції, %		11.6	16.6	22.3	12.3	9.1	4.6	-0.2

Джерела: складено автором за інформацією Офіційного інтернет-представництва Національного банку України та офіційного веб-сайта Державної служби статистики України.

\* Інформація за 11 місяців 2012 року.

пово виводилися з обігу, оскільки вони вже не могли витіснити “поганих” грошей [7, с. 69].

Але є чинник, якого Т.Грешем у ті часи не міг передбачити, і який змушує працювати його закон із точністю до навпаки. Справа в тому, що головною умовою тезаврації “хороших” грошей є їх дефіцит. Якщо повноцінні та неповноцінні гроші мають однаковий номінал і пропозиція перших не обмежена, то другі неминує втрачати купівельну спроможність і витісняються з обігу.

Відмінність “хороших” і “поганих” грошей за їх однакової купівельної спроможності полягає у ліквідності. Якщо гроші такий самий товар, як і інші, то за однакової мінової вартості (тобто купівельної спроможності) вони можуть мати різну споживну вартість [3, с. 99]. Отже, виникає запитання: що цінує у грошах споживач, крім можливості обміняти їх на інші товари та послуги? Відповідь очевидна – спроможність виконувати свої функції, тобто бути засобом нагромадження, обігу і мірою вартості. Невиконання однієї з цих функцій може стати фатальною для грошей. І тоді резиденти країни починають надавати перевагу чужим грошам, оскільки ті краще виконують свої функції. Зокрема, внаслідок високої гіперінфляції в Аргентині та Еквадорі песо і сукре перестали виконувати функцію засобу нагромадження, тому в цих країнах відбулася доларизація внутрішніх розрахунків.

Чому саме долару США надають велику перевагу в країнах з економіками, які трансформуються і розвиваються? Це пов'язано з тим, що високоліквідні валюти (а долар США є саме такою) стають головним засобом обігу в світових фінансах, тобто грошима на ринках, де купують і продають гроші інших країн. Скажімо, російський рубль або китайський юань простіше обміняти на гривню через долар США. Тому ця валюта нині є зручною: операції з доларом проходять швидко, надійно і з мінімальними витратами. Доларові ринки все ще

залишаються високорозвинутими і мають широкий спектр фінансових інструментів. Практично будь-яка валюта, котра має поточне ринкове котирування, може бути безпосередньо конвертована в долар США.

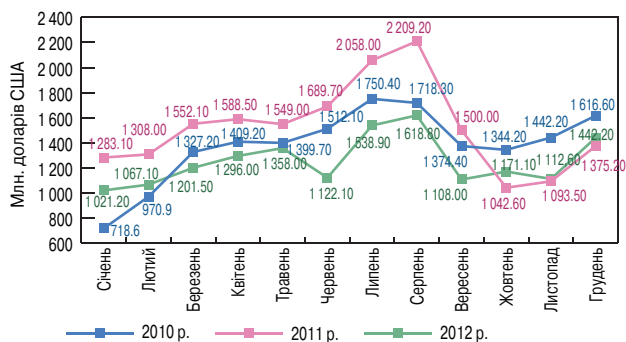
І все ж проникнення долара США у внутрішні розрахунки є небажаним явищем, особливо для України. Доларизація, як свідчить вітчизняна практика, негативно впливає на стан грошово-кредитної системи країни, оскільки знижує ефективність монетарних важелів регулювання грошового обігу. Адже нині в Україні фактично сформувалася бивалютна грошова система, управління якою є проблематичним для НБУ. Зокрема, вітчизняна грошова маса на сьогодні складається з двох частин: гривневої та доларової. Обсяг готівкових доларів оцінюється фахівцями НБУ в суму 50 млрд. доларів США<sup>4</sup>. Таким чином, доларова маса у перерахунку на вітчизняну валюту становить 50% гривневого агрегату М2<sup>5</sup>.

Високий попит на іноземну валюту всередині країни зумовлений кількома чинниками. Одним із них є низький рівень монетизації вітчизняної економіки. За 11 місяців 2012 року відношення М2 до ВВП становило 47.1%, що на 2.5% менше, ніж у 2010 році (див. таблицю 5). Дефіцит грошових коштів, у тому числі й готівкових, тісно пов'язаний із доларизацією. Як свідчить практика, це суттєво обмежує можливості для інвестицій і виводить значну частину національного господарства зі сфери впливу і регулювання національної грошово-кредитної і податкової політики. Тобто держава втрачає важелі управління макроекономічною ситуацією в країні. Тому необхідно насичувати економіку грошима, як це

<sup>4</sup> НБУ оцінює обсяг доларової наличності на руках у населення в \$50 млрд. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://interfax.com.ua/news/economic/128439.html>.

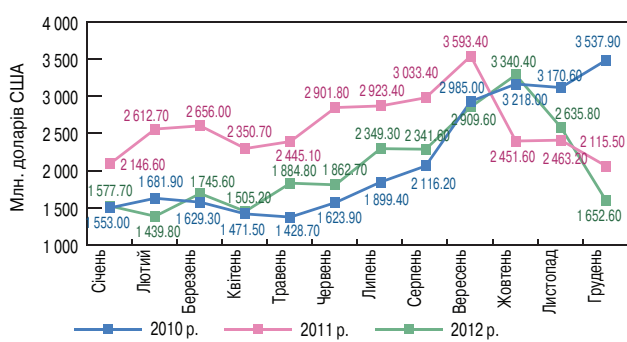
<sup>5</sup> За даними Національного банку України, грошовий агрегат М2 у листопаді 2012 року становив 726.3 млрд. грн., а 50 млрд. доларів США у перерахунку на гривні за офіційним курсом (на той час) становитимуть 399.7 млрд. грн.

Графік 3. Динаміка обсягів купівлі іноземної валюти на готівковому ринку в 2010–2012 рр.



Джерело: складено автором за інформацією Офіційного інтернет-представництва Національного банку України. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=100181&cat\\_id=58039](http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=100181&cat_id=58039).

Графік 4. Динаміка обсягів продажу іноземної валюти на готівковому ринку у 2010–2012 рр.



Джерело: складено автором за інформацією Офіційного інтернет-представництва Національного банку України. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=100181&cat\\_id=58039](http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=100181&cat_id=58039).

роблять нині інші країни, і не зосереджуватися лише на тому, що обмеження обсягу грошей в обігу забезпечує стримування інфляції.

Справді, проведення жорсткої монетарної політики, спрямованої на обмеження обсягу грошової маси в обігу, привело до значного зменшення рівня інфляції впродовж 2011–2012 рр. Мало того, за результатами 2012 року в Україні зафіксовано дефляцію на рівні 0.2%, яка навряд чи пішла на користь вітчизняній економіці. Адже зростання ВВП у 2012 році очікувалося на рівні 1% [8], було заплановано у держбюджеті 3.9%<sup>6</sup>, а за даними Держстату реальний ВВП за 2012 р. становив 100.2%. Як свідчить досвід Японії, дефляція не є стимулом для зростання ВВП і тому ця країна намагається уникати дефляційних процесів.

Збереження високого попиту на іноземну валюту на внутрішньому ринку також зумовлене феноменом “гістерезису”, або “ефектом храповика”, який характеризує інерційність поведінки населення і пояснюється стійким збереженням побоювань щодо девальвації національної валюти у майбутньому. Адже внаслідок девальвації гривні на 62.4% у 2008 році кредити, надані в іноземній валюті, у гривневому еквіваленті подорожчали майже вдвічі. Українські банки досі мають певні проблеми з поверненням наданих в іноземній валюті у 2007–2008 рр. кредитів. Також девальвація гривні призвела до знецінення (у доларовому еквіваленті) депозитів та втрати купівельної спроможності за-

ощаджень. В Україні, як і в інших доларизованих економіках, зокрема Росії, спостерігається прямий зв'язок між девальвацією національної валюти і зростанням цін на внутрішньому ринку. Тому цілком логічними є побоювання пересічних громадян щодо девальвації гривні, яка загрожує подорожанням кредитів, знеціненням депозитів та зниженням купівельної спроможності національних грошей.

Водночас необхідно зазначити, що у 2012 році обсяги операцій на ринку готівкових продажів валюти скоротилися порівняно з попередніми 2010–2011 рр. (див. графіки 3, 4). Як свідчить інформація, наведена у таблиці 6, за 2012 рік темпи зростання обсягів купівлі іноземної валюти в банках суттєво зменшилися і порівняно з 2011 роком становили 71.3%. Також знизилися й темпи зростання продажу іноземної валюти банкам – із 110.0% у

2011 році до 76.4% у 2012-му. На нашу думку, зниження темпів зростання обсягів операцій з іноземною валютою на готівковому ринку є наслідком запровадження ідентифікації осіб (пред'явлення паспорта) при здійсненні валютних операцій. Вважаємо, що частина цих операцій здійснюється поза легальним ринком.

Незважаючи на те, що темпи зростання обсягів купівлі іноземної валюти в банках на готівковому ринку знизилися, обсяги депозитів фізичних і юридичних осіб в іноземній валюті у 2012 році зростали. При цьому якщо порівняти темпи приросту депозитів у національній та іноземних валютах, то вони були значно вищими на користь останніх. Так, інформація, наведена в таблиці 7, засвідчує, що темпи приросту депозитів у національній валюті за 11 місяців 2012 року становили 6.3%, а в інозем-

Таблиця 6. Динаміка темпів зростання операцій з іноземною валютою на готівковому ринку України у 2010–2012 рр.

Місяць	Обсяги купівлі валюти банками			Обсяги продажу валюти банками		
	2010 р.	2011 р.	2012 р.	2010 р.	2011 р.	2012 р.
Січень	93.6	178.6	79.6	115.7	138.2	73.5
Лютий	128.6	134.7	81.6	77.2	155.3	55.1
Березень	145.9	116.9	77.4	110.3	163.0	65.7
Квітень	125.0	112.7	81.6	113.8	159.7	64.0
Травень	120.1	110.7	87.7	131.3	171.1	77.1
Червень	124.3	111.7	66.4	94.2	178.7	64.2
Липень	126.5	117.6	74.8	74.6	153.9	80.4
Серпень	124.3	128.6	73.3	97.0	143.3	77.2
Вересень	104.2	109.1	73.9	146.1	120.4	81.0
Жовтень	107.5	77.6	112.3	151.5	76.2	136.3
Листопад	125.6	75.8	101.7	149.2	77.7	197.0
Грудень	145.0	85.1	104.9	173.8	59.8	78.1
<b>Усього</b>	<b>122.6</b>	<b>110.0</b>	<b>76.4</b>	<b>120.1</b>	<b>120.4</b>	<b>71.3</b>

Джерело: складено автором за інформацією Офіційного інтернет-представництва Національного банку України. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=100181&cat\\_id=58039](http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=100181&cat_id=58039).

<sup>6</sup> За оперативними даними Державної служби статистики, ВВП України у четвертому кварталі 2012 року скоротився порівняно з четвертим кварталом 2011 року на 2.7%.

Таблиця 7. Динаміка обсягів депозитів та рівня доларизації в Україні за 2007–2012 рр.

Показники	Рік	2007 р.	2008 р.	2009 р.	2010 р.	2011 р.	2012 р.*
Депозити, залучені депозитними корпораціями, млн. грн.		283 875	359 740	334 953	413 851	491 756	534 280
<b>Темп приросту, %</b>		<b>52.7</b>	<b>26.7</b>	<b>-6.9</b>	<b>23.6</b>	<b>18.8</b>	<b>9.2</b>
У тому числі:							
У національній валюті, млн. грн.		192 297	201 835	173 091	239 918	280 440	298 728
<b>Темп приросту, %</b>		<b>67.0</b>	<b>5.0</b>	<b>-14.2</b>	<b>38.6</b>	<b>16.9</b>	<b>6.3</b>
В іноземних валютах, млн. грн.		91 577	157 905	161 862	173 933	211 316	235 552
<b>Темп приросту, %</b>		<b>29.3</b>	<b>72.4</b>	<b>2.5</b>	<b>7.5</b>	<b>21.5</b>	<b>13.2</b>
Рівень доларизації (депозити в іноземних валютах/M2), %		23.4	30.8	33.4	28.8	31.0	32.4
<b>Темп приросту, %</b>		<b>-14.3</b>	<b>31.6</b>	<b>8.4</b>	<b>-13.7</b>	<b>7.6</b>	<b>н/д</b>

Джерело: розраховано автором за даними Офіційного інтернет-представництва Національного банку України. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=127414>.

\*Інформація за 11 місяців 2012 року.

них – 13.2%, тобто вдвічі вищі.

Заходи, за допомогою яких державні органи влади намагалися спинити зростання обсягів доларизації, викликали шквал критики. Йдеться про законопроект, яким передбачалося стягнення 15-відсоткового збору до Пенсійного фонду з продажу іноземної валюти. Експерти наголошують, що запровадження цього збору призведе до зростання тіньового валютного ринку. Для спекулянтів, можливо, й потрібно ввести такий збір на отриманий ними дохід, який фактично є різницею між курсами купівлі та продажу іноземної валюти. Проте практика свідчить, що будь-яке обмеження має тимчасовий позитивний ефект. Із часом відбувається пристосування до обмежень і ефект зводиться до мінімуму.

Адже всі негативні явища, які спостерігаються в монетарній системі країни, є проявом негативних тенденцій у вітчизняній економіці. Саме там треба шукати причини і застосувати ефективні заходи для їх усунення. Також необхідно підвищувати довіру до банківської системи в цілому та до національної валюти зокрема. При цьому бажано розширювати сферу обігу гривні, тобто підвищувати її ліквідність. Адже на сучасному етапі ліквідність стала одним із важливих чинників, який визначає попит на валюту (а отже, її конкурентоспроможність) і формує її курс.

Перші кроки у цьому напрямку вже зроблено. Так, з метою розширення сфери використання гривні як засобу платежу в розрахунках між ре-

зидентами та нерезидентами за експорт та імпорт товарів до статті 7 Декрету Кабінету Міністрів “Про систему валютного регулювання і валютного контролю” внесено відповідні зміни [9].

Позитивним моментом також є ухвалення Верховною Радою законопроект, згідно з яким встановлюється заборона на зазначення ціни товарів, робіт та послуг у будь-яких інших грошових одиницях, крім гривні [10].

Необхідно також скорочувати сферу обігу долара на внутрішньому ринку. Не сприяє цьому запровадження продажу облігацій внутрішньої державної позики в іноземній валюті. Зрозуміло, що уряд прагне таким чином залучити для своїх потреб іноземну валюту, яку мають фірми та домогосподарства, проте існування такого фінансового активу та його використання розширює обіг іноземної валюти всередині країни.

### УКРАЇНА ПОТРЕБУЄ ДОВГОСТРОКОВОЇ ВАЛЮТНОЇ СТРАТЕГІЇ

**В** Основних засадах грошово-кредитної політики на 2013 рік зазначається, що НБУ не бере на себе зобов'язання “...щодо утримання на певному рівні або в певних межах обмінного курсу гривні до іноземних валют. Офіційний курс гривні до долара США встановлюватиметься на підставі її котирувань на міжбанківському ринку, сприяючи формуванню в суспільстві об'єктивної оцінки валютних ризиків” [11, с. 5–6]. Отже,

у 2013 році здійснюватиметься реалізація режиму гнучкого обмінного курсу гривні. Водночас, урахувавши, що динаміка обмінного курсу гривні має значний вплив на показники інфляції та якість балансів банків (в умовах значного рівня доларизації їх активів і зобов'язань), регулятором вживатимуться заходи щодо уникнення його суттєвих коливань [11, с. 6]. Таким чином, НБУ завчасно інформує підприємства і населення про те, що у 2013 році обмінний курс гривні буде гнучким. У “Основних засадах” також зазначено, що “в умовах тривалої нестабільності на світових фінансових ринках, яка містить суттєві загрози для макроекономічної та фінансової стабільності в Україні, посилюватиметься стабілізуюча роль міжнародних резервів. Урахувавши це, грошово-кредитна політика в середньостроковій перспективі передбачатиме необхідність їх утримання на рівні, що забезпечує необхідний захист національної економіки від негативних зовнішніх шоків” [11, с. 7].

У запровадження режиму гнучкого курсу гривні є багато прихильників. Згадаємо, скільки в попередні роки було опубліковано статей, в яких автори обстоювали необхідність вільних коливань курсу гривні та робили прогнози щодо темпів її девальвації відносно іноземних валют. Такі публікації, як свідчить практика, негативно впливають на психологію пересічних громадян, оскільки стимулюють їх до купівлі іноземної валюти на ринку. Забезпечити ефективний вплив на поведінку громадян допоможе передбачувана і прозора валютна політика. Оскільки валютна політика – це загальнонаціональний інструмент, то і відповідь на запитання “Який курс гривні нам потрібний?” або “Який курс гривні є обґрунтованим?” повинна задовольняти довгострокові національні інтереси. Щоб зробити гривню саме такою, необхідно добре розуміти, які закони є визначальними у валютних відносинах у XXI столітті та як вони діють у трансформаційній економіці.

Суперечки щодо того, яким має бути курс гривні – 8.3 грн. чи 8.5 грн. за долар США, не дають відповіді на запитання: 8.5 грн./долар США – це багато чи мало? У світовій практиці для визначення оптимального курсу національної валюти використовують два методи. Перший базується на концепції паритету купівельної спроможності (ПКС). Він оцінює зміни конкурентних позицій країни щодо базового

періоду. Такі оцінки здійснюються у два етапи. Спочатку порівнюються індекси інфляції (динаміка внутрішніх і зовнішніх цін), які співвідносяться зі змінною номінального курсу. Так розраховується реальний курс. Далі необхідно проаналізувати, як змінився реальний курс порівняно з періодом, коли він повністю відповідав макроекономічній ситуації та позиціям країни у світовій економіці. Але такого періоду може і не бути. Тому використовуючи цей метод, не завжди вдається отримати достовірні результати.

Найпрогресивнішим вважається метод “структурного балансу”. Він дає змогу виявити рівень обмінного курсу, який відповідає фундаментальним макроекономічним показникам у середньостроковій перспективі, тобто без урахування короткострокових циклічних коливань виробництва, цін і процентних ставок. Під внутрішнім балансом розуміється ситуація, коли обсяг виробництва відповідає можливостям економіки, а рівень інфляції низький і стабільний. Зовнішнім балансом вважається таке сальдо поточних операцій, яке утворюється некон’юнктурними потоками національних заощаджень та інвестицій в умовах внутрішнього балансу, при цьому виникаючий нетто-потік переміщуваних через кордон активів є стабільним [12, с. 24–25].

І тут постає запитання: що ми знаємо про рівноважний курс гривні? Практичного нічого. У 2004 році на 1 жовтня курс гривні становив 21% ПКС. Це забезпечувало фінансовий вигравш експортерам і призводило до програшу імпортерів. Умови торгівлі 2004 року дали змогу наростити чистий експорт до 11.5% від ВВП [13, с. 16]. А яка ситуація нині?

Якщо звернутися до світового досвіду, то Китай та Індія утримують курси своїх національних валют на рівні 40–45% ПКС, у країнах Азії і Латинської Америки курс зазвичай становить 35–60% ПКС, у Центральній і Східній Європі – 45–60% [14, с. 51]. Який із цих варіантів більше підходить Україні, відповідає її довгостроковим цілям та її внутрішньому і зовнішньому балансу? Якщо такі розрахунки проводяться, то чому їх результати не публікуються і не доводяться до громадськості? Адже такий аналіз дуже потрібний. Він дасть змогу зважити і співвіднести інтереси різних груп підприємців і населення, розробити загальний вектор середньо- і довгострокових макроекономічних вимог до валютного курсу.

Потенційна вразливість валютних котирувань безпосередньо пов’язана з режимом обмінного курсу та рівнем міжнародних резервів. Те, що НБУ схиляється до необхідності запровадження режиму гнучкого курсу гривні, правильно.

Водночас від монетарних органів влади хотілося б отримати професійне пояснення, чому такий режим вважається оптимальним і що може нас очікувати в найближчі роки? Оголосивши свої орієнтири й аргументи, Національний банк дав би змогу економічним агентам побудувати середньострокову лінію поведінки, адекватну національним інтересам, і, крім того, ввів би механізми зворотного зв’язку. Це є необхідною умовою ефективної грошово-кредитної політики. Адже недарма суспільна підтримка, зворотний зв’язок і прозорість стали у 1990-ті роки важливими принципами діяльності центральних банків економічно розвинутих країн.

Україні для подолання кризових явищ необхідна стабільна курсова динаміка. Досягнути її необхідно ринковими методами, оскільки інші, як свідчить двадцятирічний вітчизняний досвід, є малоефективними. Виконати це завдання неможливо лише за рахунок оголошення курсових орієнтирів на один рік<sup>7</sup>. Щоб валютні ринки не реагували на найменші перепади кон’юнктури, банки, підприємства і населення повинні бачити і розуміти довгострокову політику монетарних органів влади. Без обґрунтованої валютної стратегії в Україні немає шансів отримати стабільну і сильну національну валюту.

#### Література

1. Курс гривни – експерти прогнозували в листопаді. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://banker.ua/bank\\_news/finance/2012/11/29/1180458168/](http://banker.ua/bank_news/finance/2012/11/29/1180458168/).
2. Зовнішня торгівля України за товарними групами з усіма країнами. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.customs.gov.ua/dmsu/control/cstat/f2/showstat>.
3. Буторина О.В. *Международные валюты: интеграция и конкуренция*. – М.: Издательский дом “Деловая литература”, 2003. – 368 с.
4. Валютные резервы НБУ достигли критического уровня – эксперт. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://minfin.com.ua/2012/11/26/685794/?u>.

<sup>7</sup> Щорічно державний бюджет на наступний рік складається на основі макроекономічних показників, одним з яких є обмінний курс гривні. Розрахунки цих показників здійснює Міністерство економічного розвитку і торгівлі, але погоджує їх із Національним банком України.

5. Валютные резервы Китая будут сокращены до разумного минимума. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.xinhuanet.com/english/home.htm>.

6. Перестороги та обмеження для України на шляху відновлення. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.razumkov.org.ua/upload/yurchyshyn\\_post-crisis\\_V-2012.pdf](http://www.razumkov.org.ua/upload/yurchyshyn_post-crisis_V-2012.pdf).

7. Джевонс У.См. *Деньги и механизмы обмена / Уильям Стенли Джевонс; пер. с англ. – Челябинск: Социум, 2006. – 192 с. (Серия: “Библиотека ГВЛ: Экономика”)*.

8. Експерти погіршили прогноз зростання ВВП України більш ніж у два рази / *Дзеркало тижня. Україна. – 2012. – 26 листопада.* – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://news.dt.ua/ECONOMICS/eksperti\\_pogirshili\\_prognoz\\_zrostannya\\_vvp\\_ukrayini\\_bilsh\\_nizh\\_u\\_dva\\_razi-112746.html](http://news.dt.ua/ECONOMICS/eksperti_pogirshili_prognoz_zrostannya_vvp_ukrayini_bilsh_nizh_u_dva_razi-112746.html).

9. Закон України “Про внесення змін до статті 7 Декрету Кабінету Міністрів України “Про систему валютного регулювання і валютного контролю” щодо розширення сфери використання валюти України. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/4205-17>.

10. Проект Закону “Про внесення змін до статті 8 Закону України “Про рекламу” щодо встановлення заборони зазначення ціни товарів, робіт та послуг не в грошовій одиниці України”. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb\\_n/webproc4\\_1?pf3511=44204](http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb_n/webproc4_1?pf3511=44204).

11. Основні засади грошово-кредитної політики на 2013 рік. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=127394>.

12. Hansen J. *Estimation of Real Equilibrium Exchange Rates / J. Hansen, W. Roeger // European Commission. Economic Papers. – September 2000. – No 144. P. 24–25.*

13. Крючкова І. *Фундаментальні чинники зміцнення реального ефективного обмінного курсу гривні // Вісник Національного банку України. – 2005. – № 1. – С. 16–21.*

14. Буторина О. *Валютные войны: мифы и реальность // Россия в глобальной политике. – 2011. – № 1. – С. 45–59.*