

Економічне зростання — ключовий чинник стабілізації курсу національної валюти

Economic growth is a key factor in the stabilization of the national currency

Курс національної валюти є певним індикатором як для більшості підприємців, імпортерів, експортерів, так і для пересічних громадян. Щоб проаналізувати сучасний стан курсоутворення і знайти шляхи вирішення проблем, Голова Національного банку України Валерія Гонтарева разом з експертами і банкірами взяла участь у засіданні за круглим столом на тему “Курсова стабільність – реальність чи ілюзії?” в інформаційному агентстві “Українські новини”.

The national currency exchange rate is a certain indicator as for the majority of entrepreneurs, importers, and exporters so for average citizens. To discuss the present state of the exchange rate setting and to find solutions to problems NBU Governor Valeriia Gontareva together with experts and bankers took part in the round table meeting “Exchange Rate Stability: Reality or Illusion?” held in the “Ukrainian News” Information Agency.

Аналізуючи основні проблеми стабілізації ситуації на валютному ринку та в банківській системі, Голова Національного банку України **Валерія Гонтарева** наголосила, що реформи — це непопулярний болючий процес, який викликає певний спротив у суспільстві загалом та в банківському середовищі зокрема. “Я розуміла, що може бути протидія проведенню в країні реформ, але пресинг, котрий розпочався з усіх боків, свідчить про те, що були порушені інтереси учасників ринку, які здійснювали операції з відмивання коштів, а також олігархічних кланів, котрі більше не можуть отримувати від Національного банку фінансові ресурси, не маючи для цього належного рівня капіталізації та ліквідної застави. Незважаючи на спротив, регулятор і надалі працюватиме над оздоровленням системи. Необхідно визначити основні пріоритетні напрями й діяти, щоб у банківській системі більше не було неплатоспроможних банків та установ, які так і не розкрили бенефіціарних власників”, — наголосила Валерія Гонтарева, задаючи тон дискусії.

Колишній заступник Голови Національного банку України, експерт з питань валютного ринку **Сергій Яременко** виклав свій погляд, зауваживши, що курсова політика є наслідком об’єктивних умов на валютному ринку, які нині абсолютно інші порівняно з попереднім періодом. Зважаючи на стан ринку, цілком можливим є застосування жорсткіших регуляторних заходів. При цьому експерт зазначив, що весь комплекс заходів має сприяти стабілізації валютного курсу та економічному зростанню. Згідно з підписаними з Міжнародним валютним фондом угодами нам необхідно поступово запроваджувати інфляційне таргетування, а також гнучкий курс, який ґрунтуватиметься на співвідношенні попиту-пропозиції. Але за високого рівня волатильності регулятор має взяти ситуацію під контроль, оскільки ринкові підходи добре працюють за стабільної ситуації, а в умовах панічних очікувань можуть створювати додаткові чинники розхитування курсу. За словами експерта, не варто розраховувати на девальвацію національної валюти як на за-

поруку вирішення структурних економічних проблем, котрі накопичувалися в економіці роками. Адже девальвація гривні в значному масштабі не може стабілізувати фінансову систему та якісно змінити структуру економіки.

Інфляційне таргетування також не буде панацеєю від усіх проблем. Про це свідчить досвід інших країн, у яких розвивають економіку за певними штампами: це “грошовий голод” для населення шляхом підвищення процентних ставок у поєднанні з недостатнім рівнем ліквідності банківської системи. Такі заходи призводять до стагнації, недоступності кредитів, зниження економічної активності, зменшення загальних надходжень до економіки валюти, виникнення в експортерів проблем із реалізацією продукції на зовнішніх ринках, пошуком нового масштабу цін на внутрішньому ринку. Інфляційне таргетування можливо запровадити лише за умови, що на валютному ринку встановлено певний рівноважний і прогнозований курс національної валюти. Сергій Яременко також наголосив, що, на його переконання, запровадження нині гнучкого курсу гривні щодо інших валют неможливе внаслідок недосконалої системи функціонування міжбанківського валютного ринку. Він неприйнятний для України, зважаючи також на макроекономічні реалії. Натомість для того, щоб заспокоїти населення та дати сигнал стабілізації для економічних суб’єктів, необхідно на час фінансово-економічної кризи запровадити регульований або фіксований курс.

Голова Національного банку України **Валерія Гонтарева**, відповідаючи на запитання щодо валютно-курсової політики регулятора, акцентувала увагу на необхідності відмови від підходу, за якого Національний банк формує курс, адже НБУ є відповідальним за цінову стабільність. Оскільки регулятор не експортує і не імпортує продукцію, від нього також не залежить формування платіжного балансу країни. Якщо ж економіка країни з якихось причин перестане нормально функціонувати, Національний банк не зможе її стабілізувати лише засобами монетарної політики. Адже відомо, що впродовж кількох попередніх років для підтриман-

ня стабільного курсу національної валюти було використано 22 млрд. доларів США золотовалютних резервів, із яких 4 млрд. доларів США — лише впродовж січня — лютого 2014 року. Внаслідок цього валютний ринок був розбалансований. За таких умов очевидна перевага має належати ринковому, а не фіксованому курсу національної валюти. При цьому вже у липні 2014 року співвідношення платіжного балансу і рахунку поточних операцій було збалансовано за курсу національної валюти 11.70 грн. / долар США. Якби ситуація в економіці залишалася збалансованою, такий курс був би індикатором для забезпечення паритету між обсягами імпорту й експорту держави.

Також цілком очевидно, що фіксований курс на рівні 8 грн. / долар США насправді не дав бажаного імпульсу для розвитку вітчизняної економіки, адже у 2009 році економічне зростання було від'ємним, на рівні –15%, а на початку 2014-го реальний ВВП України не досягнув показника 2008 року. Це свідчить про те, що країна перебувала в рецесії шість років поспіль. У 2014 році Національний банк прогнозує показник ВВП на рівні –8.3%, більшість світових фінансово-кредитних організацій схиляється до думки, що він становитиме від –9% до –10%. Саме тому в умовах спаду національної економіки стабільний курс гривні не дає бажаного імпульсу для її зростання. Гнучкий курс та інфляційне таргетування — саме ті інструменти, які обов'язково будуть використовуватися регулятором. Вони мають привести до зниження рівня процентних ставок та контрольованого і прогнозованого рівня інфляції. Якщо ж зобов'язати Національний банк України відповідати за курси національної валюти щодо інших валют, це призведе до уповільнення зростання ВВП та зменшення обсягу інвестицій в економіку України. При цьому використання гнучкого обмінного курсу не означає, що регулятор допустить швидке панічне “вільне падіння” курсу національної валюти. Для покриття дисбалансів Національний банк плідно співпрацює з міжнародними кредитно-фінансовими організаціями, щоб забезпечити стабільність системи за таких негативних обставин, наголосила Валерія Гонтарева. Проведено стрес-тестування найбільших банків, що засвідчило стійкість більшості з них,

із ринку виводяться лише неплатоспроможні фінансові установи, а також ті, які здійснювали нелегальну діяльність. Для системних банків, котрі потребуватимуть додаткової капіталізації, спільно з їхніми акціонерами за необхідності буде реалізовано програму рекапіталізації.

Професор школи фінансів Массачусетського технологічного інституту *Андрій Кириленко* висловив підтримку рішучим діям керівництва Національного банку, яке взяло на себе значні зобов'язання щодо реформування системи. При цьому експерт зазначив: втрата довіри населення до банківської системи відбувається внаслідок того, що після стабілізації платіжного і торговельного балансів у липні 2014 року відбулося поглиблення кризи на сході країни. Цю ситуацію образно можна назвати “валютною пасткою”, адже негативні очікування розвитку ситуації у майбутньому впливають на розвиток базових фундаментальних процесів нині. Якщо економіка перебуває у “валютній пастці”, її прояви за різних обставин бувають на валютному, фондовому, фінансовому ринках. На думку Андрія Кирилен-

ка, в Україні проявом цього явища внаслідок стискання фінансового ринку під час кризи є підвищена волатильність валютних курсів. У такій ситуації регулятор має давати певні орієнтири, позитивні сигнали, щоб учасники ринку мали тверду впевненість у майбутньому.

На основі світового досвіду експерт радить гасити коливання не маленькими за масштабами адміністративними регуляторними заходами, а шляхом генерації потужного імпульсу, позитивного сигналу для учасників ринку. Зокрема це можуть бути адміністративні заходи, які зменшать вплив очікувань на фундаментальні процеси, але при цьому курс має визначитися за допомогою ринкових інструментів, інакше виникне дефіцит валюти. Для зміни негативних очікувань, фундаментального якісного перелому ситуації необхідно зробити значний структурний стрибок. На думку Андрія Кириленка, Україні для цього треба реформувати НАК “Нафтогаз”. Ухвалюючи рішення про його реорганізацію, маємо розуміти, що шляху назад уже не буде, адже процес реформ стане незворотним.

Якщо ж на ринку вже сформувалася “валютна пастка”, це фактично екстраординарна ситуація, за якої суто ринкові механізми курсоутворення можуть давати збої, адже рівень валютного курсу складатиметься не лише з фундаментальних ринкових компонент, а й із негативних очікувань. Саме такі очікування через валютний курс можуть завдати відчутних збитків реальному сектору економіки та фінансовому сектору. При цьому у світовій практиці є чимало прикладів, коли такі негативні очікування вдавалося погасити завдяки зростанню кредиту довіри населення та учасників ринку до центрального банку країни. Публічність і прозорість у діях для Національного банку України може стати запорукою зростання кредиту довіри до нього та всієї банківської спільноти, наголосив експерт.

Радник президента Київської школи економіки *Ігор Шумило* під час дискусії звернув увагу на розмежування понять стабільності курсу, під яким мається на увазі фіксований курс, і курсовою стабільністю. Стабільність цін — це такий зважений стан попиту і пропозиції, за якого ціни на товари не змінюються. Термін “цінова стабільність” означає, що ри-



нок урівноважений, а ціни змінюються з незначною амплітудою. Отже, регулятор має докласти зусиль для встановлення режиму цінової стабільності, стабілізації валютного ринку, а також курсової стабільності національної валюти. Завдяки цьому зменшаться очікування значної волатильності, зберігатиметься гнучкість курсу в обох напрямках. На думку експерта, одним із чинників, який призводить до викривлення ситуації на валютному ринку, — є множинність курсів, зокрема офіційного, міжбанківського і готівкового. Світовий досвід переконує в тому, що стабілізувати ринок за множинності курсів дуже складно, адже це явище призводить до множинності відсоткових ставок за позиченими коштами.

Аргументуючи позицію Національного банку, **Валерія Гонтарєва** зазначила, що завдяки реформуванню система пруденційного нагляду останнім часом стала значно ефективнішою. Щодо рефінансування, то його отримали два системних банки для стабілізації внаслідок впливу депозитних вкладів на загальну суму близько 2 млрд. грн. У кожному з цих банків є куратор, який, окрім іншого, також контролює цільове використання отриманих коштів. На початку жовтня 2014 року загальний обсяг впливу коштів із банківської системи становив 110 млрд. грн.. У червні — липні ситуація майже стабілізувалася, але наприкінці серпня вплив депозитних коштів знову збільшився. При цьому впродовж третього кварталу 2014 року загальна сума коштів, яка надійшла через монетарний канал на рефінансування банків, була від'ємною, становивши —1.3 млрд. грн. Це свідчить про те, що у третьому кварталі додаткові кошти банкам не надавалися, натомість на цю суму було абсорбовано позичені банкам раніше кошти у рамках рефінансування.

Стабілізація ситуації на валютному ринку здебільшого залежить від макроекономічних чинників, відновлення промислового виробництва, належного функціонування фінансового ринку, ефективної роботи фіскальної служби з наповнення бюджету. Тимчасові обмеження, які впроваджує Національний банк України, мають на меті стабілізувати ситуацію та допомогти усунути дисбаланси. Національна грошова одиниця буде стабільною лише за умови стабілізації ситуації в економіці. Нині еконо-

міка України — це економіка військового часу. Внаслідок військових дій, які ведуть бойовики, систематично руйнується промисловий потенціал східних регіонів України, частка якого в загальнодержавному ВВП становила 10% та 15% промислового виробництва.

Щодо множинності курсів, то це явище виникло внаслідок проведення деякими учасниками ринку спекулятивних валютних операцій, що ситуацію регулятор аналізує і вживає необхідних заходів. За погодженням із МВФ часовий горизонт запровадження інфляційного таргетування було продовжено від 12 до 18 місяців, оскільки для початку його функціонування необхідними передумовами є фінансова та бюджетна стабілізація.

Експерт громадянської ініціативи “Реанімаційний пакет реформ” **Ілля Несходовський** запропонував змінити сприйняття учасниками ринку та населенням уявлення про його механізми. Адже впродовж багатьох років утримування фіксованого курсу населення вважало, що він встановлюється в результаті проведення певних заходів регулятором. При цьому більшість громадян не розуміє глибинних макроекономічних причин курсоутворення. Без роз’яснення впливу економічних чинників, таких як зменшення валютних надходжень, відкладений попит, дисбаланс попиту і пропозиції, від яких безпосередньо залежить котирування гривні щодо інших валют, важко відновити довіру населення до національної валюти. Тривале стримування курсу гривні було пружиною, котра поступово стискала, акумулюючи негативні чинники та відтермінуючи їхню реалізацію в часі.

При переході до ринкового курсоутворення регулятору необхідно проводити роз’яснювальну роботу серед населення та бізнес-кіл, зокрема окреслювати чіткі орієнтири та кінцеву мету регуляторних заходів. Основними причинами високого рівня волатильності валютного ринку є недовіра та панічні настрої. Експерт підтримує позицію щодо необхідності встановлення ринкового курсу, але перехід до ринкового курсоутворення має бути поступовим і плавним. Різка зміна механізму курсоутворення та значна девальвація національної валюти вже призвели до зниження рівня довіри громадян. Щодо макроекономічних чинників експерт загострив увагу на падінні обсягів

промислового виробництва, водночас значний урожай зернових і перспективи зростання експорту продукції агросектору допоможуть мінімізувати вплив негативних чинників на платіжний баланс держави. За висновками експерта, деякі базові показники свідчать про формування сприятливих передумов для стабілізації курсу гривні.

З позиції банкіра-практика ситуацію на валютному ринку проаналізував голова правління Укргазбанку **Сергій Мамедов**. За його словами, банківська система працює за умов впливу потужних макроекономічних чинників. Національний банк вживає необхідних заходів для мінімізації негативних наслідків, але для вирішення проблем потрібно поєднати зусилля регулятора, банків і населення з метою поглиблення рівня довіри між усіма учасниками ринку, реформування системи, закриття каналів обігу коштів у тіншовому сегменті фінансового ринку, обсяги якого, за різними оцінками, становлять 30–50%. З метою вирішення глибинних проблем необхідно використати досвід і практику інших країн, зокрема зменшити обсяги готівкових операцій, мінімізувати обіг тіншових коштів шляхом припинення операцій псевдоекспорту, а також встановлення однакових правил для всіх учасників ринку. Сергій Мамедов також наголосив, що курс гривні щодо іноземних валют формується на основі співвідношення попиту і пропозиції. Саме тому необхідний ефективний ринковий інструментарій для вирівнювання цього співвідношення.

Загалом учасники дискусії за круглим столом погодилися з тим, що проведення аукціонів із продажу валюти Національним банком дає змогу банкам задовольняти потреби клієнтів у валюті за контрактами, які проходять процедуру спеціальної перевірки. Таким чином відбувається відсіювання фіктивних контрактів, завдяки цьому попит на валюту зменшується. Зважаючи ж на те, що адміністративні заходи є тимчасовими, у цей період банківська система зможе пройти етап “оздоровчої терапії”, очиститися від неплатоспроможних установ і зміцнити свої позиції.

Роман Підвисоцький,
Roman Pidvysotskyi,

“Вісник Національного банку України”.
“Herald of the National Bank of Ukraine”.