

УДК 336.74

Береславська О.І.

ВАЛЮТНО-КУРСОВА ПОЛІТИКА В УМОВАХ ІНФЛЯЦІЙНОГО ТАРГЕТУВАННЯ В УКРАЇНІ

У статті розглядаються умови переходу від режиму фіксованого валютного курсу до гнучкого під час реалізації інфляційного таргетування в Україні. Здійснюється оцінка тенденцій, що спостерігалися на валютному ринку під час такого переходу.

Ключові слова: курсова політика, інфляційне таргетування, валютний курс, процентна ставка, міжнародні резерви, валютні інтервенції, валютний ринок.

Береславская Е.И.

ВАЛЮТНО-КУРСОВАЯ ПОЛИТИКА В УСЛОВИЯХ ИНФЛЯЦИОННОГО ТАРГЕТИРОВАНИЯ В УКРАИНЕ

В статье рассматриваются условия перехода от режима фиксированного валютного курса к гибкому при реализации инфляционного таргетирования в Украине. Осуществляется оценка тенденций, наблюдавшихся на валютном рынке во время такого перехода.

Ключевые слова: курсовая политика, инфляционное таргетирование, валютный курс, процентная ставка, международные резервы, валютные интервенции, валютный рынок.

Bereslavska O.I.

CURRENCY POLICY IN CONDITIONS OF INFLATION TARGETING IN UKRAINE

The article examines the conditions for the transition from a fixed exchange rate regime to a flexible one in the implementation of inflation targeting in Ukraine. An assessment is made of trends observed in the foreign exchange market during such a transition.

Keywords: exchange rate policy, inflationary targeting, exchange rate, interest rate, international reserves, currency interventions, currency market.

Постановка проблеми. Після фінансової кризи 2007-2009 років центральні банки багатьох країн почали шукати нові способи впливу на фінансові та грошові ринки для стабілізації темпів інфляції (дефляції), обмінного курсу та економічної активності в цілому. До глобальної кризи традиційні теоретичні уявлення виходили з того, що оптимальним інструментом грошово-кредитної політики в розвинених країнах виступає регулювання короткострокових процентних ставок грошового ринку. Проте цей висновок не розповсюджувався на країни з перехідними економіками, в яких фінансові ринки розвинуті недостатньо. Тому такі країни у якості основного інструменту грошово-кредитної політики обирали валютний курс та жорсткий режим його прив'язки до американського долара.

Разом з тим в умовах, коли ключові процентні ставки в розвинених країнах були знижені практично до нуля, особливої актуальності набули питання розробки нового адекватного інструментарію грошово-кредитної політики. Проте, не менш важливою ця проблема стала і для центральних банків країн з ринками, що формуються, в яких приплив та відплив капіталу знижує ефективність внутрішньої процентної політики, але й недостатньо обсягів валютних резервів, які потрібні для підтримки режиму фіксованих курсів. Оскільки останній аргумент є вагомим для збереження стабільності в економіці, країни з ринками, що формуються почали переходити до інфляційного таргетування та режиму гнучкого курсоутворення. Такий перехід здійснила й Україна. Міжнародний досвід показує, що сімдесят п'ять із ста центральних банків світу будують свою монетарну політику саме навколо інфляційного таргетування, або ж приділяють контролю інфляції дуже серйозну увагу. І неважливо, який характер має інфляція у країні та що стало причиною її розкручування – чи надлишкова емісія грошової пропозиції, чи ж зростання цін на товари, робочу силу або комунальні

послуги. Алгоритм дії інфляції на економічне зростання один – суттєве сповільнення через падіння платоспроможного попиту споживачів.

Аналіз останніх досліджень і публікацій, виділення невирішених раніше частин загальної проблеми. У сучасній економічній літературі питання курсової політики в умовах реалізації режиму інфляційного таргетування є предметом активних наукових досліджень таких відомих вчених як: С. Дробишевський, Г. Кальво (G. Calvo) А. Кицюєвська, В. Козюк, С. Моїсеєв, К. Рейнхарт (C. Reinhart), А. Петрик. Проте, незважаючи на велику кількість робіт, у яких містяться фундаментальні рекомендації щодо вибору адекватної валютно-курсної політики в умовах інфляційного таргетування, недостатньо дослідженими залишаються питання переходу від режиму фіксованого курсу до гнучкого. Зокрема, потребують додаткового аналізу умови переходу до гнучкого курсоутворення гривні та оцінка тенденцій, що спостерігалася на валютному ринку під час такого переходу.

Метою дослідження є аналіз курсової політики Національного банку України (НБУ) в умовах інфляційного таргетування та оцінка її адекватності.

Виклад основного матеріалу. Під час економічної кризи 2013-2014 років Національний банк України (НБУ) почав перебудову цільових орієнтирів грошово-кредитної політики (ГКП). У якості пріоритетної цілі було обрано режим інфляційного таргетування при відмові регулятора від цільового впливу на динаміку валютного курсу гривні, а процентні ставки стали основним інструментом визначення ціни грошових ресурсів на ринку. У Дорожній карті НБУ з переходу до інфляційного таргетування зазначено, що ключова процентна ставка стає основним інструментом монетарної політики. При цьому перехід до нового операційного дизайну процентної політики передбачає: визначення ключової ставки політики як процентної ставки за основною операцією з регулювання ліквідності (наразі операції з депозитними сертифікатами); уніфікація облікової ставки та ставки за основною операцією; звуження коридору процентних ставок НБУ за кредитами овернайт та депозитними сертифікатами овернайт; збереження

інших операцій для згладжування впливу на процентні ставки значних коливань ліквідності на ринку та сприяння розвитку фінансових ринків [1, с.12].

В межах даного режиму НБУ запланував у середньостроковій перспективі за рахунок регулювання ключової ставки забезпечити зниження темпів інфляції до прогнозного цільового рівня – $12\% \pm 3\%$ у 2016 р., $8\% \pm 2\%$ у 2017 р.; $6\% \pm 2\%$ у 2018 р. та $5\% \pm 1\%$ у 2019 р. [1, с.4] та обмежити свою присутність на внутрішньому валютному ринку лише незначними операціями з згладжування надмірної волатильності валютного курсу гривні.

Попередні підсумки інфляційного таргетування показують, що обраний режим дозволив НБУ досягти суттєвого уповільнення інфляції. Зокрема, з $43,3\%$ у 2015 р. інфляція знизилася до $12,4\%$ у 2016 р. (тобто відбулося досягнення зазначеного у Дорожній карті результату). За дев'ять місяців поточного 2017 р. інфляція складала $10,2\%$. Очікується, що на кінець року її рівень не перевищить $9,1\%$.

Стосовно реалізації режиму гнучкого курсоутворення гривні, то на нашу думку вона не є такою успішною, як досягнення цільового рівня інфляції. Події кінця 2014 року та протягом 2015-2016 років показують, що режим гнучкого курсоутворення ще не став механізмом абсорбування зовнішніх шоків, а лише сприяв посиленню волатильності обмінного курсу гривні. Так, за період 2014-2016 років знецінення офіційного курсу гривні становило $240,2\%$, або у 3,4 рази – з позначки $7,9930$ грн./дол. на початок 2014 р. до $27,1908$ грн./дол. на кінець 2016 р. При цьому, замість стабілізації девальваційних очікувань зміна режиму обмінного курсу посилила доларизацію економіки, сприяла зменшенню обсягів валютних резервів та падінню кредитної активності вітчизняних банків. Інформація, наведена у таблиці 1 показує, що для підтримки стабільності валютного курсу гривні НБУ протягом 2014 року продавав валюту з своїх резервів, що призвело до суттєвого зменшення валютних резервів.

Показники валютного ринку України у 2013-2017 рр.

Рік	Обсяг міжнародних резервів НБУ (млрд. дол.)	Девальвація (+), ревальвація (-)	Сальдо валютних інтервенцій НБУ (млн. дол.)	Кредити банків (млн. грн.)
2013	20 416	0,0	-3 107,0	694 381
2014	7 533	+97,3	-8 334,1	799 228
2015	13 300	+52,2	91,4	873 611
2016	15 539	+15,7	1 552,0	713 974
2017*	17 970	+0,4	1 453,1	843 311

Джерело: складено автором за даними [2, 3, 4]

*інформація за 9 місяців поточного року;

Протягом наступних 2015-2016 років гривня продовжувала девальвувати і її підтримка здійснювалася вже шляхом обмеження попиту на валютному ринку. У 2015 року Національний банк запровадив ще більш жорсткі валютні обмеження, які полягали у заборонах:

- купівлі іноземної валюти для клієнтів, які мають наявні кошти в іноземній валюті, розміщені на поточних і депозитних рахунках у банках;
- купівлі безготівкової іноземної валюти за рахунок кредитів у національній валюті та під забезпечення іноземної валюти;
- купівлі та перерахуванні іноземної валюти з метою зменшення статутних капіталів юридичних осіб і виходу з господарських товариств іноземних інвесторів;
- необхідності підтвердження того, що клієнт банку, який має намір як купити, так і перерахувати іноземну валюту за межі України, зокрема за імпортними операціями, є сумлінним платником податків;
- необхідності використання акредитивної форми розрахунку для здійснення платежів за імпортними контрактами клієнтів загальною вартістю понад 500 тис. дол. США, за винятком імпортних операцій клієнтів з купівлі життєво необхідних товарів;
- авансових платежів за імпортними контрактами клієнтів загальною вартістю понад 50 тис. дол. США без відповідного підтвердження Національного банку України. При цьому, як зазначається у його Річному

звіті за 2015 рік, банк залишається прихильником гнучкого обмінного курсу [4, с.54].

З таким підходом НБУ до регулювання внутрішнього валютного ринку важко погодитися, оскільки наявність суттєвих заборон суперечить режиму гнучкого курсоутворення, рівень якого має визначатися не штучними обмеженнями попиту на іноземну валюту, а фундаментальними економічними тенденціями.

Зміна пріоритетів грошово-кредитної політики НБУ сприяла, як зазначалося вище, швидкій девальвації гривні. Гра на знецінення гривні стала у 2014 і 2015 роках одним з найбільш прибуткових видів діяльності не тільки для банків, але й для господарюючих суб'єктів та населення. При цьому ємність вітчизняного валютного ринку почала суттєво скорочуватися. Аналіз інформації, наведеної у таблиці 2 показує, що обсяги торгів на ринку скоротилися з 315,8 млрд. дол. у 2014 р. до 119,2 млрд. дол. у 2016 р., або у 2,6 рази.

Таблиця 2

**Обсяги операцій на міжбанківському валютному ринку України
у 2013-2017 рр.**

Рік	Загальний обсяг торгів млн. дол.)	Темп приросту обсягів торгів до попереднього року (%)	Офіційний валютний курс гривні до долару США на кінець періоду
2013	600 739,9	–	7,9930
2014	315 822,8	–47,4	15,7686
2015	135 160,7	–57,2	24,0006
2016	119 220,1	–11,8	27,1908
I півріччя 2017	34 382,8	–	26,0042

Джерело: розраховано автором за даними НБУ [5]

Основними причинами, що сприяли скороченню обсягів торгів на міжбанківському валютному ринку у зазначений період були:

– наявність обмежень на купівлю іноземної валюти та зняття валютних депозитів, які при девальвації гривні призвели до формування тіньового сегменту валютного ринку, що обслуговує неофіційну економіку;

- проведення валютних аукціонів замість валютних торгів на міжбанківському ринку;

- унеможливлення проведення спекулятивних операцій банками на ринку за рахунок встановлення їм ліміту загальної відкритої позиції на рівні 1%.

Зрозуміло, що при великих обсягах валютного ринку НБУ було б важко реалізувати політику гнучкого курсоутворення, тому банк вніс зміни до Положення про проведення Національним банком України валютних аукціонів, затвердженого постановою Правління Національного банку України від 29 грудня 2008 року № 469, якими передбачається, що аукціон є однією з форм здійснення НБУ валютної інтервенції і він проводиться не для задоволення потреб у валюті, а для визначення офіційного курсу гривні до іноземних валют. Таким чином, обсяги вітчизняного валютного ринку були суттєво скорочені. Всі інші заявки на купівлю іноземної валюти закриваються в банках за індикативним курсом, який визначається на аукціонах щоденно і є орієнтиром у для проведення операцій з іноземною валютою.

У світовій практиці багато країн переходили від режиму фіксованого курсу до гнучкого, але цей перехід переважно був не швидким, а помірним з використанням проміжних режимів обмінного курсу – м'яких прив'язок, горизонтальних та ковзких коридорів, регульованого плаваючого курсу. Україна ж зробила це швидко. Разом з тим, незалежно від того, чи відхід від фіксованого режиму до плаваючого був помірним чи стрімким, це завжди складний процес. Адже для успішної реалізації гнучкого курсоутворення необхідно мати, як свідчить міжнародний досвід, чотири умови:

- емний та ліквідний валютний ринок;
- послідовну політику проведення валютних інтервенцій на ринку;
- альтернативний номінальний якір, який би замінив собою фіксований обмінний курс;
- ефективні системи регулювання і моніторингу валютного ризику.

Чи мали місце всі ці умови в Україні? Стосовно першої умови, то вітчизняний валютний ринок до кризи 2014 року був достатньо ємним та ліквідним, але ефективність його була низькою з-за наявності обмежень на проведення операцій за рахунком фінансових операцій платіжного балансу. Але після прийняття НБУ у 2014 році низки заходів щодо обмеження попиту на іноземну валюту ємність ринку суттєво знизилася, про що вже зазначалося вище. Проте це не зупинило Національний банк, але в кінцевому результаті призвело до значної втрати валютних резервів, про що також зазначалося вище.

Для підвищення глибини та ефективності вітчизняного валютного ринку необхідно поступово скорочувати перелік обмежувальних заходів, зменшувати участь НБУ у його функціонуванні, підвищувати інформаційну прозорість ринку та покращувати мікроструктуру за рахунок зниження ступеня його сегментації, тобто ліквідувати тіньовий валютний ринок, який при девальваційних очікуваннях має негативний вплив на офіційний ринок та курс гривні.

Щодо політики проведення валютних інтервенцій, то до 2014 року інтервенції НБУ здійснювалися постійно з метою збалансування попиту і пропозиції на іноземну валюту та для підтримки стабільної курсової динаміки національної валюти. При гнучкому курсоутворенні цілі проведення інтервенцій дещо змінюються, хоча монетарні органи влади можуть їх проводити і з метою уникнення не природніх відхилень курсу, нормалізації ситуації на ринку та нагромадження валютних резервів.

Аналіз тенденцій валютного ринку показує, що протягом 2014–2016 років НБУ здійснював валютні інтервенції з метою уникнення надмірної волатильності обмінного курсу гривні та нагромадження валютних резервів. Починаючи з 2015 року валютні резерви НБУ зростають, про що свідчить інформація, наведена у таблиці 1. Проте розуміючи, що політику інтервенцій необхідно змінювати, Національний банк України розробив і затвердив стратегію валютних інтервенцій на 2016–2020 роки., в якій завданнями

проведення валютних інтервенцій є:

- накопичення міжнародних резервів;
- згладжування функціонування валютного ринку;
- підтримання трансмісії ключової процентної ставки як основного інструменту грошово-кредитної політики [6, с.2].

З переходом до режиму гнучкого курсоутворення гривні необхідно переглянути систему управління міжнародними резервами, оскільки для підтримки гнучкого курсу можливо мати менший обсяг резервів. Але це сьогодні не на часі, оскільки Україна має достатньо велику зовнішню заборгованість на рівні 121,8% від ВВП (станом на початок 2017 року), яку необхідно погашати. Тому резерви потребують значного збільшення, але в цілому політика НБУ повинна бути виважена у питаннях проведення валютних інтервенцій та їх економного використання. Складність виявлення систематичних відхилень і ситуацій на ринку говорить про те, що рішення про терміни і обсяги інтервенцій є суб'єктивними і не завжди існує необхідність робити ставку на їх проведення. Більше того, якщо інтервенції здійснювати достатньо рідко, то НБУ, на наш погляд, зможе переконати ринок у своїй послідовності дотримуватися політики гнучкого курсоутворення і підвищити таким чином дієвість інтервенцій, які проводяться у виключних випадках.

Третьою умовою переходу до гнучкого курсоутворення є вибір альтернативного номінального якоря, який би замінив валютний курс. Міжнародна практика показує, що в багатьох країнах, що переходили до плаваючих курсів, перевага віддавалася системі цільових показників інфляції. Україна також віддала перевагу цим показникам і, як зазначалося вище, досягла певних позитивних результатів.

Стосовно регулювання та моніторингу валютного ризику, то коли країна запроваджує гнучке курсоутворення, валютний ризик переходить від центрального банку до приватного сектору (банків, підприємств, домогосподарств), оскільки останній припиняє демонструвати готовність до

проведення валютних інтервенцій. Тому ще одним основним чинником у забезпеченні упорядкованого відходу від валютної прив'язки є визначення масштабів та ступеня уразливості фінансового та не фінансового секторів валютному ризику.

Управління валютним ризиком, як показують дослідження, складається з таких трьох основних елементів:

- наявності достовірної статистичної інформації для моніторингу різних джерел валютного ризику, у тому числі джерел валютних надходжень та напрямів їх використання. Моніторинг непрямого валютного ризику здійснюється шляхом постійних спостережень за діяльністю корпоративного сектору, або встановленням вимог щодо обов'язкового надання інформації про свої доходи у іноземній валюті, зовнішню заборгованість і операції хеджування;

- наявності модельного інструментарію та можливостей проведення стрес-тестування діяльності фінансового сектору та використання сучасних методів вимірювання валютного ризику;

- пруденційне регулювання та нагляд збоку центрального банку за валютним ризиком. Таке регулювання може включати встановлення лімітів: на загальну відкриту позицію (у відсотках до обсягу капіталу); на валютне кредитування (у відсотках до зобов'язань в іноземній валюті); на здійснення зовнішніх запозичень (у відсотках до обсягу капіталу); на спектр валютних операцій, які банки мають право здійснювати. Під особливою увагою повинні перебувати валютні запозичення тих галузей та фінансових установ, які не отримують доходів в іноземній валюті [7, с.17].

В момент переходу до гнучкого курсоутворення гривні, тобто у 2014 році не існувало цілісної системи регулювання та моніторингу валютного ризику. Але починаючи з 2015 року і протягом наступного 2016 року така система була сформована, а саме: в НБУ був створений департамент фінансової стабільності, до функцій якого належить аналіз фінансової стабільності, у тому числі аналіз системних ризиків, що загрожують стійкості

фінансової системи, розроблення модельного інструментарію та регулярне проведення стрес-тестування фінансового (банківського) сектору; розроблення інструментарію макропруденційної політики для запобігання системним кризам і мінімізації негативних наслідків макроекономічних шоків; аналітична та адміністративна підтримка діяльності міжвідомчої Ради з фінансової стабільності (почала працювати з квітня 2015 року), Комітету з фінансової стабільності НБУ та координація робіт з питань фінансової стабільності.

Разом з тим, моніторинг та контроль за валютним ризиком не є інструментом його хеджування. В розвинених країнах для хеджування валютного ризику існує цілий спектр операцій, до яких відносять форвардні, ф'ючерсні, опціонні та свопові. Ці операції здійснюються на розвинених фінансових ринках. Нажаль в Україні такого ринку немає, а операції з хеджування валютних ризиків практично не використовуються. Тривалий час такі операції були заборонені Національним банком України, оскільки вважалося, що вони є спекулятивними у своїй основі і «підштовхують» валютний курс гривні до девальвації. Але з переходом до режиму гнучкого курсоутворення НБУ дозволив проводити такі операції. Більше того, у пропозиціях до розроблення Основних засад грошово-кредитної політики на 2018 рік та середньострокову перспективу НБУ бере на себе зобов'язання зменшувати валютно-курсіві ризики не тільки і не стільки за рахунок обмеження курсової волатильності заходами валютного регулювання, скільки за рахунок розвитку інструментів хеджування валютних ризиків. У наслідок того, що ціноутворення валютних похідних інструментів здійснюється з використанням процентних ставок, розвиток ринку валютного хеджування дасть змогу не лише стабілізувати курсові очікування, а й посилити дієвість монетарного трансмісійного механізму [с.16]. При цьому, нажаль, НБУ не розкриває механізмів розвитку таких інструментів, що є надзвичайно важливим. Адже вже багато років поспіль операторами фінансового ринку (УМВБ, Українська біржа, ПФТС тощо) було витрачено

масу зусиль для розвитку валютних деривативів, проте їх використання у практиці хеджування валютних ризиків так і не відбулося.

Отже, для переходу до режиму гнучкого курсу гривні умови створено, інша справа – чи всі вони є ефективними та адекватними тій ситуації, що існує в Україні сьогодні і якою ціною відбувся цей перехід.

У поточному 2017 році волатильність обмінного курсу гривні на валютному ринку значно знизилася. Більше того, за першу половину поточного року гривня зміцнилася на 2,6%, а НБУ продовжував нарощувати обсяги валютних резервів (див. дані таблиці 1). Співставлення дій НБУ з діями іншими центральними банками, що обрали режим інфляційного таргетування, дає можливість зробити висновок, що тактика проведення валютних інтервенцій не тільки не суперечить принципам інфляційного таргетування, але й вписується у світову практику. Необхідність підтримки валютних резервів на достатньому рівні, або рівні, який перевищує достатній, продиктована мандатами центральних банків, що наділяє їх повноваженнями з підтримки фінансової стабільності. Забезпечення фінансової стабільності центральних банками розглядається в якості необхідної умови досягнення цінової стабільності. Нагромаджуючи валютні резерви в умовах інфляційного таргетування центральні банки забезпечують собі можливість, по-перше, згладжувати курсову волатильність, по-друге – підтримувати ліквідність внутрішнього валютного ринку.

Висновки. Підсумовуючи вищезазначене, відмітимо, що курсова політика, яка реалізується Національним банком України лише частково відповідає принципам інфляційного таргетування, оскільки режим гнучкого курсоутворення поки діє у короткостроковому періоді. Щодо довготривалої перспективи, то політику гнучкого курсоутворення буде важко реалізувати з-за структурних суперечностей, пов'язаних з високою часткою сировинного сектору у доходах бюджету і його впливу на поточний рахунок платіжного балансу.

Разом з тим, волатильність валютного курсу гривні знижується, що

говорить про певну адаптацію економічних агентів до нових умов курсоутворення. З огляду на те, що тактика курсової політики була змінена регулятором у досить складних економічних і політичних умовах, підвищення курсової волатильності є закономірним наслідком переходу до гнучкого курсоутворення та підтверджується міжнародним досвідом.

Список використаних джерел

1. Дорожня карта Національного банку України з переходу до інфляційного таргетування (IT), Київ, 16 березня 2016 року. – Електронний ресурс. – Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=28704716>.
2. Електронний ресурс – Режим доступу: <http://bankografo.com/analiz-bankiv/bankivska-statystyka/pokazniki-diyalnosti-bankiv-absolyutni/krediti-bankiv-ukrayini>
3. Звіт Правління Національного банку України щодо проведення грошово-кредитної політики у 2016 році. – Електронний ресурс. – Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=44753289>.
4. Річний звіт НБУ за 2015 рік. – Електронний ресурс. – Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=31669311>.
5. Показники валютного ринку. – Електронний ресурс. – Режим доступу: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=7693080.
6. Стратегія валютних інтервенцій Національного банку України на 2016–2020 роки. – Електронний ресурс. – Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=38081080>.
7. Дуттагупта Р. Переход к гибкому обменному курсу. Как, когда и насколько быстро? / Р. Дуттагупта, Ж. Фернандес, Ч. Каракадаг // Вопросы экономики. – 2006. – № 38. – С. 1–32.
8. Пропозиції стосовно розроблення Основних засад грошово-кредитної політики на 2018 рік та середньострокову перспективу. – Електронний ресурс. – Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=51942276>.

Береславська Олена Іванівна – доктор економічних наук, професор, завідувач кафедри банківської справи та фінансового моніторингу Університету ДФС України.