

*Н. П. Москалюк,
к. е. н., доцент кафедри макроекономіки та державного управління,
Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана, м. Київ*

МОНЕТАРНІ ВАЖЕЛІ СТАБІЛІЗАЦІЇ ВАЛЮТНОГО КУРСУ В УКРАЇНІ

*Nataliya Moskaluk,
PhD in Economics, Associate Professor of Macroeconomics and Public Administration
Department,
Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman, Kyiv city*

MONETARY LEVERS OF EXCHANGE RATE STABILIZATION IN UKRAINE

В статті проаналізовано динаміку валютного курсу в Україні. Визначено основні етапи коливань валютного курсу. Надано рекомендації щодо застосування монетарних інструментів для забезпечення стабілізації валютного курсу.

The dynamics of the exchange rate in Ukraine are analyzed in the article. Been determined the main stages of exchange rate fluctuations. The recommendations on the use of monetary instruments for stabilizing the exchange rate.

Ключові слова: валютний курс, монетарні інструменти, стабілізація, облікова ставка, ставка овернайт, облігації внутрішньої державної позики.

Keywords: rate of exchange, monetary instruments, stabilization, discount rate, overnight rate, government bonds.

ВСТУП

Погіршення економічного стану розвитку України протягом 2014 - 2015 років зумовило розбалансованість практично усіх ринків, зокрема, валютного ринку. Внаслідок цього стійкість національної валюти зменшилась, а сам валютний курс зазнав серйозних коливань. В таких умовах макроекономічної нестабільності відсутність прогнозованості валютного курсу призводить до того, що суб'єкти господарювання не можуть проводити передбачувану фінансову та економічну діяльність, а відсутність розуміння оптимальної ставки дисконтування та вартості грошей у часі призводить до відтоку капіталу з національної економіки в економіки інших зарубіжних країн. Як результат, додаткові ризики закладаються у ціну товарів та послуг, а це призводить до зниження обсягу збуту виробленої продукції і подальше скорочення валового внутрішнього продукту. Тому дослідження проблематики стабілізації валютного курсу, який слугуватиме орієнтиром довгострокового бізнес-планування діяльності економічних суб'єктів, є наразі актуальним і необхідним. Тому дослідження проблематики стабілізації валютного курсу, який слугуватиме орієнтиром довгострокового бізнес-планування діяльності економічних суб'єктів, є наразі актуальним і необхідним.

АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ І ПУБЛІКАЦІЙ

Розбалансованість валютного курсу, яка має місце в останні роки в економіці України, зумовлює прагматику наукових досліджень та проблематику виявлення дієвих монетарних важелів, здатних забезпечити стійкість національної валюти.

Дослідженню проблеми коливань валютного курсу та його стабілізації присвячені праці вітчизняних та зарубіжних вчених таких як: Власенко Є.Ю., Гойчук О.І., Паценко О.Ю., Шевчук В.О., С.М., Фішер С., Фрідман М., Бражникова Е.Н., Воскресенская Е.В., Шульгин А.Г. та інші.

Однак, актуальним в сучасних умовах розвитку національної економіки залишається питання використання найбільш дієвих монетарних регуляторів, здатних забезпечити стабілізацію валютного курсу в Україні та активізацію як внутрішньої, так і зовнішньоекономічної діяльності країни.

ПОСТАНОВКА ЗАВДАННЯ

Метою статті є дослідження стану і динаміки коливань валютного курсу, визначення основних етапів та тенденцій розвитку валютного ринку та розробка науково-практичних рекомендацій щодо використання важелів та інструментів, здатних забезпечити стабілізацію валютного курсу національної економіки країни та активізації її соціально-економічного розвитку.

РЕЗУЛЬТАТИ ДОСЛІДЖЕННЯ

Монетарні важелі, які може використовувати Національний банк з метою стабілізації валютного курсу складаються, як відомо, із основних трьох інструментів. Це норма резервування, облікова ставка та операції на відкритому ринку. На валютному ринку найбільш дієвими серед них є лише деякі інструменти, які можуть працювати та давати ефект для забезпечення стійкості національної валюти. Тому, вважаємо за доцільне розглянути саме такі інструменти як облікова ставка, ставка за кредитами Національного банку України овернайт та операції центрального банку на відкритому ринку державних цінних паперів. Це найбільш часто вживані інструменти в межах монетарної політики.

Впродовж останніх п'яти років в економіці України спостерігалось ряд тенденцій в динаміці валютного курсу. Їх можна розділити на три основні етапи.

Перший етап характеризується періодом з 2008 - 2009 роки, коли відбувається зростання вартості національної валюти через складні кризові процеси в економіці. Ці процеси були спричинені загальносвітовими тенденціями, зниження ділової активності, падінням світового валового внутрішнього продукту. Дія цього фактора не була тривалою, а тому вже у 2009-2010 роках курс гривні стабілізувався.

На другому етапі, протягом 2009 - 2013 років спостерігалися негативні тенденції у вітчизняній економіці, а саме - ВВП росло низькими темпами, розмір золотовалютних резервів знижувався, інвестиційна привабливість України знижувалася. Проте влада активно застосувала методи адміністративного впливу на валютний курс, а тому негативні тенденції на валютному ринку не впливали на вартість національної одиниці.

У кінці 2013 року розпочалися складні політичні процеси і контроль за курсом гривні був послаблений. Період з початку 2014 року можна віднести до *третього етапу* розвитку валютного ринку в Україні. Негативні очікування змусили фізичних осіб знижувати ризик втрачати заощаджень, що призвело до активізації купівлі валюти населенням. Також в умовах політичної невизначеності великі фінансово-промислові групи намагалися вивести частину свого капіталу за кордон, що також підвищувало попит на валюту. Це проявилось у зниженні вартості національної валюти. Незважаючи на стабілізацію політичної ситуації, у другій половині 2014 року економічна та політична невизначеність збереглися, що зумовлено військовими діями Російської Федерації на території України. В таких умовах фізичні та юридичні особи намагалися знизити ризик втрати купівельної спроможності грошей, а тому активно конвертували гривню у іноземну валюту. Тому протягом 2014 року - перших місяців 2015 років курс гривні продовжував знижуватися. Динаміка її вартості мала такий вигляд (див.рис.1.).

Колівання європейської валюти - євро, практично повторювали динаміку курсу долара, що пояснюється тими ж причинами. На відміну від долара, курс євро коливався у 2009 -2013 роках, що зумовлено коливанням його вартості на міжнародному ринку (див.рис.1.).

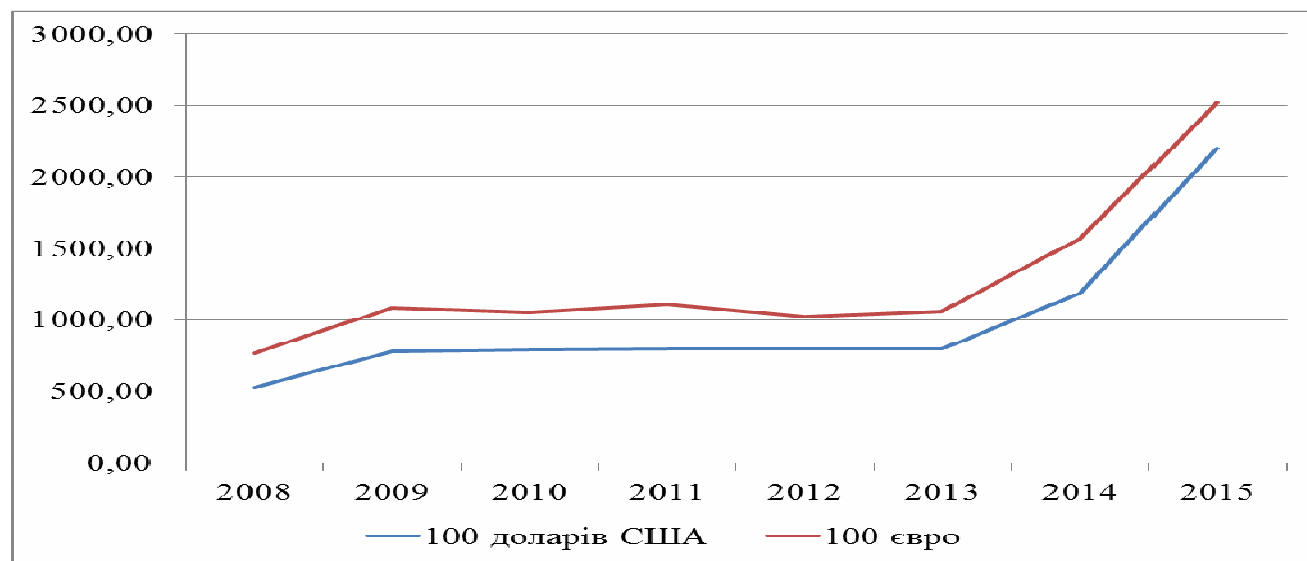


Рис. 1. Динаміка офіційного курсу гривні до долара США та до євро (середній за період) у січні 2008 - 2015 років, грн. за 100 дол.США*

*складено за даними НБУ [3]

В Україні у 2014 році сформувалася ситуація фактичної наявності декількох курсів валют. Офіційний курс гривні значно відрізнявся від того, що спостерігався в обмінниках та на сірому ринку (рис.2.). Офіційний курс гривні стримувався, у тому числі, для забезпечення платежів НАК «Нафтогазу України», щоб ця сума у гривневому еквіваленті була нижчою. Проте штучне стримування курсу, зазвичай, чинить деструктивний вплив на курс валюти, а тому у лютому 2015 року цей дисбаланс був виправлений.

Для аналізу неофіційного курсу обраний період 04.06.2014 - 04.02.2015, адже саме в цей час спостерігається ситуація декількох курсів. Джерелом інформації виступає сайт finance.ua - тут наявний розділ, де фізичні особи залишають свої запити на купівлю-продаж валюти.

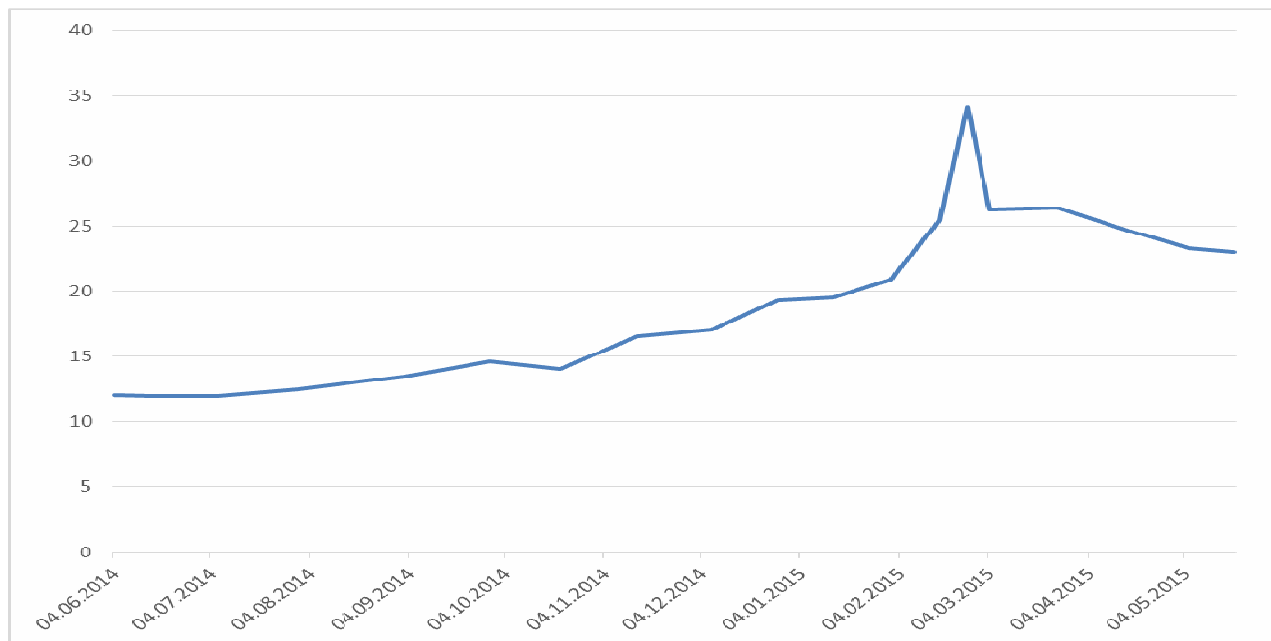


Рис. 2. Динаміка неофіційного курсу гривні до долара США у 04.06.2014 - 04.02.2015 р., грн. за долар США*

** складено за даними НБУ [1]*

Аналіз динаміки неофіційного курсу гривні до євро за аналогічний період повторює основну тенденцію коливань гривні до дол. США (див рис. 3.).

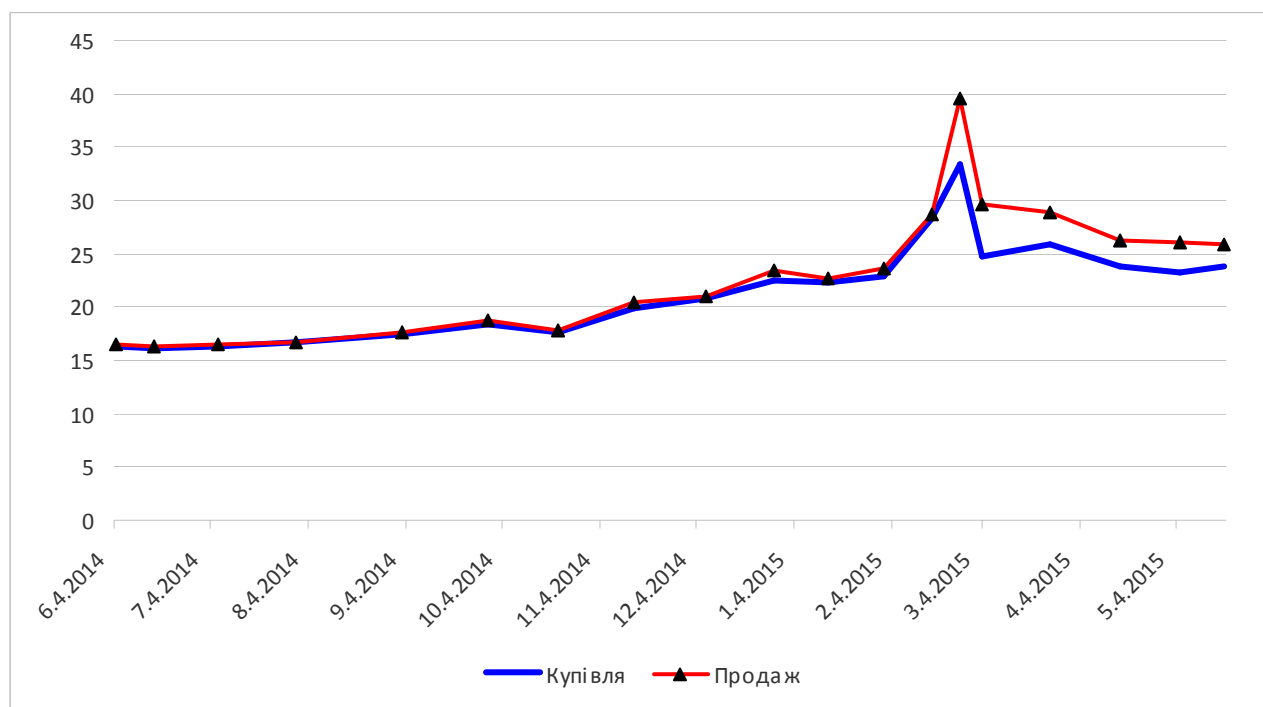


Рис. 3. Динаміка неофіційного курсу гривні до євро у 04.06.2014 - 04.02.2015 р., грн. за євро*

** складено за даними НБУ [1]*

Порівнюючи дані рис. 2 і 3 з даними рис. 1 можна побачити, що різниця у вартості у різних сегментах валютного ринку є значною. Це спричинено тим, що Національний банк України намагався стримувати курс. Це зумовлено декількома факторами, основним з яких є те, що Україна має вкрай високий розмір зовнішньої заборгованості у валюті. Підвищення вартості валюти призводить до різкого зростання зобов'язань в умовах, коли гривневі доходи держави залишаються на низькому рівні. Крім цього, підвищення вартості валюти завжди негативно відображаються на банках. Останні часто формують зобов'язання у валюті, наприклад, за договорами депозитів із фізичними особами або за договорами субординованого кредиту із материнськими компаніями. Підвищення вартості валюти призводить до погіршення стану банківської системи, зокрема до зниження ліквідності та фінансової автономії.

У той же час наявність декількох курсів створює джерело для нечесного збагачення, а тому режим формування валютного курсу був зміненим. Офіційний курс формується під впливом ринкових факторів, що є хорошою ситуацією. Реальний ефективний валютний курс дозволяє отримати інформацію про зміну цінової конкурентоспроможності вітчизняних товарів по відношенню до продукції основних торговельних партнерів.

Загалом різке зниження курсу національної валюти позитивно впливає на макrorівні на конкурентоспроможність вітчизняних товарів та послуг, оскільки стимулює експорт товарів та укріплює зовнішньоторговельні позиції країни. Значення показника конкурентоспроможності вітчизняних товарів та послуг зросло за цей період приблизно на 25 %. Це зумовлено тим, що, наприклад, трудові ресурси оплачуються зарплатою у гривні, а тому зниження вартості гривні призводить до зниження вартості трудових ресурсів у загальній структурі витрат підприємства. Також це призводить до зменшення самої суми витрат. Тобто зниження курсу національної валюти призводить до підвищення конкурентоспроможності економіки, проте через складну політичну та економічну ситуацію показники національного достатку не зростають.

За офіційними даними НБУ валютний ринок в 2015 році залишався відносно врівноваженим навіть в умовах високої турбулентності на світових фінансових ринках [2]. Так, протягом травня – вересня 2015 року курс гривні до долара США коливався в досить вузькому діапазоні –20.6–22.6 грн. за дол. США. Водночас, впродовж II кварталу та липня - серпня відбувся приріст депозитів у національній валюті. Збереження збалансованості валютного ринку забезпечило підґрунтя Національному банку для послаблення окремих адміністративних обмежень, запроваджених у першому півріччі 2015 року, та спрощення контролю уповноваженими банками за окремими операціями резидентів. Ураховуючи також зменшення інфляційних ризиків та формування стійкого тренду на зниження інфляції, Національний банк розпочав пом'якшення грошово - кредитної політики.

Одним із найбільш дієвих важелів впливу на стабілізацію валютного курсу стали зміни облікової ставки, прийняті Національним банком України. Так, з 28 серпня 2015 року знижено облікову ставку з 30% до 27%, а з 25 вересня до 22% (див. табл.1.).

Таблиця 1.
Динаміка зміни облікової ставки НБУ в 2010-2015 роках

Дати введення змін НБУ	Облікова ставка НБУ у %
2010	
з 08.06.	9,5
з 08.07.	8,5
з 10.08.	7,75
2012	
з 23.03.	7,5
з 10.06.	7,0
2013	
з 13.08.	6,5
2014	
з 15.04.	9,5
з 17.07.	12,5
з 13.11	14
2015	
з 06.02.	19,5
з 04.03.	30
з 28.08.	27
з 25.09.	22
з 30 жовтня	22

Аналіз змін облікової ставки свідчить про стійке падіння з 2010 року до серпня 2013 року з 9,5% до 6,5%, що є проявом застосування регулятором НБУ експансіоніської грошово-кредитної політики.

Нестабільність 2014 року, яка суттєво розбалансувала валютний ринок, призвела до необхідності застосування Національним банком України з квітня 2014 року підвищення облікової ставки з 14% до максимального значення 30% у березні 2015 року (див рис. 4.).

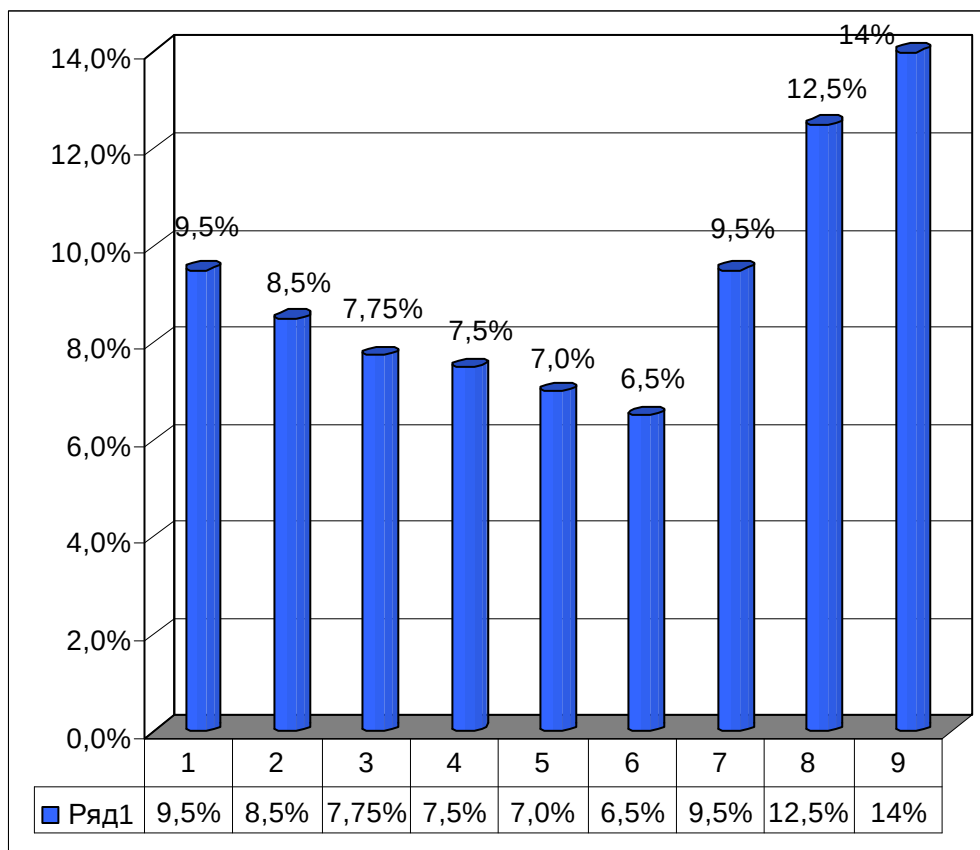


Рис. 4. Динаміка облікової ставки в Україні за період 2014-2015 років.*

** складено за даними НБУ [3]*

Таким чином, оцінюючи тенденції зміни облікової ставки як вагомому інструменту монетарної політики НБУ, визначено основні тренди, які мають місце на грошовому ринку України і впливають на забезпечення стабілізації валютного курсу (див. рис.5.). З огляду на це, вважаємо за доцільне центральному банку країни продовжувати політику, спрямовану на подальше зниження облікової ставки і, як наслідок здешевлення та доступність фінансово-кредитних ресурсів для бізнесу.

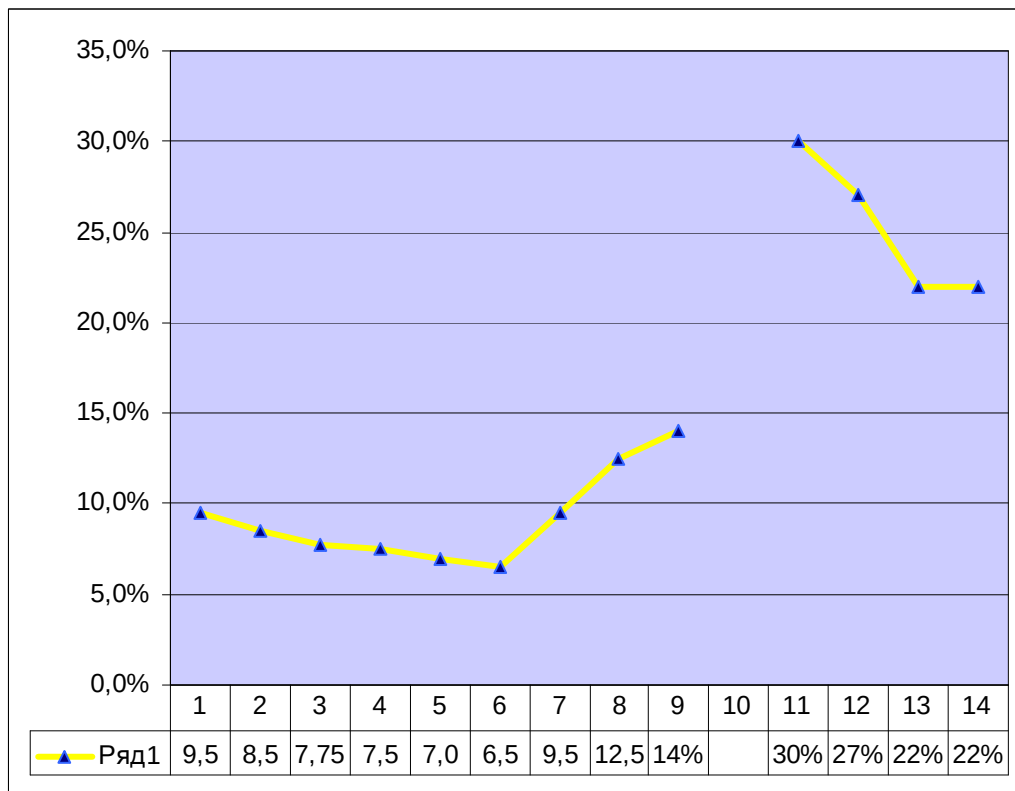


Рис. 5. Тренди збільшення та зменшення облікової ставки в 2010-2015 роках в Україні*
**складено за даними НБУ [3]*

Другим важелем стабілізації валютного курсу, на нашу думку, може бути ставка овернайт, а саме її підвищення до рівня, який робить вигідним залучення коштів відмінних від кредитів Національного банку України. Цей інструмент дозволяє перетворити центральний банк із кредитора першої інстанції у кредитора останньої інстанції. Підвищення ставки овернайт знизить ліквідність банківського сектору, що зменшить обсяг гривні, що обертається на ринку. Як результат, курс національної валюти буде зростати.

Розраховуючи оптимальний розмір ставки овернайт, будемо спиратися на середню вартість залучення депозитів фізичних та юридичних осіб, яка становить близько 20-25 % в рік (це ставка після вирахування податків, що озвучується фізичній особі). Ставка податку на пасивні доходи встановлена у розмірі 20 відсотків - для пасивних доходів. До "пасивних доходів" належать наступні доходи: проценти на поточний або депозитний (вкладний) банківський рахунок. Агентом платежу є банк. Тобто фактично, банк сплачує 25 % річних за користування депозитом та ще $25 \cdot 0,2 = 5$ % додатково як агент податкового контролю. Тобто фактично, вартість залучення депозитів від фізичних та юридичних осіб досягає близько 30 %. Це основне джерело капіталу банків, а тому відштовхуємося від цього показника. Відповідно, ставка Національного банку України повинна бути вищою за цей показник. Процес залучення депозитів включає роботу відділень із значною кількістю учасників. Залучення кредиту у Національного банку не потребує такої роботи. Тому на рівних умов, краще використовувати кошти центрального банку. Таким чином, пропонуємо встановлювати ставку овернайт у розмірі 30 % (найбільша вартість депозитів) + ще 5 %. Тобто річна ставка овернайт повинна коливатися біля 35 %, відповідно щоденна починатися від $35/360 = 0,97222\%$ (див.рис.6.). Це надзвичайно не вигідна пропозиція, що фактично робить центральний банк кредитором останньої інстанції.

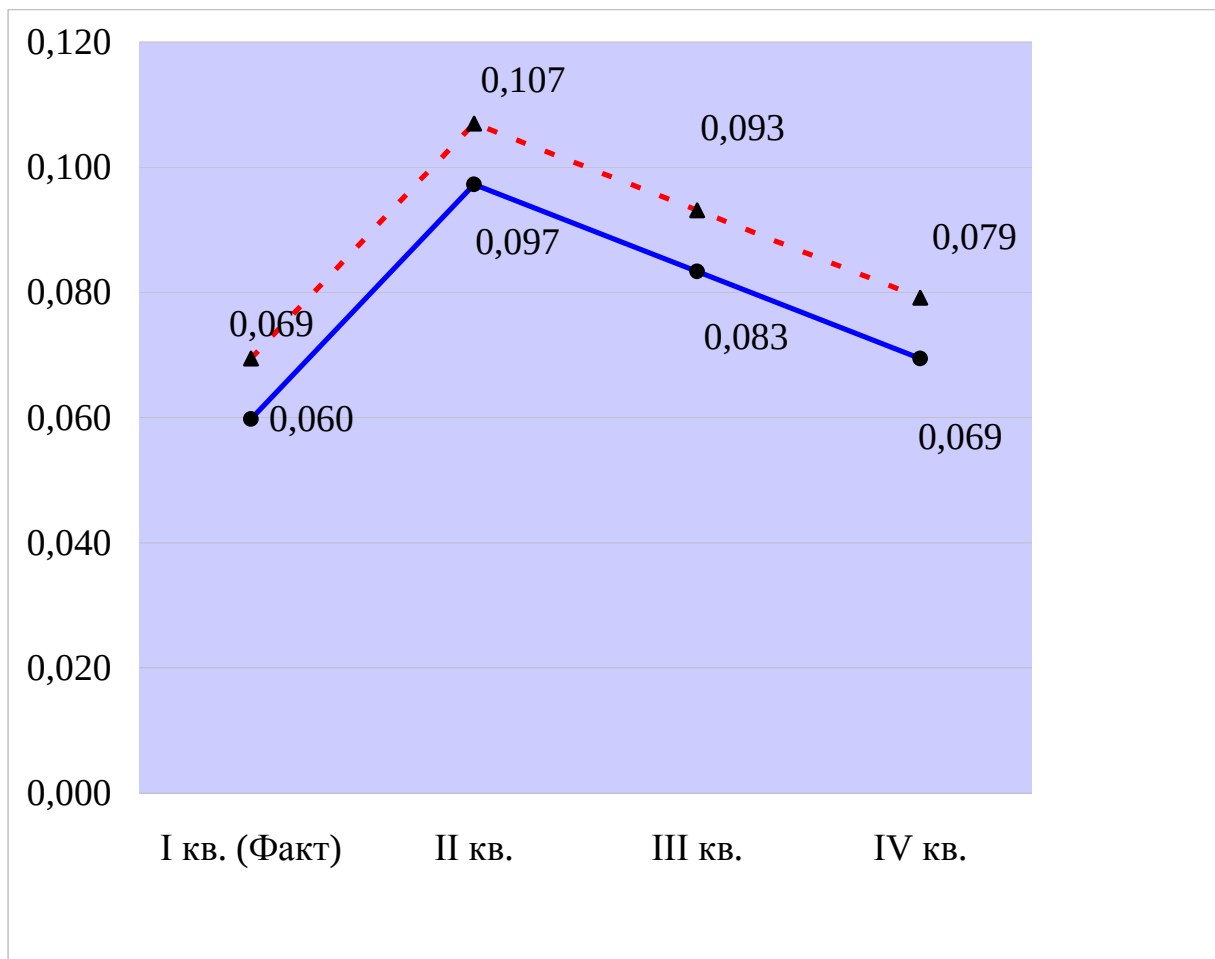


Рис. 6. Поточна та вища оптимальна ставка за кредитами овернайт НБУ у 2015 році в Україні, %*
**складено за даними НБУ [4]*

Вважаємо за доцільне в подальшому знижувати значення показника ставки овернайт щоквартально. В умовах відновлення економічного зростання, вартість залучення фінансових ресурсів буде знижуватися, а тому знижуватиметься і ставка за кредитами овернайт від Національного банку України.

Застосування цього монетарного важеля дозволить підвищити вартість гривні в економіці, що матиме відповідний вплив на курсі національної валюти.

Третій важіль впливу на стабілізацію валютного курсу повинен бути використаним у комплексі із збалансуванням доходів та витрат Зведеного бюджету України. Для цього необхідно продавати частину облігацій внутрішньої державної позики банкам та іншим інституційним інвесторам, тобто страховим компаніям, інститутам спільного інвестування та іншим учасникам ринку. Крім цього потрібно встановити чітке обмеження на обсяг облігацій внутрішньої державної позики, що може знаходитися у власності Національного банку. З однієї сторони, це дозволить уникнути монетизації дефіциту державного боргу через емісію фінансових ресурсів. В кінцевому рахунку матиме позитивний вплив на курс національної валюти, адже менша емісія означає збереження купівельної спроможності гривні, відносно стабільний рівень грошової маси та передбачуваний курс у середньостроковій перспективі. З іншої сторони, продані цінні папери для банківського сектору скоротять обсяг наявної вільної гривні, що також призведе до її подорожчання.

ВИСНОВКИ

Аналіз стану розвитку валютного ринку впродовж останніх п'яти років дозволив виділити три основні етапи:

- Перший охоплює період з 2008-2009 роки і характеризується відносною стійкістю валютного курсу за умови зниження облікової ставки НБУ;
- Другий період – з 2009 року до 2013 року, демонструє стабільність валюти, яка штучно адміністративними заходами продовжує утримуватись стабільно, але показники динаміки валового внутрішнього продукту погіршуються;
- Третій період, який розпочався з 2014 року, відображає значні коливання валютного курсу та започатковує тренд стрімкого підвищення облікової ставки з 9,5% в квітні 2014 року до 30% в березні

2015 року. Вартість національної валюти падає, вона швидко знецінюється, що є проявом розбалансованості валютного ринку.

Утримання високого рівня облікової ставки Національним банком України в період з квітня 2014 року до серпня 2015 року пояснюється тим, що необхідне було нівелювати негативний вплив паніки на валютному ринку. Проблема полягає у тому, що банки отримують дешеве рефінансування та направляють його на створення запасів іноземної валюти для того, щоб продати її по вищій ціні через деякий час. Низька ставка рефінансування та очікування високого росту курсу іноземних валют призводили до того, що такий механізм був економічно виправданим для банків та дозволяв отримати значні прибутки на основі торгівлі валютою.

Висока облікова ставка в періоди дестабілізації економіки визначає умови, за яких підвищення ліквідності банківського сектору не створює загрози національній валюті. Тобто, в таких умовах не вигідно купувати іноземну валюту для її подальшого перепродажу. Проте в середньостроковій перспективі потрібно знижувати показник, адже високі проценти стримують зростання національної економіки. Більшість підприємств не може кредитуватися під 40 % річних, а тому така політика дорогих грошей призводить до зниження ділової активності, стримування росту валового внутрішнього продукту, скорочення промислового виробництва.

Для забезпечення стабілізації валютного курсу вважаємо за доцільне застосування наступних монетарних важелів, які можуть бути найбільш дієвими та ефективними таких, як:

- поступове зниження ще досить високого рівня облікової ставки, у перспективі одного року до 17-20 %. Зниження облікової ставки слугуватиме сигналом інвесторам, підприємствам, іншим учасникам здешевлення вартості грошей, а тому дозволить активізувати їх економічну діяльність. Такий захід повністю відповідає попередньо сформульованим рекомендаціям Міжнародного валютного фонду та дозволяє створити прогнозовані та передбачувані умови функціонування національної економіки;

- підвищення ставки овернайт до рівня, який робить вигідним залучати кошти відмінні від кредитів Національного банку України. Ставка повинна бути вищою від вартості залучення інших ресурсів;

- обмеження розміру облігацій внутрішньої державної позики, що може знаходитися у Національного банку України з метою обмеження можливості для формування дефіциту державного бюджету.

Загалом посилення контролю та використання головним регулятором Національним банком України важелів адміністративного впливу таких, як утримання курсу національної валюти, обмеження продажі валюти на ринку лише у короткостроковій перспективі дозволяє згладити коливання курсу гривні. Проте у середньостроковому та довгостроковому вимірі, на нашу думку, негативно впливає на економіку країни в цілому та на забезпечення стабілізації її валютного курсу, зокрема. Оскільки, це веде до появи таких проблем, як стримування ліквідності грошових ресурсів, зниження привабливості вітчизняної економіки для інвестора - у зв'язку з обмеженнями інвестор не впевнений у тому, що зможе без проблем вивести свої кошти; гальмуванні притоку технологій та основних засобів; формуванні тіньового ринку валюти. Тому НБУ слід поступово знімати обмеження, застосовані щодо купівлі та продажу валюти, дозволити ринковим механізмам формувати валютний курс з урахуванням попиту та пропозиції, що склалася на ринку та продовжувати рухатись у напрямку лібералізації валютного курсу, щоб не порушити відносно сформовану стабілізацію на цьому ринку.

ПЕРСПЕКТИВИ ПОДАЛЬШИХ ДОСЛІДЖЕНЬ

Актуальним та важливим завданням щодо забезпечення стабілізації валютного курсу в Україні залишається пошук адекватних механізмів передбачуваності валютних та інших обмежень, що можуть вплинути на валютний ринок, а також оцінки зовнішніх та внутрішніх ризиків, що можуть порушити відносно стабілізацію валютного курсу.

Література.

1. Архів середньозважених курсів валют в заявках фізичних осіб [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://news.finance.ua/ua/news/~344030>
2. Інфляційний звіт Національного банку України НБУ вересень 2015 <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=22249640>
3. Обмінний курс Офіційний сайт Національного банку України // [електронний ресурс]. - режим доступу http://www.bank.gov.ua/files/Exchange_r.xls
4. Фінансова звітність банків України [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=2302914>

References.

1. The official site of Finance (2015), “Archive of average exchange rates in applications of individuals”, available at: <http://news.finance.ua/ua/news/~344030> (Accessed 2015).
2. National Bank of Ukraine (2015), “Inflation report”, available at: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=22249640> (Accessed 22 Sept 2015).

3. National Bank of Ukraine (2015), "Exchange rate", available at: http://www.bank.gov.ua/files/Exchange_r.xls (Accessed 2015).
4. National Bank of Ukraine (2015), "The financial statements of banks Ukraine", available at: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=2302914> (Accessed 2015).

Стаття надійшла до редакції 18.11.2015 р.