

Остап БАТАМАНЮК,  
Ірина ГРИНЧУК

## **ПЕРСПЕКТИВИ ПЕРЕХОДУ ДО РЕЖИМУ ГНУЧКОГО КУРСУОТВОРЕННЯ В УКРАЇНІ**

---

*З'ясовано проблеми, передумови та можливі стратегії переходу до режиму гнучкого курсоутворення в Україні. Проаналізовано рівень відповідності низки важливих параметрів вітчизняної економіки вимогам оптимальної моделі зміни валютного режиму. Зроблено висновок, що за сьогоднішніх умов перехід до гнучкішого курсоутворення національної грошової одиниці є несвоєчасним і недоцільним.*

---

На початку 2013 р. в Україні знову заговорили про необхідність підвищення гнучкості обмінного курсу національної валюти [1]. Питання удосконалення режиму курсоутворення постає у нас доволі регулярно, що відображає глибинний вплив цієї проблематики на розвиток вітчизняної економіки [2–5]. Справді, вибір режиму обмінного курсу національної валюти є одним із ключових чинників, що визначають як можливості впливу монетарної та фіскальної політики на динаміку національної економіки, так і спроможність останньої адекватно реагувати на зовнішні збурення [6, 338–373; 7, 287–297].

Прагнення оптимізувати вплив валютної політики на динаміку економічного зростання у поєднанні з розмаїттям особливостей економічних умов у різних країнах спричиняє сьогодні існування значної кількості проміжних валютних режимів між двома основними видами – фіксацією обмінних курсів та їх вільним плаванням. Скажімо, напередодні кризи 2008–2009 рр. фахівці Міжнародного валютного фонду виокремлювали сім різновидів валютних режимів, відмінності між якими стосуються передусім ступеня гнучкості та наявності формальних чи неформальних зобов'язань

щодо майбутньої траєкторії курсу [8]. При цьому наголошувалося, що йдеться про фактичний стан справ, який не завжди збігається з офіційно проголошеним вибором.

Мета статті – з'ясувати важливі передумови і критичні проблеми трансформації режиму курсоутворення в Україні та доцільність підвищення гнучкості обмінного курсу вітчизняної грошової одиниці за умов, що склалися.

Простежимо стисло основні етапи пошуків оптимального монетарного режиму у вітчизняній економіці після запровадження повноцінної національної грошової одиниці восени 1996 року. У цей період здійснювалася політика валютних коридорів, яка встановлювала певні межі щодо девальваційних очікувань, але водночас залишала можливість для коригування економічних дисбалансів за допомогою обмінного курсу [9, 6]. Використання валютного коридору зіграло позитивну роль у складний період кризи 1998 р. З другого півріччя 1999 р. Національний банк України фактично перейшов до режиму плавання обмінного курсу, а у лютому 2000 р. спільною заявою Кабінету Міністрів України та НБУ про курсову політику плавання курсу підтверджено офіційно [10]. Водночас супутні застереження

у тексті документа дали підстави стверджувати про запровадження де-юре режиму керованого плавання гривні [9; 7; 4; 9].

У 2000–2004 роках попри задеклароване плавання курсу Національний банк фактично утримував його на встановленому рівні, допускаючи лише незначні коливання [11, 27]. Починаючи з 2005 р., НБУ надає дещо більшої гнучкості національній грошовій одиниці – у квітні 2005 р. офіційний курс гривні було зміцнено з 5,3 до 5,05 грн. за долар США. Це не суперечило режиму керованого плавання, проте в Основних засадах грошово-кредитної політики на 2005 р. – ключовому документі, який визначав напрями і завдання монетарної політики в Україні – передбачалися зовсім інші орієнтовні значення курсу (у межах від 5,27 до 5,31 грн. за дол. США) [9, 9]. Доцільність ревальвації гривні у той час була предметом активної дискусії і спричинила неоднозначні оцінки, зокрема щодо потенціалу впливу зміцнення національної грошової одиниці на динаміку інфляції [2; 3; 12; 13].

Динамічний розвиток вітчизняної економіки у наступні 2–3 роки ще більше актуалізував питання підвищення гнучкості курсоутворення. Фахівці Національного банку достатньо переконливо обґрунтовували необхідність і переваги відповідних дій [4]. У травні 2008 р. курс гривні було ще раз стрибкоподібно зміцнено з 5,05 до 4,85 грн. за дол. США. Це дало підстави Міжнародному валютному фонду перекласифікувати валютний режим в Україні з де-факто фіксації до долара на режим керованого плавання [11, 29]. Проте вже за кілька місяців з розгортанням світової фінансово-економічної кризи Національний банк України втратив контроль над ситуацією, що призвело до катастрофічного знецінення національної грошової одиниці в останньому кварталі 2008 р.

Один із високопосадовців НБУ у середині 2000-х рр. детально аналізував пере-

ваги та недоліки двох можливих стратегій переходу до гнучкішого обмінного курсу [3; 4]. Прискорена стратегія доцільна у ситуації, коли країна, що використовує фіксований курс, зустрічається зі значним припливом капіталу і відчуває загрозу інфляційного тиску. Ідея полягає у тому, щоб відразу запровадити режим із коливанням курсу в дуже широкому діапазоні.

Ключовими недоліками цієї стратегії є значний ризик втрати довіри і різке зростання невизначеностей для усіх учасників ринку з огляду на нерозвиненість механізмів хеджування валютних ризиків. Крім того, вона потребує високої кваліфікації персоналу центрального банку і широкого арсеналу технічних засобів для ефективної реалізації монетарної політики. До переваг такого підходу відносять розширення можливостей щодо вибору монетарної політики і полегшення управління обмінним курсом за допомогою інтервенцій.

Натомість уповільнена стратегія застосовується у ситуації, коли не стоїть питання щодо негайного подолання кризи, пов'язаної з обмінним курсом, і здійснюється упродовж кількох років. Обмінний курс при цьому коливається у досить вузькому коридорі з можливим його розширенням або використовується повзуче прив'язування курсу. Недоліки такого підходу пов'язані з суттєвим обмеженням можливостей монетарної політики і зростанням загрози атак спекулятивного капіталу. Важливі переваги цієї стратегії – вона потребує менше технічних можливостей для ефективного управління, несе менше ризиків для економічних суб'єктів, зменшує надлишкову волатильність обмінного курсу і спричинену цим невизначеність.

У 2010 р., на початку періоду посткризового відновлення вітчизняної економіки, фахівці Центру наукових досліджень Національного банку провели розгорнуте до-

слідження проблеми переходу до гнучкого курсоутворення в Україні. Результатом його стало формулювання оптимальної моделі зміни валютного режиму від фактично фіксованого курсу гривні до більш гнучкого його формування. Ця модель визначає послідовність декількох етапів переходу до режиму гнучкого курсоутворення гривні [11, 87–99].

Підготовчий етап передбачає формування ефективних макроекономічних передумов та підготовку необхідних законодавчих змін. Має бути досягнуто певного рівня та сприятливої динаміки основних макроекономічних і низки технічних показників (посилення комунікаційної політики Національного банку, позитивні зрушення у розвитку ринку хеджування валютних ризиків, стабільна політична ситуація, зниження рівня тіньового сектору економіки та легалізація доходів, стале покращення міжнародних кредитних рейтингів та інвестиційного іміджу України).

На першому етапі допускається коливання курсу у межах  $\pm 5\%$ , здійснюється (за сприятливих умов) перехід від режиму прив'язування до кошика валют, посилюється роль процентної політики центрального банку. У цей час відбувається поступове призвичаювання суспільства до волатильності обмінного курсу гривні; важливими чинниками позитивного розвитку ситуації є прозорість політики інтервенцій Національного банку, злагоджена робота уряду та НБУ, швидкий розвиток фондового ринку та підвищення ефективності інструментів хеджування валютних ризиків, зростання надходжень прямих іноземних інвестицій у пріоритетні галузі економіки, зниження обсягу зовнішніх запозичень, посилення ефективності фіскальної політики.

На другому етапі відбувається поступове розширення діапазону коливання курсу – спершу у межах  $\pm 10\%$ , а потім – у межах  $\pm 15\%$ . Водночас досягається узгодження законодавства з нормативно-правовими

документами ЄС, запроваджуються європейські стандарти якості продукції, поглиблюється лібералізація валютного регулювання. Ці заходи мають супроводжуватися прискоренням економічного розвитку країни та відповідною динамікою основних макроекономічних показників (зростання ВВП і позитивного сальдо платіжного балансу, низькі темпи інфляції, підвищення продуктивності праці, зниження рівня безробіття тощо). І, нарешті, на третьому етапі досягається режим керованого плавання обмінного курсу гривні, при цьому завершується перехід до прямого таргетування інфляції.

У тих країнах, де зміни режиму валютного курсу відбувалися у кризових умовах, у перші роки після цього простежувалося подовження економічного спаду. Водночас у групі країн, які переходили до нового режиму валютного регулювання, негативний вплив на темпи економічного зростання було мінімізовано [11, 100]. Проаналізуємо рівень відповідності важливих параметрів вітчизняної економіки запропонованим модельним вимогам [11, 96–101].

1. Низький та передбачуваний рівень інфляції протягом тривалого періоду з урахуванням потреб товаровиробників. У 2009–2012 рр. рівень інфляції, згідно з даними офіційної статистики, неухильно знижувався, а за сім місяців 2013 р. інфляція не перевищувала 0,1% (див. табл. 1). Водночас деякі економісти стверджують, що серйозним побічним наслідком ліквідації інфляції стало відчутне зниження темпів зростання обсягів виробництва у вітчизняній економіці.

2. Відповідність прогнозного рівня інфляції та його фактичних результатів. Упродовж останніх років фактичний рівень інфляції суттєво відрізняється від прогнозованих значень (табл. 1). Рік тому керівництво НБУ вважало такі відмінності допустимими відхиленнями від короткострокових інфляційних орієнтирів і пояснювали їх відтермінуванням підвищен-

Таблиця 1

Макроекономічні показники України у 2009–2013 роках\*\*\*

Показники	Роки				
	2009	2010	2011	2012	2013, 6 міс.
Темп інфляції, %	12,3	9,1	4,6	-0,2	0,1
Прогнозований темп інфляції, %	9,5	13,1	8,9	7,9	4,8 (р)
Індекс фізичного обсягу ВВП, у % до попереднього року	85,2	104,1	105,2	100,2	98,9
Обсяг реалізованої промислової продукції, у % до попереднього року	78,1	111,2	108,0	99,5	94,7
Експорт товарів і послуг, у % до попереднього року	63,4	127,7	128,3	101,0	97,8*
Імпорт товарів і послуг, у % до попереднього року	56,2	130,3	135,2	105,6	96,8*
Сальдо поточного рахунку, у % до ВВП	-1,5	-2,2	-6,3	-8,4	-5,9*
Рівень доларизації (депозити в іноземній валюті / M2), %	33,4	28,8	31,0	32,4	–
Дефіцит державного бюджету, у % ВВП	-3,9	-5,9	-1,8	-3,8	-1,9*
Офіційний рівень безробіття (за методологією МОП), у %	9,6	8,8	8,6	8,1	8,6*
Валовий зовнішній борг, млрд. дол. США	104,0	117,3	126,2	135,1	136,3*
Міжнародні резерви, млрд. дол. США (на кінець періоду)	26,5	34,6	31,8	24,5	23,2*
Обсяг інвестицій в основний капітал, у % до попереднього року	58,5	99,4	122,4	–**	–**

\* дані за перший квартал 2013 р.

\*\* з 2012 року цей показник замінено на "капітальні інвестиції"

\*\*\* Складено на основі [5; 14–17].

ня адміністративно-регульованих цін і тарифів [15, 7–8]. Проте у 2012 р. невідповідність урядового прогнозу інфляції її фактичним значенням виявилася просто разючою і йде у розріз з прогнозованою траєкторією досягнення середньострокового інфляційного орієнтиру – 5–6% у 2014 р. [15, 7].

3. Нарощення виробництва якісної та конкурентоспроможної продукції, яка користується попитом на світовому ринку, результатом чого має бути поліпшення структури експорту та імпорту, стабільна динаміка зростання чистого експорту. Після катастрофічного 2009 р., у 2010–2011 рр. обсяги промислового виробництва динамічно зростали, передусім завдяки ефекту низької бази (табл. 1), проте залишалися більш, ніж на 6% нижчими, ніж у передкризовому 2008 р.<sup>11</sup>. Проте у 2012 р. спад

<sup>11</sup> Звідси і надалі усі подані числові дані, на які немає безпосередніх посилань у тексті, запозичено на офіційних сайтах НБУ [14] та Державної служби статистики України [16] або розраховано авторами на підставі статистичних даних з цих сайтів.

промислового виробництва відновився і помітно поглибився у 2013 р. Після фактичного призупинення економічного зростання у 2012 р., за підсумками першого півріччя 2013 р. можна говорити про початок рецесії у вітчизняній економіці.

Темпи зростання імпорту у три посткризові роки помітно перевищували темпи зростання експорту (табл. 1). Більше половини вітчизняного експорту у цей період припадало на дві групи товарів: продовольчі товари та сировина для їх виробництва, а також чорні й кольорові метали та вироби з них, а ще понад 20% – на мінеральні продукти і продукцію хімічної та пов'язаних з нею галузей промисловості; натомість частка машин, устаткування, транспортних засобів і приладів коливалася у межах 17–19%.

4. Зростання позитивного сальдо поточного рахунку. Логічним наслідком зазначених тенденцій у зовнішній торгівлі стало швидке

зростання негативного сальдо поточного рахунку – від лише 1,732 млрд. дол. США у кризовому 2009 р. до 10,245 та 14,761 млрд. дол. США відповідно у 2011 та 2012 рр. Як відсоток ВВП від'ємне сальдо поточного рахунку сягнуло у 2012 р. 8,4%, що перевищує показник 2008 року (-7%), в останньому кварталі якого вітчизняна грошова одиниця зазнала краху.

Після відносно спокійних 2010–2011 рр., під серйозним тиском виявилися міжнародні резерви країни, які знизилися упродовж 2012 р. майже на чверть, до 24,5 млрд. дол. США. За вісім місяців 2013 р. золотовалютні резерви знизилися ще на 11,8%, досягнувши рівня 21,65 млрд. дол.

5. *Зниження рівня доларизації через укріплення довіри суб'єктів господарювання та населення до національної валюти.* Доларизація вітчизняної економіки залишається серйозною проблемою. Упродовж посткризових років помітно знизилася частка кредитів в іноземній валюті, натомість рівень доларизації депозитів перевищує 40%. Показник доларизації упродовж двох останніх років зростає (табл. 1). Незважаючи на стабільність курсу гривні упродовж кількох років, передчасно говорити про однозначну зміну симпатій економічних суб'єктів на користь національної грошової одиниці.

6. *Утримання відносно низького рівня дефіциту бюджету.* Після зниження дефіциту бюджету до зовсім прийнятних 1,8% ВВП у 2011 р., вже у 2012 він зріс більш, ніж удвічі (табл. 1). За перше півріччя 2013 р. дефіцит держбюджету зріс у 3,4 раза проти відповідного періоду попереднього року; за збереження наявної тенденції до кінця року він становитиме близько 70 млрд. грн. (4,7% ВВП).

7. *Продовження динаміки зниження рівня безробіття.* Упродовж 2010–2012 рр. рівень безробіття в Україні, розрахований за методологією Міжнародної організації праці, змінювався у межах 8–9%.

8. *Зменшення обсягу зовнішньої заборгованості.* Валовий зовнішній борг України протягом посткризового періоду постійно зростає, перевищивши на кінець 2012 р. 135 млрд. дол. США, що становить 76,6% ВВП країни. Видатки на обслуговування державного боргу України у 2013 р. перевищують видатки з державного бюджету на освіту та охорону здоров'я, разом узяті.

9. *Диверсифікація джерел енергопостачання та запровадження енергозберігаючих і альтернативних енерготехнологій.* Під тиском надвисоких цін на російський природний газ зроблено низку кроків на шляху зниження залежності від сусіда-постачальника. Зокрема, ведуться переговори і підписано деякі угоди з провідними світовими компаніями щодо видобування сланцевого газу в Україні; розпочато реверсне постачання газу з Європи, обсяги якого у 2013 р., за оцінками міністра енергетики та вугільної промисловості, можуть сягнути 10% загального імпорту. За попередніми даними, у першому півріччі 2013 р. Україна скоротила споживання газу на 7,8% порівняно з аналогічним періодом 2012 р.

10. *Нарощення інвестицій в основний капітал.* Після обвалу у 2009 р. протягом двох наступних років обсяги інвестицій в основний капітал дещо відновилися, але ледь перевищили 71% від передкризового 2008 р. З 2011 р. в Україні розраховують показник капітальних інвестицій. У 2012 р. їхня величина зросла на 8,3% проти 2011 р., а у першому півріччі 2013 р. зменшилася на 14,5% проти відповідного періоду 2012 р.

11. *Забезпечення зростання рівня доходів населення відповідно до підвищення рівня продуктивності праці.* За період 2009–2012 рр. лише в 2011 р. темпи зростання продуктивності праці (як обсягу ВВП, виробленого одним працівником) в Україні незначно перевищували темпи зростання середньої заробітної плати; натомість, за попередніми

даними, у першому кварталі 2013 р. продуктивність праці зросла на 2,9%, а заробітна плата – на 9,4% [17]. З огляду на усталену ще від 2004 р. тенденцію до боротьби за симпатії виборців за допомогою підвищення заробітних плат та пенсій, змінити ситуацію на краще буде особливо складно.

12. *Розвиток фондового ринку.* Фондовий ринок в Україні досі залишається надто далеким від ефективного виконання притаманних йому функцій.

Як видно з проведеного аналізу, особливих успіхів у досягненні бажаних економічних передумов для початку зміни режиму курсоутворення в Україні досягнути поки що не вдалося. За абсолютною більшістю параметрів ситуація сьогодні гірша, порівняно з серединою 2000-х рр., коли існували достатньо вагомі підстави для поступового переходу до реального керованого плавання вітчизняної валюти. Зауважимо, що у той період перехід до більшої гнучкості обмінного курсу гривні зумовив би її певне зміцнення, тоді як сьогодні майже неминуче спричинить швидку і значну девальвацію. Тому логічним видається висновок, що перехід до більш гнучкого курсоутворення національної грошової одиниці сьогодні є несвоечасним і недоцільним.

### Література

1. Арбузов С., Щербакова О. *Основні засади грошово-кредитної політики на 2013 рік: нотатки на полях* // Вісник НБУ. – 2013. – № 1. – С. 3–6.
2. Вахненко Т. *Оптимізація валютно-курсової політики в Україні* // Економіка України. – 2005. – № 1. – С. 28–35.
3. Петрик О. *Перехід до більшої гнучкості обмінного курсу в Україні – виклик часу* // Вісник НБУ. – 2005. – № 6. – С. 4–11.
4. Петрик О. *Історія монетарного розвитку в Україні* // Вісник НБУ. – 2007. – № 1. – С. 2–16.
5. Береславська О. *Валютні дисбаланси України* // Вісник НБУ. – 2013. – № 3. – С. 3–9.
6. Манків Н. Г. *Макроекономіка: Пер. з англ.* – К.: Основи, 2000. – 588 с.
7. Радіонова І. Ф. *Макроекономіка: теорія та політика: Підручник.* – К.: Таксон, 2004. – 348 с.
8. *De Facto Classification of Exchange Rate Regimes and Monetary Policy Frameworks [Electronic resource]* – Accessed mode: <https://www.imf.org/external/np/mfd/er/2006/eng/0706.htm>
9. Буковинський С. А., Гриценко А. А., Кричевська Т. О. *Середньострокова монетарна стратегія та проблеми її формування й реалізації в Україні* // Фінанси України. – 2008. – № 6. – С. 3–30.
10. *Заява Кабінету Міністрів України і Національного банку України про курсову політику у 2000 році [Електронний ресурс]* – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/n0001120-00>.
11. *Гнучкий режим курсоутворення: етапи запровадження та можливі наслідки для економічного розвитку України: Науково-аналітичні матеріали. Випуск 15.* / В. І. Міщенко, І. А. Нідзельська, А. П. Кулінець, С. О. Шульга. – К.: Національний банк України. Центр наукових досліджень, 2010. – 124 с.
12. Шумська С. С. *Інфляція чи ревальвація: яке з двох лих менше? (емпіричний аналіз впливу на економіку)* // Економіка і прогнозування. – 2005. – № 3. – С. 127–146.
13. Береславська О. *Ревальвація гривні: вплив на інфляційні процеси в Україні та рівень доларизації економіки* // Вісник НБУ. – 2006. – № 2. – С. 20–24.
14. *Офіційний сайт Національного банку України* – [www.nbu.gov.ua](http://www.nbu.gov.ua).
15. Арбузов С., Щербакова О. *Стан і перспективи розвитку грошово-кредитного ринку України* // Вісник НБУ. – 2012. – № 6. – С. 3–8.
16. *Офіційний сайт Державної служби статистики України* – <http://www.ukrstat.gov.ua/>.
17. Охріменко О. *Що росте швидше в Україні: заробітна плата або продуктивність праці* [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://news.finance.ua/ua/~2/0/all/2013/07/10/305153>.