

## ВАЛЮТНО-КУРСОВА ПОЛІТИКА ТА ЇЇ ВПЛИВ НА ОРГАНІЗАЦІЮ ГРОШОВОГО ОБІГУ

*В статті розглядається вплив валютно-курсової політики на організацію грошового обігу. Обґрунтовуються способи підвищення ефективності трансмісійного механізму грошово-кредитної політики України, доцільність реалізації стратегії прямого контролю над інфляцією.*

*In article influence of a currency-course policy on the monetary circulation organization is considered. Ways of increase of efficiency of transmission mechanism of the mechanism of monetary and credit policy of Ukraine, expediency of realization of strategy of the direct control over inflation are proved.*

Діюча система валютного регулювання в Україні за останні роки зазнала певного коригування, виходячи з реалій та суперечностей макроекономічного розвитку країни. Зокрема, розширено перелік операцій, що здійснюються на валютному ринку, спрощено процедуру купівлі іноземної валюти. Запроваджені заходи дещо розширили можливості роботи на валютному ринку його учасників та лібералізували потоки капіталу в іноземній валюті, проте з урахуванням прогресуючої суперечливості економічних процесів (як внутрішніх, так і зовнішніх) у попередні роки, потребують удосконалення в механізмі попередження виникнення валютних та кредитних ризиків, що особливо підкреслив чинник впливу світової фінансової кризи.

Завданням Національного банку України є проведення відповідної зміни валютно-курсової політики, яка б допомогла обмежити зростання валютних дисбалансів та знизити надзвичайно високий інфляційний "податок" на населення та бізнес. На сьогодні потрібен перехід до більш гнучкого курсоутворення, який дозволяє вирішувати поточні та майбутні економічні проблеми через можливість проведення власної незалежної грошово-кредитної політики, з відповідним дослідженням впливу валютно-курсової політики на організацію грошового обігу в Україні.

Дослідженню впливу валютно-курсової політики на організацію грошового обігу присвячено праці вітчизняних та зарубіжних науковців, серед яких: О. Бакун [1], П. Вожняк [2], В. Геєць [3], П. Дур'яш [4], В. Міщенко [5], П. Нікіфоров [6], Ю. Половнєв [7], Т. Унковська [8], Ч. Бін, Дж. Ларсен, К. Ніколов [9], Ф. Мишкін [10] та інші.

Метою статті є визначення впливу валютно-курсової політики на організацію грошового обігу для обґрунтування напрямів підвищення ефективності трансмісійного механізму грошово-кредитної політики України.

Згідно зі світовою практикою [1; 2; 9; 10], найбільш сприятливим періодом для проведення корекції курсу вважається той період, у якому є тиск на курс у бік ревальвації, оскільки це робить процес м'якшим, він супроводжується зниженням цін імпортованих товарів, зниженням інфляційних очікувань та відповідно зниженням самої інфляції.

Наприкінці вересня 2008 року на валютному ринку почав формуватися валютний дефіцит, спровокований зменшенням надходжень від експортної діяльності резидентів, ускладненням доступу до світових фінансових ринків та відповідним зниженням зовнішніх запозичень. Надалі, протягом жовтня-листопада, ці тенденції посилювалися насамперед через поглиблення світової фінансової кризи та наявності значних зовнішніх зобов'язань резидентів України.

Усвідомлюючи вади похідних фінансових інструментів, особливо в умовах загострення загальносвітової фінансової кризи, посилення нестабільності на ринках капіталу, Національний банк України змінами (зміни внесені постановою Правління Національного банку України від 28.07.2008 р. №216, зареєстрованою в Міністерстві юстиції України 01.10.2008 р. за №910/15601) до Положення про порядок та умови торгівлі іноземною валютою (затверджене постановою Правління Національного бан-

ку України від 10.08.2005 р. №281 і зареєстроване в Міністерстві юстиції України 29.08.2005 р. №950/11230, далі – Положення) заборонив проведення суб'єктами міжбанківського валютного ринку України операцій в іноземній валюті з похідними фінансовими інструментами, базовим активом яких є валютні цінності, курси валют, процентні ставки та індекси. Виключалися випадки, передбачені нормативно-правовими актами НБУ, зокрема проведення банками та їх клієнтами за зовнішньоекономічними договорами операцій з купівлі-продажу іноземної валюти на умовах "форвард" не забороняється (з певними застереженнями, передбаченими Положенням про порядок і умови торгівлі іноземною валютою).

Упродовж 2008 року ситуація на валютному ринку динамічно змінювалась. Спостерігалось домінування пропозиції над попитом на іноземну валюту, що відображалось у посиленні ревальваційного тиску на гривню. За таких умов, з метою згладжування надмірних курсових коливань, Національний банк викупував з міжбанківського ринку надлишок іноземної валюти: у липні обсяг його інтервенцій був найбільшим у 2008 році – майже 2487 млн. дол. США. Проте у вересні на міжбанківському ринку відбулося скорочення пропозиції іноземної валюти переважно через зменшення її надходжень на рахунки українських резидентів. Останнє було зумовлено зниженням світових цін на металопродукцію, а також поглибленням кризи на міжнародних фінансових ринках, який провокував вплив коштів, у тому числі з країн з перехідною економікою. Скорочення пропозиції призвело до певного ослаблення курсу гривні. За підсумками вересня баланс інтервенцій Національного банку на міжбанківському ринку був від'ємним і становив –150,3 млн. дол. США.

Водночас на готівковому сегменті валютного ринку впродовж 2008 року спостерігалось постійне зростання попиту на іноземну валюту. Так, якщо в липні сальдо купівлі банками готівкової іноземної валюти було позитивним і становило 54 млн. дол. США, то вже в серпні воно було негативним (–569 млн. дол. США). Динаміка офіційного курсу гривні до інших світових валют віддзеркалювала кон'юнктуру міжнародних ринків. Так, офіційний курс гривні до долара США з початку року підвищився на 3,7 %, щодо євро – на 6 %, до російського рубля – на 6,4 %.

Реальний ефективний обмінний курс гривні (РЕОК) за січень-серпень 2008 року підвищився на 9,4 %. Міжнародні резерви на кінець вересня 2008 року становили 37,5 млрд. дол. США, збільшившись з початку року більше, ніж на 5 млрд. дол. США, або на 15,6 %. Їх обсяг був достатнім для фінансування майбутнього імпорту товарів і послуг упродовж 3,7 місяця. Середньозважена ставка за операціями з рефінансування становила 15,3 % річних, тоді як за 2007 рік її значення становило 9,5 %.

Збільшення гнучкості обмінного курсу дало змогу Національному банку України більш активно використовувати потенціал процентної політики. В умовах необхідності підтримки ліквідності банківської системи процентна політика у 2008 році була головним монетарним важелем впливу на цінові процеси і продовжувала спрямовуватися на підвищення внутрішньої вартості

національної грошової одиниці. У зв'язку з цим Національний банк: активно використовував ставки за мобілізаційними операціями – відсоткові ставки за депозитними сертифікатами зберігалися на високому рівні (від 0,1 % до 10,0 % залежно від терміну); підвищував вартість підтримки ліквідності банків через операції рефінансування (середньозважена ставка за операціями рефінансування збільшилася з 14,7 % до 15,3 %).

Спекуляції на валютному ринку досягали у 2008 році нечуваних з середини 90-х років масштабів. Наслідки нинішньої девальвації, зокрема вилучення гривневих депозитів з банків, виведення капіталу нерезидентів, тінізація значної кількості розрахунків, суперечать низької активності НБУ у стабілізації валютних очікувань. Проблемні питання пов'язані із утриманням НБУ від поповнення золотовалютних резервів у 2008 році; ревальвацією гривні; боргом у вигляді кредитів (близько 38 млрд. дол.), який брали вітчизняні банки переважно для кредитування споживання, кредитуючи імпорту; заборонами головному регулятором банківської системи дострокового вилучення депозитів громадян; рефінансування банків.

Проведення інтервенцій на валютному ринку не зупиняє падіння курсу гривні. З резервів було продано понад 7 млрд. дол. за останні 2 місяці 2008 року, приблизно 3 млрд. дол. склало перевищення купівлі валюти громадянами над продажами за цей же період, тоді як ще 4 млрд. дол. використано для погашення банками своїх зовнішніх боргів, або для фіксації своїх прибутків нерезидентами.

Аналіз наслідків невизначеної валютної політики НБУ (згідно Основних засад грошово-кредитної політики на 2008 рік курс передбачався в межах 4,85-5,05 грн./дол.) підтверджує її неефективність. Антиінфляційні заходи у вигляді укріплення гривні не мали належного ефекту, інфляційний тиск в Україні послабився завдяки сприятливому врожаю і глобальній дефляції, тоді як девальвація, починаючи з вересня 2008 року, не збільшила ефективності діяльності основних експортерів: обсяги їх виробництва впали на 20 %-50 % переважно за рахунок погіршення світового попиту.

Аналізуючи наслідки коливань валютного курсу, розглянемо ревальвацію гривні 2008 році. Першим наслідком є фіксація прибутків нерезидентів і відтік капіталу. Згідно офіційній звітності НБУ, обсяг ОВДП у портфелі нерезидентів становив 2,3 млрд. грн. станом на середину травня 2008 року. Після укріплення гривні обсяг ОВДП почав скорочуватись через їх продаж нерезидентами вітчизняним банкам і небанківським установам. За 4 місяці скорочення склало 1,7 млрд. грн., що сприяло підвищенню доходності державних цінних паперів на вторинному ринку, що в кінцевому рахунку підвищило вартість запозичень для Міністерства фінансів з 7,5 % до 17 % за 2008 рік.

Другим наслідком є реальна ревальвація гривні і погіршення конкурентоспроможності вітчизняних виробників. Реальний ефективний обмінний курс гривні укріпився на 14,6 % за 2008 рік, порівняно з незначною його девальвацією за аналогічний період 2007 року, що мало прояв у погіршенні конкурентоспроможності вітчизняних виробників і збільшенні дефіциту торгового балансу до 10,2 млрд. дол. за 2008 рік, що втричі більше аналогічного періоду 2007 року.

Серед наслідків девальвації 2008 року слід зазначити переоцінку активів банків, зниження довіри до національної валюти, виведення капіталу нерезидентів через фіксацію прибутків. Девальвація мала протилежний ефект щодо вартості активів банків. Їх приріст в умовах масового відтоку депозитів і припинення кредитування, склав 5,1 %, а прибутки банків зросли на 17,5 %. Девальвація гривні значною мірою відобразилася на відтоку гривневих депозитів з банків (відтік гривневих депозитів склав 9,2 %). Випадки фіксації прибутків у країнах з еко-

номікою, що розвивається, мали місце після необґрунтованого укріплення валюти, або після девальвації. Прикладом є Росія, де Центральним банком Росії протягом вересня-жовтня 2008 року було витрачено 19 % резервів щоб призупинити 16 % падіння рубля. В Україні фіксація прибутків продовжилася, про що свідчить динаміка скорочення ОВДП у нерезидентів, падіння індексу ПФТС після девальвації додатково на 17 %, а також збільшення доходності вітчизняних державних єврооблігацій з 8 % до 27 % протягом 2008 року.

На наш погляд, в зазначених умовах політика спрямована на зменшення попиту на імпорту є вірною. В ситуації, коли не вистачає гривні, про що свідчать ставки на міжбанківському ринку, продаж валюти за постійно фіксованим курсом сприятиме стабільності грошового обігу.

Розглянемо яким чином заходи валютно-курсової політики позначилися на регулюванні грошового обігу. Проаналізуємо структуру та динаміку грошових агрегатів.

Станом на 01.01.2009 року грошова маса М3 становила 483,8 млрд. грн. і збільшилася за 2008 рік на 2,7 млрд. грн., або на 0,6 % через зростання залишків за переказними депозитами в іноземній валюті (на 1,5 млрд. грн., або на 5,2 %) та іншими депозитами в іноземній валюті (на 17,3 млрд. грн., або на 18,9 %), переважно через знецінення гривні щодо основних валют.

З початку 2008 року темпи зростання монетарних агрегатів у річному обчисленні мали низхідну динаміку. Так, темпи зростання грошового агрегату М3 знизилися до 132,3 % проти 135,8 % за рахунок уповільнення темпів зростання готівкових коштів в обігу поза депозитними корпораціями (139,2 % проти 147,8 %), переказних депозитів в національній валюті (101,5 % проти 107,8 %), інших депозитів (138,8 % проти 139,6 %). Відбулось скорочення коштів за цінними паперами, крім акцій (91,0 % проти 104,2 %). Водночас прискорилися темпи зростання в річному обчисленні переказних депозитів в іноземній валюті (153,5 % проти 143,9 %).

Зростання грошового агрегату М3 відбулося виключно за рахунок депозитів сектору домашніх господарств та некомерційних організацій, що обслуговують домашні господарства, які збільшилися в річному обчисленні на 33,0 %. При цьому обсяги залишків за іншими та переказними депозитами в іноземній валюті зросли відповідно на 13,7 і 1,5 млрд. грн. переважно за рахунок знецінення гривні до іноземних валют. Залишки за переказними депозитами в національній валюті сектору домашніх господарств зменшилися на 0,7 млрд. грн.

Посилення вартості гривні та вжиття пруденційних заходів превентивного характеру сприяло певному уповільненню темпів розширення грошової маси через зменшення темпів зростання кредитних вкладень. Як наслідок, грошовий мультиплікатор (який відображає інтенсивність розширення грошової маси за рахунок існуючих на ринку базових грошей) зменшився з 2,92 до 2,80, а на початок року його значення становило 2,79.

Проте політика Національного банку України була спрямована не стільки на обмеження темпу зростання кредитних вкладень узагалі, скільки на стримування кредитної активності тих банків, які не мають для цього необхідного обсягу ресурсів належної строковості. Надмірно ризикова кредитна діяльність банків (особливо на ринку споживчих кредитів) спричинила поглиблення ризиків накопичення фінансових дисбалансів, які в разі реалізації впливають і на стабільність національної грошової одиниці.

Надликованість банківської системи, на наш погляд, є однією з головних причин зменшення дієвості імпульсів грошово-кредитної політики. Доходи від цінних паперів, використаних в операціях на вільному ринку, для комерційних банків визначають, скоріше, граничний прибуток від інвестицій, ніж гранично високу собівартість

придбання грошей. Таким чином, основний ринковий інструмент центрального банку не може ефективно вплинути на кредитне постачання та рівень позичкового проценту з боку комерційних банків.

Низький рівень монетизації і покриття Національним банком України дефіциту державного бюджету збільшує вплив дефіциту на інфляцію. Зниження темпів інфляції повинно супроводжуватися послідовним відходом від режиму фіксованого валютного курсу на користь розвиненої системи плаваючого курсу [4; 5]. Впровадження режиму плаваючого курсу валюти обґрунтовується зростаючим ризиком зниження конкурентоспроможності вітчизняного експорту і відсутністю координації між монетарною та фінансовою політикою [3; 6; 7; 8], остання, до того ж, не відповідає змінам грошово-кредитної політики, що є необхідною умовою здійснення ефективного контролю над обмінним курсом.

Збільшення гнучкості обмінного курсу має на меті зниження темпів зростання міжнародних резервів і створення коридору для очікуваного росту гривні. Інше завдання полягає у зменшенні валютному ризику, пов'язаного з впливом капіталу, здебільшого спекулятивного характеру. Зростання гривні повинно відбуватися без адміністративного тиску з боку НБУ, шляхом безпосереднього впливу на ціну іноземних валют, що вимагає впровадження більш гнучкого механізму обмінного курсу. У цьому зв'язку, доцільною для реалізації є DIT-стратегія (Direct Inflation Targeting), або прямий контроль над інфляцією.

З огляду на підтримку зовнішнього балансу економіки в контексті збільшеної мобільності світового капіталу жорсткий механізм формування валютного курсу є неефективним. Більше того, контроль над валютним курсом потребує певної еластичності бюджетної політики щодо внутрішнього та зовнішнього порушення грошового обігу. Зважаючи на глибокі зміни в грошово-кредитній політиці, пропонуємо взяти до уваги перешкоди щодо прийняття та реалізації DIT-стратегії, а саме: недостатній або занадто жорсткий контроль негативно позначається на довірі до монетарних органів влади; недостатня координація грошово-кредитної та бюджетної політики; зростання побоювань, що занадто амбітний механізм контролю над інфляцією призведе до значних антиінфляційних витрат порівняно з альтернативними стратегіями.

Водночас на користь DIT-стратегії пропонуємо наступні аргументи: інфляційні очікування (за досить низького рівня інфляції) впливають на зростання цін. DIT-стратегія реалізується таким чином, щоб збільшити можливість інформування економічного середовища щодо планів грошово-кредитної політики, що, в свою чергу, сприяє формуванню інфляційних очікувань; позитивні досягнення НБУ на шляху зниження темпів інфляції заклали фундамент довіри до нього, що є чинником ефективного втілення DIT-стратегії; введення більш гнучкого механізму валютного курсу збільшує автономію грошово-кредитної політики, що створює сприятливі умови для реалізації DIT-стратегії; фундаментальні перетворення в інституційній структурі центрального банку є підґрунтям для більшої його незалежності.

Таким чином, для реалізації DIT-стратегії існують наступні підстави: чіткий та зрозумілий контроль над інфляцією поліпшить зв'язок між Національним банком України та економічним середовищем; збільшена прозорість грошово-кредитної політики посилить довіру до НБУ; стане можливою гнучка реакція на внутрішні і зовнішні шоки, до яких економіка України надчутлива; макроекономічні втрати від зниження темпів інфляції зменшаться завдяки підвищенню рівня реальності очікувань економічних агентів; буде ліквідовано труднощі, які асоціюються з проміжними планами.

Прогнозні оцінки інфляції мають прийматися в межах валютного коридору, а середньострокові – на максимальному рівні. Отже, впровадження дискретних оцінок інфляції допоможе посилити довіру до грошово-кредитної політики, оскільки зробить зрозумілими заходи Національного банку України щодо досягнення та підтримки конкретної траєкторії інфляції. Дискретні і прогнозні оцінки передбачають жорстку відповідальність грошово-кредитної політики за можливу реакцію на шоки. Визначення прогнозних оцінок в межах валютного коридору збільшує гнучкість грошово-кредитної політики. Більше того, це істотно збільшує ймовірність виконання плану (у випадку дискретного плану ймовірність дорівнює нулю), що також підтримує довіру до центрального банку.

Впровадження DIT-стратегії, на нашу думку, є своєчасним і ефективним прийомом, особливо, якщо взяти до уваги, що її мета полягає, скоріше, в зменшенні інфляції, аніж у стабілізації цін. На наш погляд, саме DIT-стратегія має стати для монетарних політиків та економічних агентів однозначним і ясным критерієм прийняття відповідних рішень, що стимулюватиме реалізацію антиінфляційної політики і спонукатиме грошово-кредитну політику до відкритості та прозорості. В результаті, за умов подальшого розвитку ринкової економіки та зовнішньої пропозиції грошей, ефективність трансмісійних механізмів зросте і посиляться їх стабільність, що, у свою чергу, вдосконалив організацію грошового обігу, посилить дієвість і авторитет грошово-кредитної політики Національного банку України.

1. Бакун О. Пряме таргетування інфляції: досвід Чехії / О. Бакун // Вісник НБУ. – 2003. – №3. – С.60-61. 2. Вожняк П. Досвід подолання інфляції у Польщі: 1990 – 2004 / П. Вожняк // www.case-ukraine.kiev.ua. 3. Геєць В. Незалежність центрального банку – запорука стабільності / В. Геєць // Урядовий кур'єр. – 2006. – №92. 4. Дур'яш П. Взаємозв'язок курсової та антиінфляційної політики в Польщі / П. Дур'яш // Економічний Часопис-XXI. – 2001. – №3 // www.soskin.info. 5. Міщенко В.І. Методологічні та методичні проблеми запровадження таргетування інфляції / В.І. Міщенко // Вісник НБУ. – 2006. – №5. – С.40-45. 6. Нікіфоров П.О. Теорія та методологія регулювання грошового обігу / П.О. Нікіфоров. – Чернівці: Рута, 2002. – 327с. 7. Половнєв Ю.О. Досвід країн, які запровадили режим інфляційного таргетування / Ю.О. Половнєв // Інфляційне таргетування: основи запровадження та виконання умов. Матеріали семінару. – К. – 2006. 8. Унковська Т. Взаємозв'язок процентних ставок у контексті монетарної трансмісії та оптимізації політики рефінансування / Т. Унковська // Вісник НБУ. – 2005. – №4. – С.35-38. 9. Bean Ch. Financial Frictions and the Monetary Transmission Mechanism theory, evidence and policy implications / Ch. Bean, J. Larsen, K. Nikolov // European Central Bank Working Paper series. – 2002. – №3. – P.12. 10. Mishkin F. Symposium on the Monetary Transmission Mechanism // Journal of Economic Perspectives / F. Mishkin. – 1995. – Vol.9. – №4. – P.4.

Надійшла до редколегії 18.09.2009

Р. Кулиев, д-р екон. наук, проф.

## МИРОВОЙ ОПЫТ РАЗВИТИЯ СЕЛЬСКОГО ХОЗЯЙСТВА И ПРОДОВОЛЬСТВЕННАЯ БЕЗОПАСНОСТЬ ГОСУДАРСТВА

*В статье рассматриваются современные тенденции развития сельского хозяйства и определяются факторы продовольственной безопасности страны.*

*Modern progress of agriculture trends are examined and the factors of food safety of country are determined in the article.*

В конце XX – начале XXI века, когда в мире начали проявляться угрожающие признаки продовольственного

кризиса, правительства всех стран вынуждены обратить особое внимание на развитие сельского хозяйства. Рост