

УДК 336.7: 339.743

Шулакова К. І., аспірантка

ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України»

## МАКРОЕКОНОМІЧНИЙ КОНТЕКСТ РОЗВИТКУ ВАЛЮТНОГО РЕГУЛЮВАННЯ В УКРАЇНІ

*Досліджено вплив макроекономічних показників на динаміку валютного курсу та розвиток валютного регулювання в Україні. Встановлено, що показниками, які мають найбільший зв'язок із курсом гривні, є ВВП, ціни на сировинні товари українського експорту, індекс споживчих цін та іноземні інвестиції. Доведено, що макроекономічний контекст визначає політику валютного регулювання шляхом впливу на динаміку обмінного курсу гривні. Обґрунтовано, що НБУ потрібно визначати напрям політики валютного регулювання на підставі моніторингу макроекономічних індикаторів.*

**Ключові слова:** макроекономічні показники, динаміка обмінного курсу, політика валютного регулювання, валютні кризи.

**K. Shulakova, Post Graduate Student**

*State Organization «Institute for Economics and Forecasting, NAS of Ukraine»*

## THE MACROECONOMIC CONTEXT OF THE DEVELOPMENT OF EXCHANGE CONTROL IN UKRAINE

*The article considers with the influence of macroeconomic indicators on the dynamics of the exchange rate and the development of currency regulation in Ukraine. Established that the parameters with the closest relation with the exchange rate with hryvnia rate include GDP, prices for the commodities of Ukrainian exports, CPI and foreign investments. Proved that the macroeconomic context determines the policy of currency regulation by influencing the dynamics of the exchange rate of the hryvnia, and that the NBU should determine the line of the policy of currency regulation based on the monitoring of the macroeconomic indicators.*

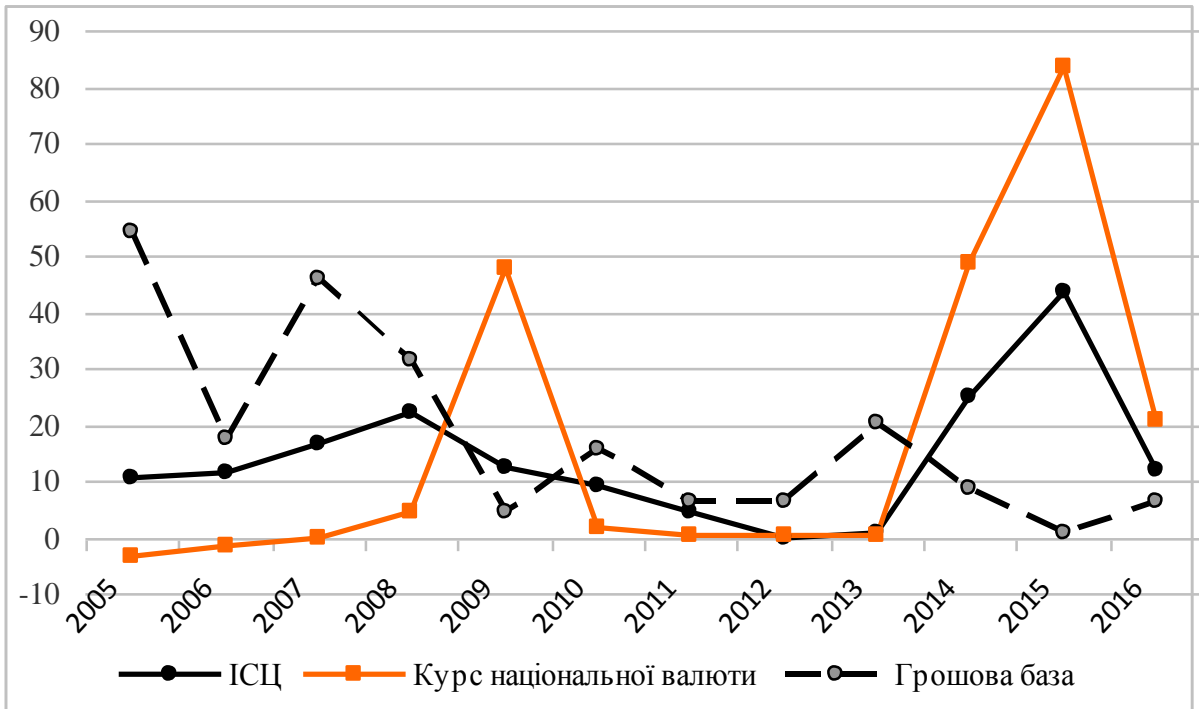
**Keywords:** macroeconomic indicators, dynamics of the exchange rate, policy of currency regulation, currency crisis.

**JEL: Q11, Q17, Q18**

**Виклад основного матеріалу.** В Україні важливим фактором розвитку економіки взагалі та валютного ринку зокрема є динаміка валютного курсу. Валютний курс також виступає основним об'єктом валютного регулювання. Так, на відміну від країн із розвинутою економікою, валютний курс в Україні виступає ключовим фінансовим показником як для професійних учасників фінансового ринку, так і для населення, оскільки від нього залежить багато економічних параметрів.

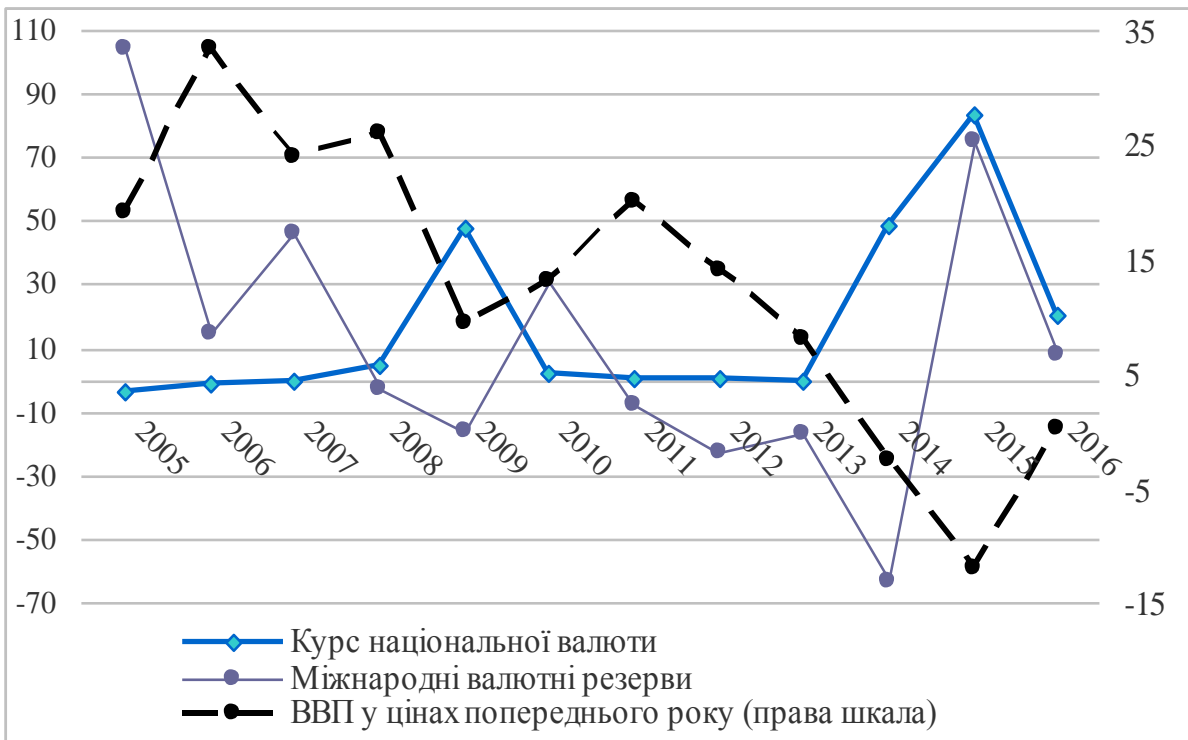
Зокрема, динаміка валютного курсу впливає на рівень внутрішніх цін шляхом зміни цін на імпортні товари і послуги та товари вітчизняного виробництва, що включають витрати на імпортні складові. Крім того, залежність між курсом валюти та рівнем цін зростає при підвищенні темпів інфляції. За високих темпів інфляції рівень цін досить швидко зростає та спонукає конвертацію внутрішніх цін у більш стабільні валюти, що призводить до доларизації економіки та девальваційного тиску на національну грошову одиницю.

З іншого боку, динаміка валютного курсу в свою чергу залежить від макроекономічного та інституційного контексту. Так, на стабільність курсу впливають макроекономічні фактори, які можна віднести до монетарного та структурного аспектів. Зокрема, в економіці України спостерігається вплив на курс гривні таких факторів монетарного характеру, як рівень інфляції та інфляційні очікування, обсяг грошової бази та міжнародних валютних резервів. Курс національної валюти залежить як від монетарної політики НБУ, так і від міжнародних фінансових ринків, але лише тією мірою, якою вітчизняні економічні агенти до них долучаються. Рівень інтеграції національної економіки у світову насамперед відображає структура економіки, що найбільш яскраво проявляється у попиту та пропозиції вітчизняних товарів на світовому ринку, потребі в імпортних продуктах, русі капіталу та, що особливо характерно для України, у рівні запозичень фінансових ресурсів у зовнішніх контрагентів. Також на курс української гривні впливає ефективність економіки загалом, що, зокрема, відображає ВВП.



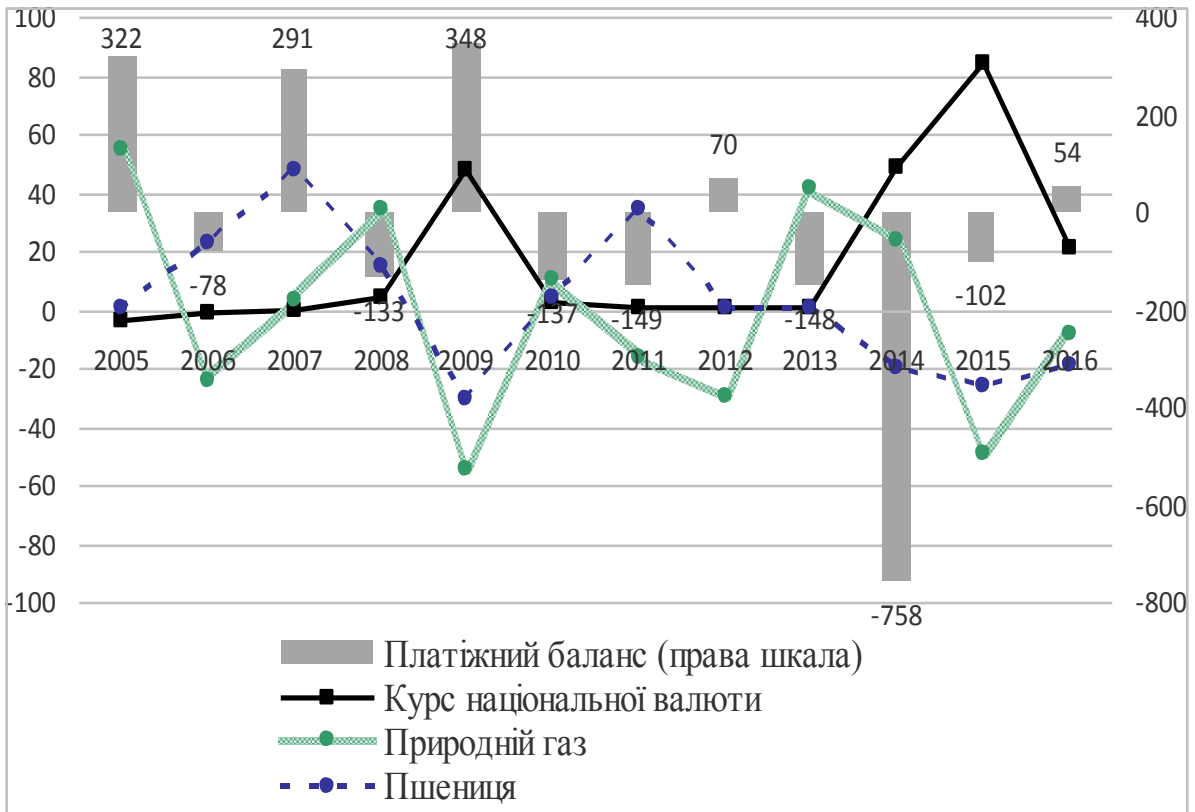
**Рис. 1. Річні темпи зміни курсу гривні до долара США, індексу споживчих цін та грошової бази, 2005–2016 рр., %**

Джерело: за даними офіц. сайту НБУ: [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://bank.gov.ua>

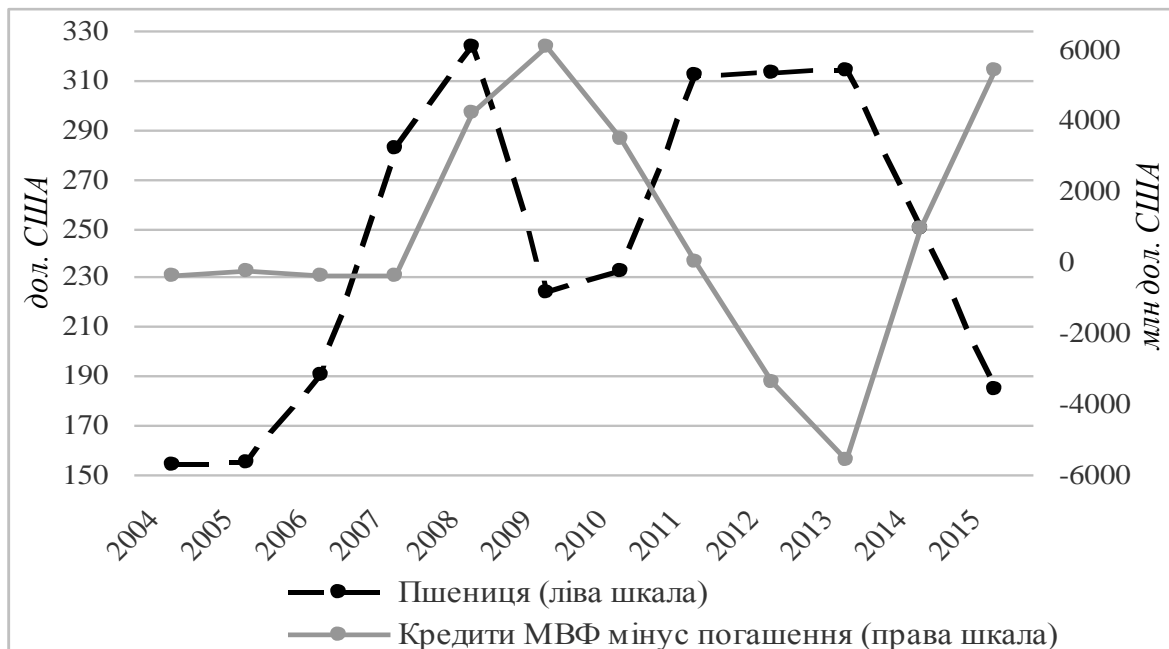


**Рис. 2. Річні темпи зміни курсу гривні до долара США, міжнародних валютних резервів та ВВП, 2005–2016 рр., %**

Джерело: за даними офіц. сайту НБУ: [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://bank.gov.ua>

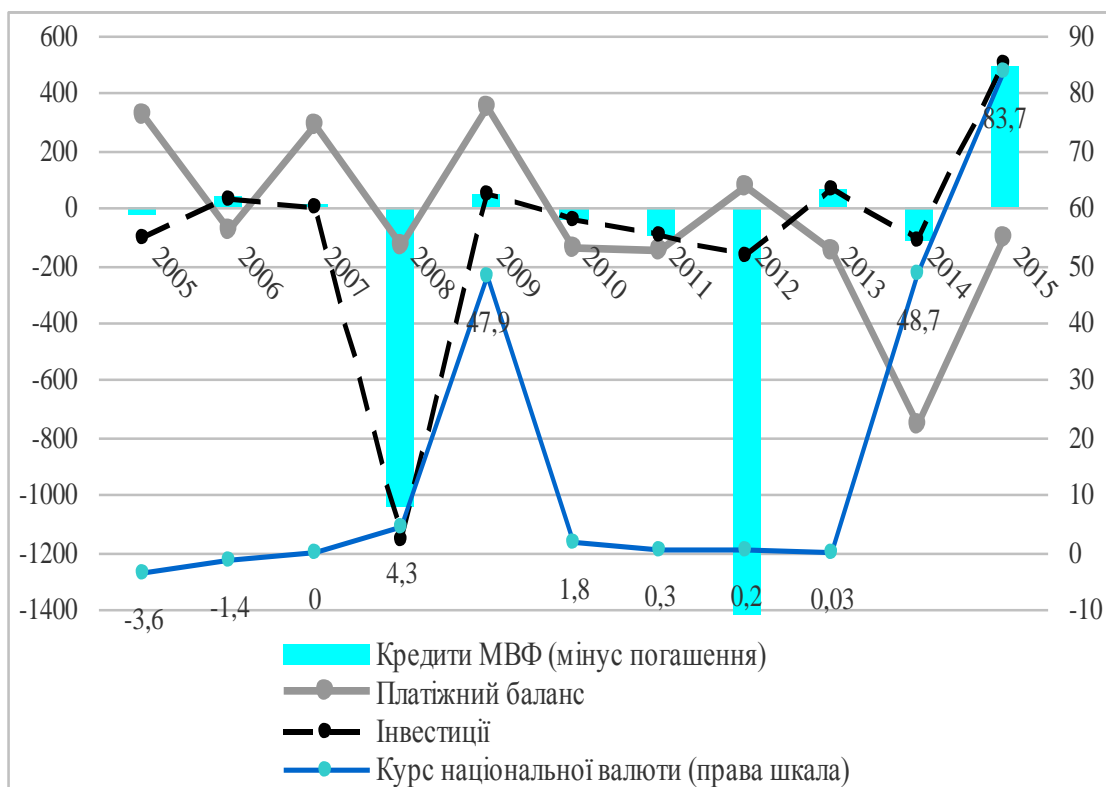


**Рис. 3. Річні темпи зміни курсу гривні до долара США, сальдо платіжного балансу та світових цін на ключові товари українського експорту та імпорту, 2005–2016 рр., %**  
 Джерело: за даними офіц. сайту НБУ: [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://bank.gov.ua>; Commodity Prices: [Електронний ресурс] / Index Mundi data portal. – Режим доступу : <http://www.indexmundi.com/commodities/>



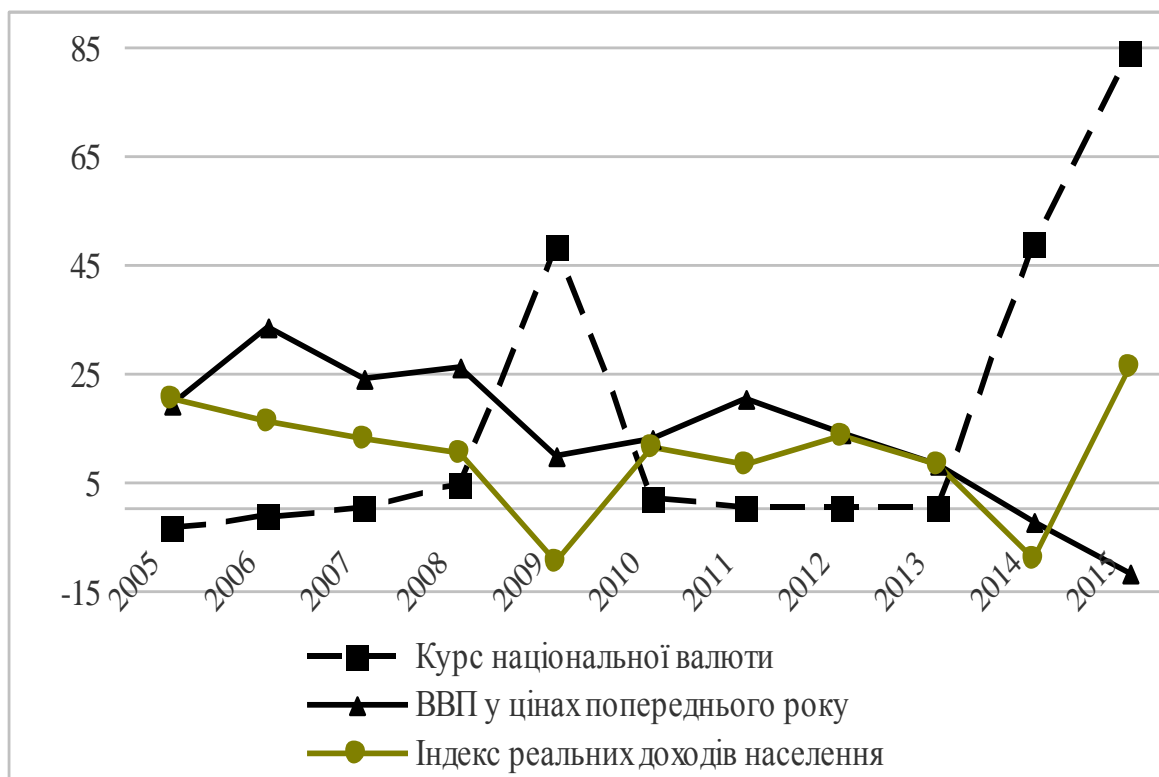
**Рис. 4. Динаміка світових цін на пшеницю та обсяги отримання кредитів від МВФ, 2004–2015 рр.**

Джерело: Динаміка платіжного балансу України [Електронний ресурс] / офіц. сайт НБУ. – Режим доступу : [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article:jsessionid=06EDB7111D2E6AC8F7B13C10BCE2C1DA?showHidden=1&art\\_id=65613&cat\\_id=44446](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article:jsessionid=06EDB7111D2E6AC8F7B13C10BCE2C1DA?showHidden=1&art_id=65613&cat_id=44446)



**Рис. 5. Річні темпи зміни курсу гривні до долара США, кредитів від МВФ, надходження іноземних інвестицій та платіжного балансу, 2005–2015 рр., %**

Джерело : за даними офіц. сайту НБУ: [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://bank.gov.ua>



**Рис. 6. Річні темпи зміни курсу гривні до долара США, обсягів ВВП та реальних доходів населення , 2005–2015 рр., %**

Джерело : за даними офіц. сайту Державної служби статистики України: [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [http://www.ukrstat.gov.ua/operativ/menu/menu\\_u/nac\\_r.htm](http://www.ukrstat.gov.ua/operativ/menu/menu_u/nac_r.htm)

Як вже зазначалося, крім макроекономічних факторів, що формують довгострокові тенденції розвитку валютного ринку, на валютний курс також впливають чинники кон'юнктурного характеру, зокрема, спекулятивні операції на валютному ринку, розвиток інших сегментів фінансового ринку, особливо ринку цінних паперів

Розглянемо вплив найважливіших макроекономічних показників на динаміку обмінного курсу гривні. В багатьох випадках спадаючу динаміку курсу національної валюти пов'язують із її надмірною емісією. В Україні найчастіше це спричинено фінансуванням центральним банком бюджетних дефіцитів уряду. У 1997 р. спостерігався значний приплив короткострокового капіталу в результаті реалізації ОВДП з надвисокою доходністю для фінансування дефіциту бюджету, внаслідок чого відбулась девальвація гривні на 1,7%. Проте вже у вересні 1997 р. через початок кризи в Азії відбувся різкий відплив капіталу з країн, що розвиваються, в тому числі з України. Неспроможність України виконувати зобов'язання по ОВДП, половина з яких перебувала у портфелях іноземних інвесторів, спровокували девальваційні тенденції й введення у вересні 1997 р. валютного коридору та ряду адміністративних обмежень.

Надмірне зростання грошової бази в умовах реального падіння виробництва може викликати підвищення цін, активізувати попит на стабільні іноземні валюти в країні та призводити до падіння курсу національної валюти. Так, вплив надмірної емісії неодноразово проявлявся у кризові періоди під час глибоких девальваційних падінь гривні. Треба зазначити, що, з одного боку, емісія може впливати на обмінний курс і рівень цін, а з іншого – варто виокремити зв'язок між девальвацією та інфляцією, який відображений на рис. 1. Із 2005 по 2008 рр. рівень інфляції та девальвації зростає, протягом 2010–2013 рр. спостерігається стабілізація обох показників, а з 2014 р. у зв'язку з початком економічної та політичної криз вони стрімко зростають, сягнувши 43% інфляції і рівня обмінного курсу приблизно 26 грн за один долар США.

Щодо обсягу грошової бази, то її динаміка більш мінлива. Зокрема, у кризові періоди 2008–2009 та 2014–2015 рр. спостерігалось скорочення темпів зростання грошової бази. Зниження цього показника використовувалось як інструмент боротьби з інфляцією та девальвацією. Це зумовило скорочення темпів інфляції та зміцнення обмінного курсу у 2010 та 2016 рр.

Крім фактичного рівня інфляції, важливим фактором є інфляційні очікування, які формують попит на іноземну валюту, що може зумовити зростання або зниження обмінного курсу. В періоди високого рівня інфляції економічні агенти часто для збереження національної валюти від знецінення інвестують у стабільну іноземну валюту, ще більше ускладнюючи ситуацію, стимулюючи подальше падіння курсу національної валюти.

Показник чистих міжнародних резервів характеризує зовнішню стійкість грошової одиниці. Поповненню міжнародних валютних резервів країни сприяє позитивне сальдо платіжного балансу. Динаміка показників МВР та ВВП за період з 2007 по 2015 рр. відзначилась спадним трендом, за винятком 2010 та 2011 рр. відповідно, та глибокими провалами у 2009 р. для обох показників та у 2014 р. – для МВР, а у 2015 р. – для ВВП, а це співпадало з девальваційними стрибками гривні. З 2010 по 2013 рр. на валютному ринку спостерігалась стабілізація гривні на рівні 7,93–7,99 грн за долар США. За цей період не відзначалося економічного зростання, припливу інвестицій або доходів експортерів, про що свідчить зазначений негативний тренд ВВП. Отже, можна зробити висновок, що стабільний обмінний курс штучно підтримувався шляхом проведення інтервенцій НБУ за рахунок ЗВР і був прив'язаний до долара США (рис. 2).

Протягом 2015 р. та 4 місяців 2016 р. НБУ збільшив міжнародні резерви до 13,2 млрд дол. США завдяки співпраці України з МВФ та іншими міжнародними кредиторами, а також інтервенціям із купівлі валюти. У лютому 2015 р. міжнародні резерви знизилися до критичного рівня – 5,6 млрд дол. США, оскільки НБУ проводив активні інтервенції для стабілізації обмінного курсу та підтримання НАК

«Нафтогаз України». У таких умовах НБУ вдався до жорстких адміністративних обмежень, зобов'язавши експортерів продавати до 90% валютної виручки (потім зменшено до 75 та 65%) та впровадивши заборону на репатріацію дивідендів та дострокове погашення зовнішніх зобов'язань. Адміністративні заходи разом із жорсткою монетарною політикою відіграли досить важливу роль у стабілізації валютного ринку. Починаючи із другого півріччя 2015 р., НАК «Нафтогаз України» закуповує валюту для оплати імпортного газу на міжбанківському валютному ринку, тобто НБУ більше не здійснює прямої підтримки компанії через цільові інтервенції<sup>1</sup>.

Слід відзначити залежність обмінного курсу від структури і сальдо платіжного балансу. За активного платіжного балансу курс національної валюти зростає, оскільки на валюту збільшується попит іноземних економічних агентів. Маштаби, в яких платіжний баланс може впливати на обмінний курс, залежать від ступеня відкритості економіки. Високий рівень відкритості підвищує еластичність обмінного курсу до платіжного балансу. Важливе місце посідає політика регулювання руху капіталів і поточного рахунку. Позитивне сальдо торгового балансу підвищує попит на національну валюту, що сприяє підвищенню її курсу, і навпаки. На рух капіталів впливають також національні відсоткові ставки. Однак надмірний приплив короткострокового капіталу в країну може спровокувати збільшення грошової маси, наслідком чого можливе зростання девальвації та інфляції.

В Україні сальдо платіжного балансу з 2005 р., за винятком кількох років, майже завжди було негативним. У 2005 р. позитивне сальдо платіжного балансу становило 322 млн дол. США, а у 2010 р. – 5031 млн дол. США. Найбільшою мірою це було спричинено значним припливом інвестицій – ПІІ збільшились до 7533 та до 5759 млн дол. США у 2005 та 2010 рр. відповідно <sup>2</sup> (рис. 3, 4). Варто зазна-

чити, що у структурі інвестицій в Україну переважають ПІІ з офшорних юрисдикцій, що свідчить про фіктивність таких інвестицій та відмивання коштів.

Сальдо рахунку поточних операцій у 2015 р. також було профіцитним і становило 849 млн дол. США. Такий результат досягнуто завдяки перевищенню експорту над імпортом переважно через скорочення імпорту російських енергоносіїв. Виділені МВФ Україні кредитні кошти сприяли врівноваженню платіжного балансу. Позитивними факторами виступили реструктуризація зовнішнього державного боргу та його часткове списання, а також надходження прямих іноземних інвестицій, переважну частку яких становила докапіталізація банків материнськими установами, що жодним чином не стосується інвестицій у реальну економіку. Комплекс зазначених факторів сприяв нарощенню ЗВР, але не зміг стабілізувати на тривалий час курс гривні, що дає підстави вважати валютні спекуляції вирішальним фактором впливу на курс гривні.

Поряд із тим на графіку не прослідковується чіткий зв'язок між динамікою сальдо платіжного балансу та курсом гривні. Починаючи з 2011 р. спостерігається тенденція до зниження сальдо платіжного балансу та цін на вітчизняний сировинний експорт (рис. 3). Це характерно для країн із сировинною економікою. Необхідно зазначити, що Україна належить саме до малих відкритих сировинних економік, експортні товари якої представлені на ринках сільськогосподарської продукції, чорної металургії та простої хімії.

На рис. 3 також зображено динаміку річних темпів приросту важливих товарів експорту пшениці та імпорту природного газу. Амплітуда коливань зазначених показників відрізняється, але пікові стрибки цін відбуваються в однакові часові проміжки. Саме зазначені цінові провали – у 2009 та 2013–2016 рр. та зростання цін на ці товари у 2010–2013 рр. співпадають із обвалом курсу гривні у 2009 р.

<sup>1</sup> Звіт про фінансову стабільність [Електронний ресурс] / офіц. сайт НБУ. – 2016 (Червень). – Режим доступу : <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=32241744>

<sup>2</sup> Динаміка платіжного балансу України [Електронний ресурс] / офіц. сайт НБУ. – Режим доступу :

[https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?jsessionid=06EDB7111D2E6AC8F7B13C10BCE2C1DA?showHidden=1&art\\_id=65613&cat\\_id=44446](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?jsessionid=06EDB7111D2E6AC8F7B13C10BCE2C1DA?showHidden=1&art_id=65613&cat_id=44446)

та 2013–2015 рр. та курсовою стабілізацією протягом 2010–2013 та 2016 рр.

Незважаючи на те, що Україна імпортує основну частину енергоносіїв, ціни на які знижувалися майже протягом усього 2015 р., а ціна нафти на початку 2016 р. досягла дванадцятирічного мінімуму, це не посприяло стабілізації або зростанню курсу гривні. Натомість зниження цін на сировинний експорт безпосередньо впливало на обмінний курс гривні. Причому падіння цін на сировину на світових і внутрішньому ринках (пшениця, сталь, газ, залізна руда, вугілля), а також збільшення податків на видобуток у 2014 та 2015 рр. не змінило структури вітчизняної економіки<sup>3</sup>. Крім того, така залежність дає нам підстави вважати, що валютні кризи в Україні пов'язані з ціною на основні товари експорту, а економічне зростання – зі зростанням цін на зазначені товари<sup>4</sup>. Затяжна поточна валютна криза має саме сировинний характер. Зниження світових цін на сировину спричинює зниження доходів від реалізації експорту, провокує втечу капіталу, обвал обмінного курсу, зниження міжнародних валютних резервів та більш жорстке валютне регулювання.

Різні міжнародні інвестиційні компанії прогнозують можливий подальший низький інтерес інвесторів до ринків країн, що розвиваються, особливо сировинних експортерів. Це спричинено повільним відновленням економік, волатильними цінами на сировинні товари та прогнозованим підвищенням курсу долара США до інших світових валют.

Такий розвиток змушує звертатись до міжнародних інститутів за фінансовою допомогою. Так, надходження кредитних траншів від МВФ за програмою Stand-by співпадали зі зниженням світових цін на сировину: 2008–2009 рр., 2010, 2014 та 2015 рр. (рис. 4). Традиційно вважається, що повноцінна співпраця із МВФ за програмою EFF під час ва-

лютних криз є критично важливою передумовою макроекономічної та фінансової стабільності в Україні. Будь-які затримки із реалізацією програми створюють значні репутаційні ризики для України та ставлять під загрозу присутність уряду та приватних позичальників на міжнародних ринках капіталу. Винятком є останній рік, коли кредитний транш від МВФ не надходив, проте вдалося досягти валютної стабілізації на ринку. Тому для активізації боргового ринку та зниження залежності від зовнішнього фінансування необхідно переорієнтувати запозичення із зовнішнього ринку на внутрішній.

Слід зазначити, що істотний вплив на динаміку обмінного курсу гривні чинять приплив та відплив інвестицій. Ця залежність була яскраво продемонстрована у 2008 та 2014 рр. (рис. 5). Крім того, у 2005 р. спекулятивні очікування зміцнення курсу гривні спровокували приплив іноземного спекулятивного капіталу. Ситуація загострювалась зростанням зовнішніх корпоративних запозичень та приростом іноземних інвестицій від приватизації, в результаті чого відбулась ревальвація з 5,32 грн за дол. США у 2004 р. до 5,12 у 2005 р. та 5,05 у 2006 та 2007 рр.

Протягом 2008–2014 рр. в Україну скоротився приплив портфельних інвестицій з 5753 млн дол. США у 2007 р. до -1280 млн дол. США у 2008 р. та прямих інвестицій з 9683 млн дол. США у 2008 р. до 4654 млн дол. США у 2009 р., що призвело до девальваційного тиску на гривню і зниження її курсу з 5,26 грн за дол. США у 2008 р. до 7,7 та 8,00 грн у січні та жовтні 2009 р. відповідно. Для стримання негативного впливу фінансової кризи на валютний ринок України НБУ встановив жорсткі вимоги щодо продажу долара США, диктувались курси безготівкової інвалюти та готівкового курсу продажу долара США населенню, посилились вимоги до заявок щодо отримання коштів комерційними банками від НБУ для попередження проведення спекулятивних операцій на валютному ринку.

Надзвичайно важливим є виявлення зв'язку між динамікою обмінного курсу та обсягом реальних доходів населення, оскільки

<sup>3</sup> Звіт про фінансову стабільність [Електронний ресурс] / офіц. сайт НБУ. – Червень 2016. – Режим доступу : <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=32241744>

<sup>4</sup> Кораблін С.О. Навіщо нам гроші МВФ? [Електронний ресурс] // Дзеркало тижня. – 2016. – 27 серпня. – Режим доступу : <http://gazeta.dt.ua/macrolevel/navischo-nam-groshi-mvf-.html>

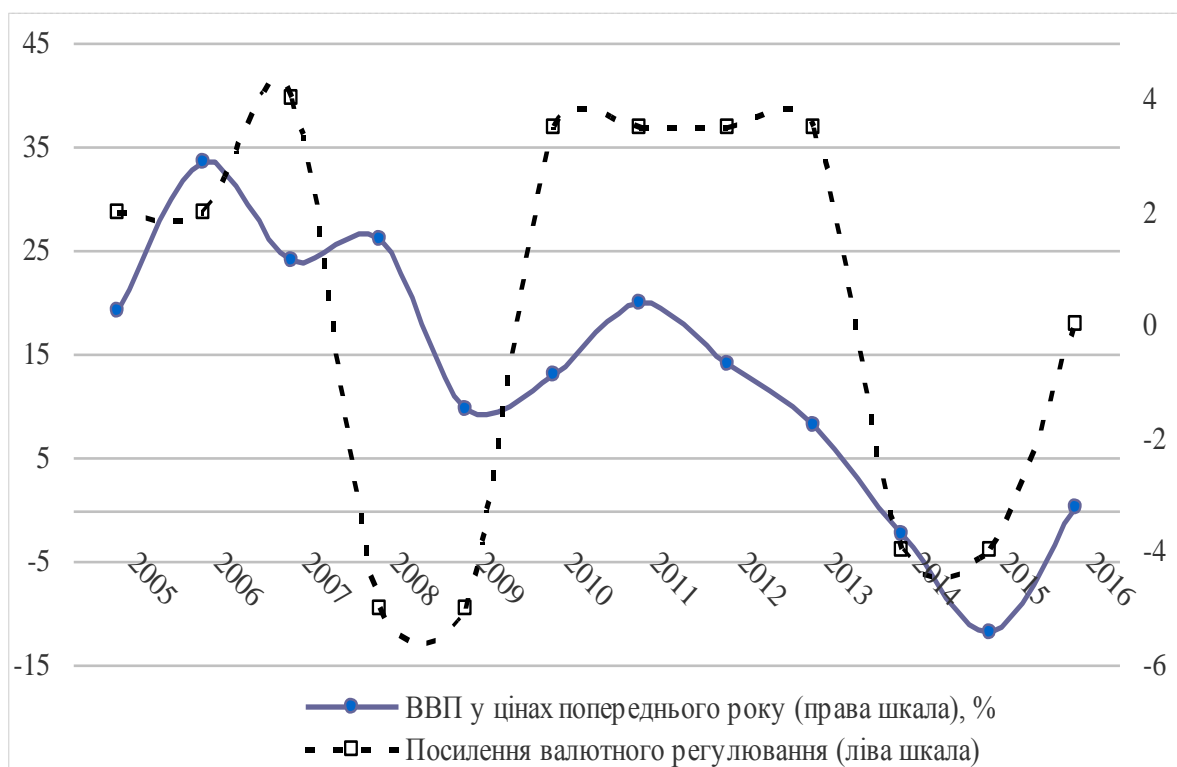
ки повільне відновлення реальних доходів населення стримує розвиток економіки (рис. 6). З рисунку видно, що в періоди девальваційних провалів відбувалось зниження індексів реальних доходів населення та ВВП протягом 2008–2009 та 2013–2015 рр.

Як вже зазначалось, девальвація гривні веде за собою виснаження міжнародних валютних резервів та відплив капіталу. Як стабілізаційний інструмент НБУ зазвичай застосовує валютні обмеження. Оскільки обмінний курс – основний об’єкт валютного регулювання, то доречно зобразити залежність динаміки політики валютного регулювання від основних макроекономічних показників, які впливають на курс гривні (рис. 7).

Графік динаміки політики валютного регулювання було побудовано на основі чергування посилення регулювання валютного ринку і повернення до спроб його лібералізації, тобто залежно від кількості уведених або знятих валютних обмежень. Динаміку заре-

гульованості або лібералізації валютного ринку визначено на підставі введення або відміни найбільш типових для української економіки адміністративних обмежень: продажу валютної виручки експортерів, обмеження динаміки курсу національної грошової одиниці, продажу іноземної валюти, переміщення капіталу через кордон і встановлення строку зарахування коштів на рахунок за контрактом на імпорт.

Із побудованих графіків видно, що зниження цін на сировинні товари експорту, зростання інфляції, скорочення ВВП зумовлюють знецінення національної валюти, яке, в свою чергу, викликає більш жорстке валютне регулювання та відходження від курсу валютної та економічної лібералізації та інтеграції у європейський та світовий фінансовий ринки, а стабілізація перерахованих чинників повертала валютне регулювання на шлях лібералізації.



**Рис. 7. Річні темпи приросту гривні до долара США, світових цін на пшеницю та динаміка політики валютного регулювання в Україні, 2005–2016 рр.**

Джерело: за даними офіц. сайту Державної служби статистики України: [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [http://www.ukrstat.gov.ua/operativ/menu/menu\\_u/nac\\_r.htm](http://www.ukrstat.gov.ua/operativ/menu/menu_u/nac_r.htm); Commodity Prices: [Електронний ресурс] / Index Mundi data portal. – Режим доступу : <http://www.indexmundi.com/commodities/>

**Висновки.** У статті висвітлено важливість впливу макроекономічного контексту на

розвиток валютного регулювання в Україні. Встановлено, що показниками, які мають



найбільший зв'язок із курсом гривні, є ВВП, ціни на сировинні товари українського експорту, індекс споживчих цін та іноземні інвестиції.

В Україні прослідковується однакова тенденція динаміки сальдо платіжного балансу та цін на товари вітчизняного сировинного експорту, і це підтверджує, що Україна є країною з сировинною економікою. При чому зміна цін на сировину не змінює структуру вітчизняної економіки.

Зазначена залежність від цін на сировину дає нам підстави вважати, що валютні кризи в Україні значною мірою пов'язані зі зниженням цін на основні товари експорту, а економічне відновлення – з їх зростанням. Також варто зазначити, що зниження сировинних цін зумовлює необхідність у фінансовій підтримці МВФ.

Крім цього, девальвація гривні призводить до відпливу капіталу та виснаження міжнародних валютних резервів, що позначається на політиці валютного регулювання. Тому зростання інфляції, скорочення ВВП та зниження цін на сировину викличе більш жорстке валютне регулювання та відходження від курсу валютної та економічної лібералізації.

Зважаючи на вплив макроекономічного контексту на динаміку обмінного курсу національної грошової одиниці, НБУ потрібно визначати напрям валютного регулювання на підставі моніторингу макроекономічних індикаторів.