



Кораблін С.О., д-р екон. наук
головний науковий співробітник відділу фінансового та бюджетного
прогнозування Інституту економічного прогнозування НАН України

ВАЛЮТНО-КУРСОВА СТРАТЕГІЯ УКРАЇНИ

Поточна ситуація в національній економіці унікальна з тієї точки зору, що зростання ВВП країни забезпечується одночасними позитивними результатами як від діяльності на внутрішньому, так і зовнішньому ринках збуту. Останній факт є взагалі нехарактерним для переважної більшості постсоціалістичних країн. Торговельні баланси практично всіх визнаних “трансформаційних” лідерів Центральної та Східної Європи є негативними (табл. 1). За цих обставин факт позитивного сальдо зовнішньої торгівлі України, яке третій рік поспіль коливається у діапазоні 1–1,8 млрд. дол. США, є, без перебільшення, абсолютно нетиповим ні для країн, що розвиваються, ні для колишніх соціалістичних економік. Лише Російська Федерація також має прерогативу позитивного торговельного балансу. Проте вона є відомим світовим експортером енергоносіїв. Тому у наведеному контексті співставлення з нею України навряд чи є коректним.

Таблиця 1

Баланс зовнішньої торгівлі товарами та послугами, млрд. дол. США

Країна	1996	1997	1998	1999	2000
Угорщина	-0,2	0,3	-0,6	-0,8	-0,3
Польща	-3,9	-6,7	-8,6	-13,7	-13,1 *
Чехія	-4,0	-2,8	-0,8	-0,8	-3,2 *
Словенія	-0,2	-0,1	-0,3	-0,9	-0,7
Словаччина	-2,2	-2,0	-2,3	-1,0	-0,5
Естонія	-0,5	-0,5	-0,5	-0,3	-0,8 *
Латвія	-0,4	-0,5	-0,8	-0,7	-0,6
Литва	-0,8	-1,0	-1,3	-1,1	-0,7
Україна	-1,1	-1,5	-1,2	1,8	1,4

* Баланс зовнішньої торгівлі товарами.

Отже поточні економічні результати свідчать про певні успіхи країни. Водночас вони ставлять кілька достатньо гострих питань, відповіді на які, на жаль, не є наочними. Як довго зможе Україна утримувати позитивні результати зовнішньоторговельної діяльності?

Яким чином можна стимулювати їх дію? Що треба зробити, щоб мінімізувати відтік національних прибутків за межі економічних кордонів України?

На жаль, універсальних відповідей на зазначені питання не існує. Їх позитивне вирішення залежатиме від комплексного застосування багатьох заходів. Але, не зважаючи на це, дія окремих економічних факторів може орієнтувати споживчі переваги на користь вітчизняних товаровиробників, не залежно від того про внутрішні, чи зовнішні ринки збуту йдеться. Одним із таких факторів виявляється валютний курс та валютно-курсова політика. Хоча, безумовно, і їх дію та можливість не слід розглядати в якості універсальної панацеї. Для аналізу їх можливих виробничих ефектів можна розглянути динаміку купівельної спроможності грошових доходів населення України (у формі заробітної плати, пенсій, стипендій та матеріальної допомоги.) впродовж останніх шести років.

Як свідчать дані табл. 2, внаслідок більш високих темпів зростання цін на товари споживання (ніж динаміки номінальних доходів), протягом 1996–1997 рр. реальна купівельна спроможність населення скоротилася на 12 відсотків. Проте у



доларовому еквіваленті вона підвищилася майже на 38 відсотків. Отже споживачам впродовж зазначених двох років було вигідно (за рівності всіх інших умов) купувати продукцію іноземного походження. Не дивно, що обсяги виробництва товарів народного споживання протягом цього періоду скоротилися майже на 28 відсотків.

Таблиця 2

Динаміка купівельної спроможності грошових доходів населення
(оплата праці, пенсії, матеріальна допомога, стипендії)
1996–2001 рр., %

	1996–1997	1998–1999	2000	2001'11
Темпи зростання:				
- номінальних доходів населення	183,22	119,09	133,7	126,6
- цін споживчих товарів (середні за рік)	209	135,7	128,2	111,7
- курсу долару відносно гривні (середньорічна девальвація гривні)	126,4	221,9	131,7	98,7
Приріст (падіння) купівельної спроможності грошових доходів населення:				
- у внутрішніх цінах	-12,3	-12,2	+4,3	+13,3
- у доларовому еквіваленті *	+37,7	-48,3	-1,8	+24,6

* Із врахуванням інфляції у США.

Впродовж наступних двох років (1998–1999) реальна купівельна спроможність наведених грошових доходів знову знизилася на 12 відсотків. Проте, їх доларовий еквівалент скоротився на 48 відсотків. Наведений ефект відбувся внаслідок більш високих темпів девальвації, які спровокувала валютно-фінансова криза 1998 року. Але водночас вона зробила вигідною купівлю продукції вітчизняного виробництва. Активне заміщення імпорту на внутрішньому ринку України відбувалося впродовж 1999 року. Наступних же два роки (2000–2001) в країні спостерігався певний вибух виробництва продукції, переважно орієнтованої на внутрішній ринок збуту. Випуск товарів підприємствами харчової, легкої та деревообробної промисловості почав приростати із 20–40-відсотковими темпами на рік.

На жаль, у 2001 р. почали спостерігатися тенденції зворотної дії. Номінальна девальвація гривні за умов зростання цін обумовила випереджаючу динаміку “доларової” дохідності населення. Якщо їх грошові доходи у реальному вимірі підвищилися за 11 місяців минулого року на 13 %, то у доларовому еквіваленті вони зросли на 25 відсотків. Знову сформувався валютно-ціновий розрив, внаслідок якого почало діяти курсове пригнічення національного виробництва.

Характерно, що аналогічні тенденції спостерігаються на рівні національних доходів, обчислених за показником ВВП (рис. 1). Так, наприклад, у 1996 р. реальний ВВП країни скоротився на 10 %, проте у доларовому еквіваленті його купівельна спроможність підвищилася майже на 20 відсотків. Зрозуміло, що за таких обставин фактично всім вітчизняним економічним агентам було вигідніше купувати імпортовану продукцію, ніж вітчизняну. Валютно-курсове стимулювання імпорту формувало стійкий дефіцит зовнішньої торгівлі, щорічні обсяги якого коливалися впродовж 1994–1998 рр. у діапазоні 1,1–1,5 млрд. дол. США. Покривався останній за рахунок іноземних запозичень із одночасним зростанням зовнішнього боргу України та поступовим зниженням рівня її політичної незалежності на зовнішній арені.

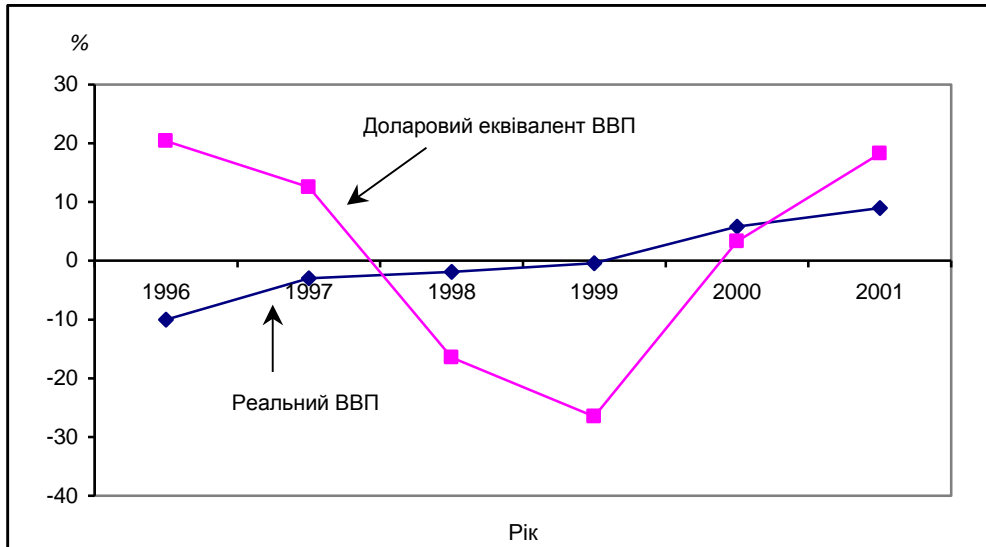


Рис. 1. Купівельна спроможність ВВП України: приріст (падіння) реальних обсягів та доларового еквіваленту

Впродовж останнього десятиліття курсова динаміка української валюти *активно* стимулювала національне виробництво фактично лише протягом двох років (1998–1999). У цей час був закладений фундамент позитивного сальдо зовнішньої торгівлі, яке країна мала протягом 1999–2001 років. Але його наявність не повинна заспокоювати, бо, по-перше, як вже відзначалося, перевищення експортних доходів над імпортними витратами взагалі невластиве для таких економік, як українська. Тому доцільно поступово готуватися для зниження чистих експортних надходжень. Тим більш, що їх обсяги третій рік поспіль скорочуються: якщо вони за 9 місяців 1999 р. становили 1,8 млрд. дол. США, то за аналогічні періоди 2000 та 2001 рр. – 1,2 та 0,66 млрд. дол. США відповідно. По-друге, навіть за їх наявності Міністерство фінансів України не може своєчасно виконувати зовнішні боргові зобов'язання і щорічно шукає додаткові кредити та можливості для реструктуризації запланованих платежів. Тому не зрозуміло за рахунок яких джерел можна буде утримувати номінальну стабільність гривні у найближчі 3–4 роки: платежі Мінфіну складатимуть 1,2–1,4 млрд. дол. США, сьогодні ж він не може самостійно сплатити суми у 2 рази нижче зазначених.

Взагалі борговому статусу країн, що розвиваються, більш відповідає політика помірної девальвації. Їхніми чистими кредиторами є індустріальні країни, що, як правило, мають позитивні торговельні баланси та відносні надлишки капіталів. Останні, в силу певних економічних та історичних причин, торгують переважно один з одним. При цьому експортують свої капітали вони переважно до економічно розвинутих країн. Наприклад у 1999 р. половина експорту індустріальних країн споживалася їх же економіками. Що ж стосується прямих іноземних інвестицій, то 80 % з них спрямовувалося до країн з високими середньодушовими доходами.

До держав-боржників відносяться майже півтори сотні країн, що розвиваються, переважно з дефіцитними торговельними балансами (рис. 2), величина яких не покривається надходженнями від прямих іноземних інвестицій. З різних причин, включаючи необхідність фінансування торговельного дефіциту, країни, що розвиваються, вдаються до зовнішніх позик. На початок 2001 р. сукупний об'єм їхнього довгострокового боргу складав 2 трлн. дол. США (або 37 % загального ВВП, проти 18 % у 1980 р.), із яких три чверті припадає на державні позики і гарантії. Основними



кредиторами країн, що розвиваються – прямо, або опосередковано через міжнародні організації – виступають індустріальні держави. Боргові відносини між ними мають стійкий характер і спричиняють не лише до зростання зобов’язань країн-реципієнтів, але також і штучного підвищення курсу їхніх національних валют.

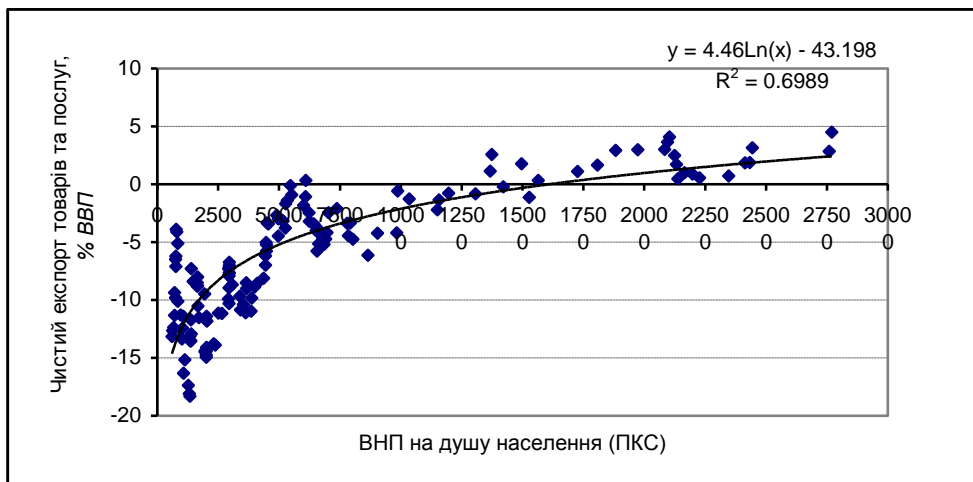


Рис. 2. ВВП на душу населення та Чистий експорт товарів та послуг (%, ВВП), середні плинні, 1997 р.

У цьому контексті можливість природного посилення валют країн-боржників є досить неочевидною. Хоча виключати її не можна. Проте, для цього мають спостерігатися вагомі підстави. Вітчизняна ж кредитна історія, монотоварна структура зовнішньої торгівлі і непривабливість для західних інвесторів їх, на жаль, поки не демонструють. Україна є типовою країною, що розвивається, з низькими (за класифікацією Світового банку) середньодушовими доходами. Вона віднесена до групи бідних країн і по наведеному показнику у 1999 р. займала 138 позицію із 207 можливих, залишаючись позаду Домініканської Республіки, Гватемали і Албанії. Не дивлячись на це, в Україні, яка щорічно шукає кредитну підтримку Сполучених Штатів, почали всерйоз дискутувати про ознаки падіння американського долара, “природні” причини його знецінення і відповідного 20–25-відсоткового зміцнення гривні.

Ступінь боргової залежності країн, що розвиваються, визначає міру несвободи їх центральних банків, у тому числі і при виробі національної курсової політики. Позиція кредиторів під час виділення зовнішніх позик, а також реструктуризації боргових платежів, виявляється суттєвим фактором формування їх валютних резервів. При цьому центральні банки країн-реципієнтів, у найкращому випадку, лише опосередковано можуть впливати на їх рішення. Якщо ж йдеться про міждержавні кредити, головним фактором виявляється власна політична гра держави-донора. Для України цей факт є принциповим, оскільки майже 90 % її зовнішнього боргу припадає на державні позики та гарантії. Зазначені реалії дозволяють поставити питання про те, наскільки взагалі доцільна фіксація валютних курсів в боргових економіках? Яким є ступінь свободи їхніх центральних банків, якщо об’єми валютних резервів і курсова політика значною мірою залежать від рішень держав-кредиторів? Чи завжди боргова стабільність валюти виявляється економічно та політично виправданою? Характерним у цьому контексті є співвідношення довгострокового боргу країн, що розвиваються, до їх міжнародних резервів: на початок 2001 р. перші перевищували другі у 2 рази. В Україні – більш, ніж у 6 разів. При цьому, до минулого року міжнародні резерви Національного банку взагалі мали боргове поход-



ження. Необхідно також врахувати, що інфляційні проблеми, в силу яких номінальна фіксація гривні ще у 1996 р. була необхідною, сьогодні вже відсутня.

Коректний вибір валютного режиму пов'язаний не лише з точністю економічного аналізу. Він також може впливати на ступінь політичної свободи країни і пом'якшення її боргової залежності. Зазначені проблеми не стоять перед індустріальними державами. Будучи чистими кредиторами і експортерами капіталу, вони не пов'язані проблемою боргової несвободи. Між їхніми валютами сформувалися достатньо стійкі співвідношення, які еволюційно знайшли відображення у фіксованих курсах. Останні є природними, оскільки відображають інтеграцію і сполучення економічного розвитку. Грошові одиниці індустріальних країн вважаються "твердими", оскільки слугують курсовими орієнтирами для країн-боржників. Саме тому Голову Федеральної резервної системи (ФРС) аніскільки не інтересує (і, що найбільш важливо, – не має інтересувати!) курсова динаміка української гривні, тоді як Україна має ловити кожне його слово. ФРС, як і Банк Англії, теоретично можуть декларувати фіксацію долара та фунта стерлінгів відносно один одного. Право на це їм дає суверенітет національних економік. Але ґрунтовність заяв Національного банку України про номінальну стабільність гривні є досить проблематичною, оскільки її утримання залежить від тих же Сполучених Штатів і Великобританії, як під час реструктуризації зовнішніх боргових зобов'язань України, так і при голосуванні в МВФ і Світовому банку щодо надання їй нових кредитів.

Фіксація країнами, що розвиваються, курсу своїх національних валют часто виявляється невдалим і шкідливим копіюванням досвіду індустріальних держав. Невдалим – оскільки не відповідає їхнім об'єктивним економічним можливостям. Шкідливим – тому, що посилює економічну і політичну залежність від держав-кредиторів. Постійні заяви в Україні "про твердість і стабільність" дозволяють поставити під сумнів розуміння зазначеного кола проблем. Правда, параметри валютно-курсової політики на 2002 р. передбачають середньорічне зниження курсу гривні до 5,6 грн. за 1 дол. США. Проте туманні причини прийняття наведеного рішення надають підстави для певних питань. Тим більше, що у 2001 р., не дивлячись на заяви про заплановане знецінення гривні, вона ревальвувала.

У цьому зв'язку вартим уваги є аргумент щодо негативного впливу девальвації на обсяги іноземних інвестицій. Зменшення доларової дохідності із-за зниження курсу гривні дійсно може відлякувати портфельних спекулянтів, – достатньо лише згадати з якою швидкістю вони втекли із проблемних економік під час кризи 1997–1998 рр. (табл. 2). Проте, чи має пристосовувати під них свою валютно-курсову політику країна, капіталізація фондового ринку якої не перевищує 2–3 % ВВП? Навіть в економіках з низькими середньодушовими доходами середнє значення наведеного показника разів у десять вище. Крім того, в структурі вітчизняних цінних паперів частка корпоративних акцій складає лише 13 %, тоді як векселів та ощадних сертифікатів – 86 відсотків. Нарешті, нерезиденти сьогодні купують не більше 2 % цінних паперів, які емітуються в Україні.

Таблиця 2

Портфельні інвестиції, млрд. дол. США

Країна	1995	1996	1997	1998	1999
Аргентина	0,2	0,9	2,2	0,05	0,4
Бразилія	4,4	4,0	3,8	0,5	2,0
Індонезія	4,9	3,1	0,3	0,3	1,3
Республіка Корея	3,6	3,7	1,3	4,1	12,4
Малайзія	2,3	4,4	-0,5	0,6	0,5
Російська Федерація	0,1	5,0	1,2	0,3	0,6
Таїланд	2,2	1,6	-0,3	2,3	2,5



Що ж стосується прямих іноземних інвестицій, то їхня динаміка не демонструє негативного впливу помірної девальвації. Більше того, остання може їх стимулювати, оскільки виробництво у країні-реципієнті виявляється більш прибутковим, ніж ввіз до неї готової продукції. Під час кризи 1997–1998 рр. режим жорсткої прив'язки не проілюстрував серйозних переваг над валютами, що помірно девальвували (табл.3). Протягом 1998–1999 рр. обсяги прямих іноземних інвестицій суттєво скоротилися в Індонезії, Малайзії та Росії. Проте, їх національні валюти девальвували в 3–5 разів. Притік же прямих інвестицій в Бразилію, яка мала 80-відсоткове знецінення реала у 1997–1998 рр., виявився більш стійким, ніж в Аргентину. В останній обсяги прямих іноземних інвестицій вже у 2000 р. впали у 2,3 раза, тоді як їх скорочення в Бразилії склало менше, ніж 7 відсотків. Характерно, що в Кореї і Таїланді – країнах, які спровокували початок кризи, – номінальне 50-відсоткове знецінення вона і бата супроводжувалося 2–3-кратним зростанням прямих іноземних інвестицій.

Таблиця 3

Чисті прямі іноземні інвестиції, млрд. дол. США

Країна	1995	1996	1997	1998	1999
Аргентина	5,3	6,5	8,8	6,7	23,9
Бразилія	4,9	11,2	19,7	31,9	32,7
Республіка Корея	1,8	2,3	2,8	5,4	9,3
Таїланд	2,1	2,3	3,9	7,3	6,2
Україна	0,3	0,5	0,6	0,7	0,5
Індонезія	4,3	6,2	4,7	-0,4	-2,7
Малайзія	4,2	5,1	5,1	2,1	1,6
Російська Федерація	2,0	2,5	6,6	2,7	3,3

Іноземні інвестори, безумовно, зацікавлені в мінімізації господарських ризиків. Однак, курсова невизначеність є суттєвим фактором для портфельних спекулянтів, які здійснюють, іноді, миттєві вкладання капіталів. У випадку ж прямих довгострокових інвестицій, коли йдеться про багаторічну присутність на іноземному ринку, валютний режим країни-реципієнта скоріше оцінюється по тому, наскільки він стимулює економічне зростання економіки, в яку вкладаються капітали: чим більші її ємність і темпи розширення, тим більші обсяги вкладень виявляються рентабельними і тим вища їхня дохідність.

Між іншим, наразі введення в Україні “повзучої прив'язки” її успіх не є очевидним. Серйозною проблемою, яка супроводжує зниження валютного курсу, є прискорення інфляції. Якщо динаміка цін починає стійко перевищувати темпи девальвації, курсові ефекти можуть виявитися мінімальними. Крім того, додаткова інфляція – досить болісний удар по найменш захищеній частині населення. Тому знецінення гривні пов'язано з ймовірністю реальних соціально-економічних втрат. Ідеальним сполученням можна вважати повзучу прив'язку з випереджаючими темпами зростання пенсій, стипендій і соціальної допомоги. У цьому випадку позитивні ефекти курсового регулювання більш рівномірно розподіляються між усіма членами суспільства. Найменш захищені верстви отримують доступ до результатів економічного зростання. Останньому ж допомагає сприятлива курсова динаміка.

Реалізація подібного сценарію залежить від ефективності та гармонізації зусиль уряду та центрального банку. Досягти наведених результатів незалежно один від одного вони не можуть. Хоча б тому, що рівень інфляції визначається не тільки монетарною політикою. Якщо ж врахувати досить скромні можливості вітчизняного бюджету та відсутність політичного лобі у пенсіонерів, стає зрозумілим, що відповідальність за кінцеві ефекти курсової політики між центральним банком і урядом розподіляється, принаймні, порівну.

Пропорція між знеціненням гривні та одночасним зростанням цін на товари споживання у 1998–2000 рр. склала 1:0,4. В принципі, вона свідчить про відсутність



механічної редукції між курсовою та ціновою динамікою. Перехід до щорічного знецінення гривні, наприклад, із 12-відсотковим темпом, є економічно можливим. Проте, у цьому випадку має бути впевненість, що курсова політика Національного банку буде адекватно підтриманою з боку уряду, як в частині ціноутворення, так і структури бюджетних видатків. Але у цьому відношенні існують серйозні сумніви. Проблема навіть не у передвиборній кампанії і частоті змін Кабінету Міністрів. Питання упирається в проблеми ціноутворення. Енергетики, наприклад, вимагають підвищення тарифів на електроенергію, фактично відмовляючись обговорювати структуру своїх виробничих витрат. У цих умовах виникає реальна загроза того, що валютний курс і матеріальний статус пенсіонерів виявиться заручниками вітчизняних монополістів і банального шахрайства. Тому сьогоднішня курсова політика, можливо, і не найгірший тактичний вибір Національного банку. Проте, навряд чи найкраще стратегічне рішення держави.

Незважаючи на поточне курсове зміцнення гривні, питання щодо її боргового посилення не є видумкою. Просто до серпня 1998 р. до нього спричиняло накопичення боргів, а сьогодні – відмова від їх часткового погашення та прийняття додаткових відсоткових зобов'язань по відкладених платежах. Наприклад, у контексті поточної реструктуризації боргу країнам Паризького клубу і супутніх переговорів із Росією та Туркменістаном, йдеться відстрочку виплат понад 2 млрд. дол. США. При цьому, якщо всі кредитори будуть згодні на умови, на які погодилася Росія, тільки за перші три роки пільгового періоду відсоткові платежі України можуть скласти майже 0,5 млрд. дол. США (якщо відсоткова ставка LIBOR перевищить 6 %, вони будуть вище). За умов поточної курсової політики зазначені півмільярда фактично являються частиною ціни за номінальну стабільність гривні. Її повна величина буде включати, серед іншого, додаткові відсоткові платежі протягом ще 9 наступних років.

Майже кожний курсовий режим передбачає вибір валютних орієнтирів. Проблематичність прив'язки гривні до одного лише долара США повною мірою проявилася під час валютно-фінансової кризи 1998 року. В Україні її початок спровокували проблеми російської економіки. Втеча портфельних інвесторів із Росії не лише посіяла паніку на валютному ринку України, але також слугувала першим поштовхом падіння курсу гривні. Останнє було обумовлено помилковою борговою і курсовою політикою самої України. Однак, необхідність девальвації була каталізована також і 3–4-кратним знеціненням російського рубля, яке миттєво зробило неконкурентоспроможними в Росії практично всю українську продукцію. Загроза втрати російського ринку, на який припадає до чверті вітчизняного експорту товарів, зі всією очевидністю продемонструвала тісноту курсового зв'язку гривні і рубля.

Безумовно, пропозиція щодо включення до корзини валют прив'язки потенційно проблемної грошової одиниці являється достатньо спірним. Проте, для цього існують об'єктивні причини. По-перше, якщо б вітчизняна економіка була пов'язаною із російським ринком як із австралійським, питання щодо прив'язки дійсно виявилось б надуманим. По-друге, хоче того Україна чи ні, однак, залежність гривні від рубля буде мати місце доти, поки Росія залишається її найкрупнішим торговельним партнером і кредитором. Тому зазначений зв'язок краще враховувати цілеспрямовано, ніж він буде неочікуване проявляти себе у самі неслухні моменти. По-третє, не варто переоцінювати потенційну вагу російського рубля у можливій корзині валют: остання має відображати фактичні географічні пріоритети зовнішньоекономічної діяльності України і може включати, окрім рубля, долар США, євро та японську йену. Якщо у майбутньому Україна зможе змінити структуру своїх економічних зв'язків, перенісши акцент на індустріальні країни, причини для відстеження курсової динаміки рубля відпадуть самі собою. Нарешті, наведений підхід є наочним застосуванням теорії оптимальних валютних зон, у відповідності з якою прив'язку валютних курсів доцільно визначати по критерію інтеграційних зв'язків національних економік.