

“СЛАБКА” ГРИВНЯ ЯК ЧИННИК СПАДУ ПРОМИСЛОВОГО ВИРОБНИЦТВА І  
ПОГІРШЕННЯ ТОРГОВЕЛЬНОГО БАЛАНСУ

*Аналітичні питання.* “Слабка” гривня далі приваблює багатьох українських економістів та політиків [1, с. 40; 7, с. 8]. Це відзеркалює поширене припущення, що протягом 1996—97 рр. зміцнення грошової одиниці перешкоджало збільшенню виробництва і поліпшенню торговельного балансу [2, с. 127; 11, с. 241—242; 3, с. 142; 5, с. 65—66]. Відповідно погравлення виробництва і поліпшення сальдо зовнішньої торгівлі в 2000 р. пов’язується з глибокою девальвацією гривні восени 1998 р. і наприкінці 1999 р. [4, с. 5—6; 6, с. 60—63]. І навпаки — локальне зміцнення гривні в 2001 р. вважається чинником погіршення умов функціонування української економіки [1, с. 40; 8, с. 7—9]. Це відповідає зауваженій для перехідних економік тенденції, що у міру ринкових перетворень початковий обернений зв’язок між обмінним курсом і виробництвом змінюється на протилежну залежність [17, р. 18].

На перший погляд, апологетиці переваг “слабкої” гривні сприяє глобальна тенденція до відмови від різноманітних варіантів фіксованого обмінного курсу та перипетії з аргентинським песо (2001—02 рр.). Проте структурні характеристики окремих країн настільки індивідуальні, що перенесення будь-якого іноземного досвіду повинно бути обережним і обгрунтованим емпірично. Попри численні розмови щодо продуктивного впливу “слабкої” гривні, досі немає переконливих емпіричних свідчень на користь такої динаміки обмінного курсу.

Водночас не бракує критичних зауважень щодо ефективності девальвації грошової одиниці в українській економіці: залежність виробництва від критичного імпорту, поширення реекспорту з давальницької сировини, велика енергоємність підприємств-експортерів, послаблення стимулів для підвищення продуктивності праці, погіршення фіскальних показників [13, с. 6]. Ініційоване девальвацією підвищення коштів обслуговування зовнішнього боргу зумовлює депресивне скорочення внутрішнього попиту [15, с. 211]. Емпіричні дослідження показують, що зниження реального обмінного курсу перешкоджає збільшенню виробництва і не поліпшує торговельний баланс [16]. Хоча це може бути адекватною характеристикою впливу “слабкої” грошової одиниці, для переконливості доказів вимагається докладніше дослідження безпосереднього впливу обмінного курсу.

*Статистична модель.* Використовувалися місячні дані за січень 1994 р. — квітень 2001 р. з довідкових видань *Тенденції української економіки* та *International Financial Statistics*, а також бази даних [www.oecd.org](http://www.oecd.org):  $trade_t$  — торговельний баланс (у % від промислового виробництва),  $e_t$  — обмінний курс,  $indukr_t$  — промислове виробництво,  $indrus_t$  і  $cpirus_t$  — промислове виробництво та інфляція споживчих цін у Росії,  $cpiger_t$  — інфляція споживчих цін у Німеччині,  $brent_t$  і  $metal_t$  — індекси світової ціни сирої нафти і металів.

Функціональні залежності оцінено за допомогою фільтру Кальмана, який відноситься до методів з повною інформацією, коли для оцінок коефіцієнтів для поточного періоду враховується весь масив наявної ретроспективної інформації. Статистична модель одночасного оцінювання показників промислового виробництва і торговельного балансу поєднувала фіксовані та гнучкі коефіцієнти. Оцінки фіксованих коефіцієнтів для лагових значень залежних змінних подано нижче:

$$indukr_t = \begin{matrix} 0,012 & -0,237 \\ (3,192^*) & (7,190^*) \end{matrix} indukr_{t-1}, \quad (1)$$

$$trade_t = \begin{matrix} -0,001 & -0,422 \\ (-0,103) & (-4,791^*) \end{matrix} trade_{t-1}. \quad (2)$$

Для обох показників обернений авторегресивний зв'язок з лагом у місяць відбиває корекцію рівноважного рівня. Оцінки гнучких коефіцієнтів подано у довірчому інтервалі на рис. 1 і 2.

*Вплив обмінного курсу.* Девальвація гривні недвозначно погіршує динаміку промислового виробництва з лагом у місяць (рис. 1а)<sup>1</sup>. Вплив на торговельний баланс залишався нейтральним до кінця 1999 р., однак з початку 2000 р. з'явився виразний негативний зв'язок (рис. 2а). Отримані результати заперечують поширену

<sup>1</sup> Включення вищих лагів не показує впливу обмінного курсу на промислове виробництво. Це заперечує припущення щодо адаптивного характеру зв'язку між обмінним курсом та виробництвом і опосередковано підтримує альтернативну гіпотезу раціональних очікувань. Зміна обмінного курсу дуже оперативно впливає на економічні процеси в доларизованій економіці, де ціноутворення визначають очікування обмінного курсу. Окрім того, відсутність практики довгострокових контрактів та гнучкість заробітної плати опосередковано підтримують припущення щодо незначного часового лагу між змінами обмінного курсу та реальними процесами. Також варто зауважити, що використання квартальних даних не змінює принциповий висновок щодо неможливості стимулювання виробництва за допомогою знецінення грошової одиниці.

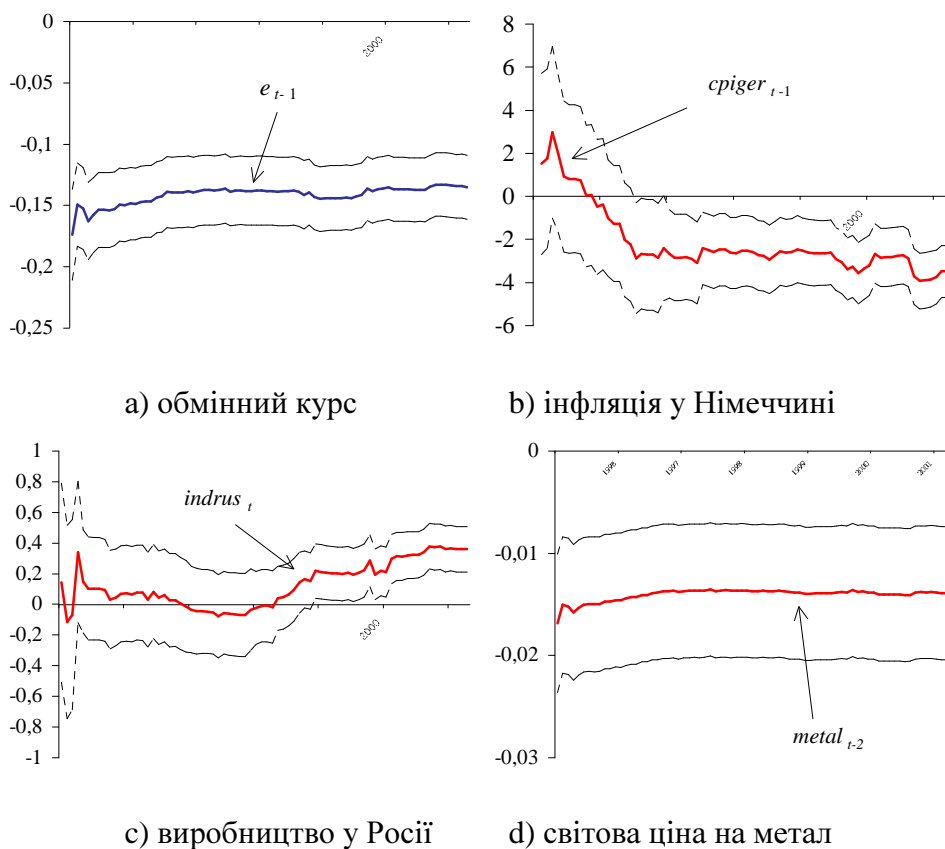


Рис. 1. Чинники промислового виробництва в Україні

аргументацію, що саме девальвація гривні створила передумови для поживлення виробництва і поліпшення торговельного балансу в Україні. Все якраз навпаки: економічне зростання і поліпшення сальдо зовнішньої торгівлі в 1999—2001 рр. відбулося не завдяки, а всупереч знеціненню гривні. З початку 2000 р. зміцнення обмінного курсу стимулювало виробництво і поліпшувало торговельний баланс. У цьому аспекті Україна відрізняється від низки інших країн, що зазвичай розглядаються прикладом вдалого використання політики “слабкої” грошової одиниці. Стимулювання промислового виробництва знеціненням грошової одиниці у Чилі чи Угорщині аж ніяк не означає, що подібні рішення гарантуватимуть економічне зростання в українській економіці. Напрямок впливу змін обмінного курсу — рестрикційний чи експансійний — вирішальною мірою залежить від поєднання структурних характеристик та позиціонування поточних значень обмінного курсу стосовно деякого рівноважного значення.

У відомій моделі “залежної” економіки девальвація є експансійною, якщо виробництво і сукупний попит істотно залежать від цінних співвідношень, а фінансові обмеження не відіграють помітного значення (відповідні теоретичні

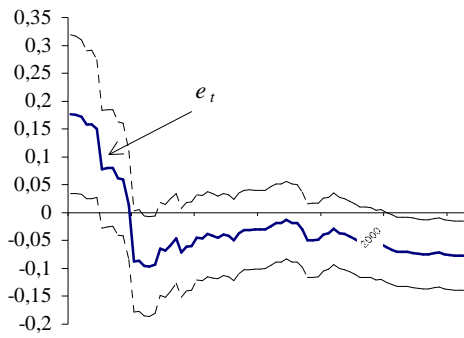
аргументи докладно аналізуються у [16, с. 224—253]). Проте потужна залежність виробництва від реальної грошової маси і слабкість цінового ефекту в сукупному попиті та пропозиції надають знеціненню грошової одиниці рестрикційного забарвлення (негативний вплив посилюється в економіці з високою залежністю інфляції від обмінного курсу). Навпаки, зміцнення грошової одиниці збільшує реальну грошову масу і стимулює виробництво як товарів експорту, так і продукції на внутрішній ринок. Важливо наголосити, що заміщення імпорту може мати неціновий характер і пояснюватися коштами економії від масштабів виробництва, які з'являються у випадку розширення внутрішнього ринку. Зміцнення грошової одиниці допомагає цьому через ефект добробуту — залежність приватного споживання від реальної вартості грошових активів.

Промислове виробництво стало самостійним чинником поліпшення торговельного балансу зі середини 1999 р. (рис. 2b)<sup>2</sup>. Тоді як у кейнсіанській моделі Манделла—Флемінга визнається обернена залежність між доходом і торговельним балансом (пожвавлення доходу збільшує попит на імпорт і таким чином погіршує сальдо зовнішньої торгівлі), для країн, що розвиваються, більш актуальним є так зване “правило 45°”, коли збільшення виробництва позначається пропорційним збільшенням експорту і поліпшенням торговельного балансу. Зрозуміло, що ефект є промовистішим для випадку невисокої імпортоємності промислового виробництва. З іншого боку, висока імпортоємність виробництва сама по собі обмежує простір для девальвації грошової одиниці, оскільки підвищується вартість чинників виробництва.

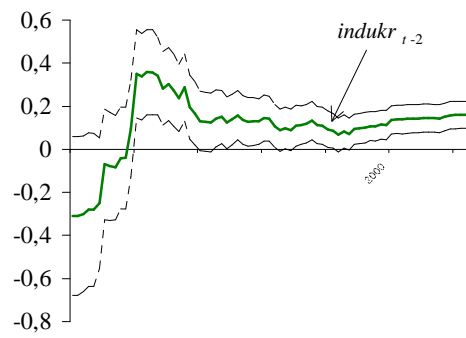
У ширшому теоретичному контексті абсорбційного підходу до вирівнювання платіжного балансу ревальвація грошової одиниці веде до здешевлення чинників виробництва та збільшення обсягів промислового виробництва. Це зменшує надлишкову абсорбцію та поліпшує торговельний баланс [16, с. 225-228]. Феномен одночасного пожвавлення виробництва і поліпшення сальдо зовнішньої торгівлі не суперечить відомій монетарній моделі платіжного балансу [16, с. 110—113, 397—398]. У монетарній інтерпретації сприятливий вплив на українську економіку створило

---

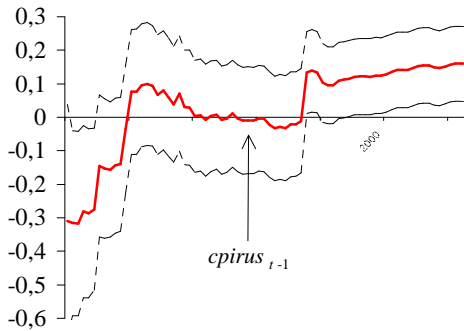
<sup>2</sup> Стандартні статистичні тести (Гренджера і Джохансена) не виявляють зв'язку між промисловим виробництвом і торговельним балансом. Загалом це відповідає отриманим результатам, якщо зауважити, що фільтр Кальмана виявляє сприятливий вплив промислового виробництва на статистично значущому рівні лише зі середини 1999 р. Це створює додатковий аргумент на користь використання методів з гнучкими коефіцієнтами для оцінювання функціональних залежностей у нестабільному економічному середовищі.



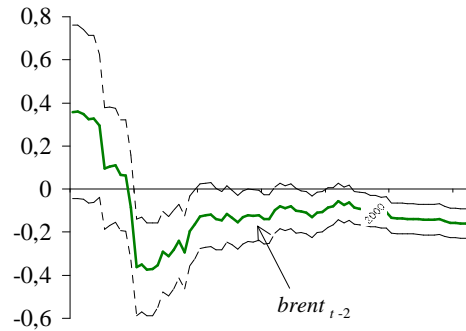
a) обмінний курс



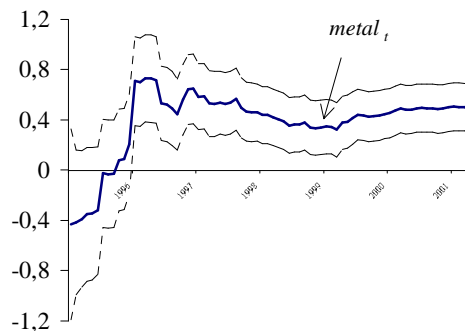
b) промислове виробництво в Україні



c) інфляція у Росії



d) світова ціна на сиру нафту



e) світова ціна на метал

Рис. 2. Чинники торговельного балансу

збільшення попиту на гроші, яке важко не записати у актив уряду В. Ющенка. Логічна послідовність причинно-наслідкових зв'язків є такою: 1) за умови незмінних рівня цін і швидкості обертання грошей підвищення попиту на гроші безпосередньо збільшує дохід, 2) прискорене підвищення попиту на гроші порівняно з пропозицією грошової маси збільшує внутрішні накопичення грошових активів, 3) збільшення внутрішніх накопичень зменшує абсорбцію товарів та послуг і поліпшує поточний рахунок.

Інструментальним чинником підвищеного попиту на гроші став рішучий демонтаж різноманітних безгрошових “схем” розрахунків і надання прозорості

фінансовим потокам у паливно-енергетичному комплексі<sup>3</sup>. Побічним продуктом рішучої боротьби з “тінізацією” української економіки стало оперативне “наповнення” бюджету, що не вдавалося жодному з попередників В. Ющенка. Зрослий попит на гроші та фіскальна дисципліна стимулювали економічне зростання і забезпечили додатне сальдо торговельного балансу — обидва елементи макроекономічної рівноваги з’явилися вперше з 1992 р.<sup>4</sup>

Отримані результати можуть відбивати заниженість обмінного курсу гривні стосовно деякого рівноважного значення. Девальвація грошової одиниці збільшує зазначене відхилення і таким чином перешкоджає збільшенню промислового виробництва, що, зі свого боку, погіршує торговельний баланс. Зрозуміло, що за умови зміцнення гривні вище рівноважного значення отримані характеристики можуть змінитися і девальвація гривні набуде експансійного спрямування. Проте на сьогодні цього немає. Власне використання фільтру Кальмана було обумовлено передусім намірами відстежити динамічні зміни у впливі обмінного курсу на промислове виробництво і торговельний баланс.

*Зовнішні чинники.* Пожвавлення виробництва у Росії починає стимулювати промислове виробництво в Україні лише з початку 1999 р. Водночас немає впливу російського виробництва на торговельний баланс (збільшення українського експорту практично врівноважується збільшенням імпорту з Росії). Прискорення інфляції у Росії не впливає на обсяги промислового виробництва, але поліпшує торговельний баланс з вересня 1998 р.

Інфляція у Німеччині перешкоджає збільшенню виробництва з початку 1997 р. (рис. 1b). Це може означати залежність від імпорту обладнання та комплектуючих, однак немає очікуваного негативного впливу на торговельний баланс. Варто зауважити, що використання реального обмінного курсу забезпечує протилежний результат: підвищення  $criger_t$  пожвавлює виробництво і поліпшує торговельний

---

<sup>3</sup> Якщо в 1998 р. частка бартеру в обсягах реалізації становила 41%, то на середину 2000 р. цей показник знизився понад вдвічі — до 19,2% [18, р. 10]. Найвідчутніше обсяги бартерних операцій знизилися у паливно-енергетичному секторі (з 50,6 до 18,4%), чорній металургії (зі 40 до 12,9%), хімічній (зі 48,5 до 23,9%) та легкій промисловості (зі 42,5 до 24,3%).

<sup>4</sup> Якщо зауважити, що зменшення дефіциту бюджету зменшує пропозицію грошової маси, то чітко простежується сприятливий вплив фіскальної дисципліни на поточний рахунок. Звичайно, що поєднання збільшення попиту на гроші зі скороченням дефіциту бюджету посилює ефект поліпшення поточного рахунку, адже на додаток до збільшення попиту на гроші відбуватиметься зменшення пропозиції номінальної грошової маси.

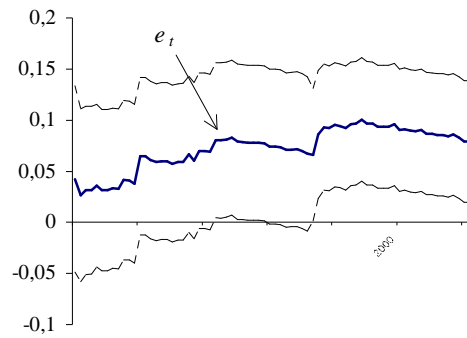
баланс в Україні. Водночас інфляція у Росії стає нейтральною стосовно торговельного балансу і перешкоджає збільшенню промислового виробництва. Подібних відмінностей не зауважено для динаміки цін на сирову нафту і метали.

Підвищення світової ціни на сирову нафту погіршує торговельний баланс з лагом у 2 місяці приблизно зі середини 1999 р. (рис. 2d), але не впливає на промислове виробництво. Не виключено, що виразність впливу  $brent_{t-2}$  на торговельний баланс створено більшою прозорістю імпорتنих операцій з енергоносіями. Також не виключено, що посилення впливу  $brent_{t-2}$  на  $trade_t$  пояснюється змінами у структурі торгівлі мінеральними продуктами, де відбулося заміщення газу та продуктів нафтопереробки сировою нафтою [9, с. 33].

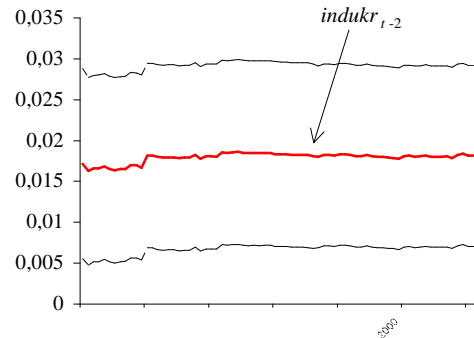
Цілком передбачувано підвищення світової ціни на метал поліпшує торговельний баланс (рис. 2e), але дуже несподіваним стає гальмування динаміки промислового виробництва в Україні (рис. 1d). Це заперечує популярну версію про сприятливу зовнішню кон'юнктуру на ринку металів як вагому причину поновлення економічного зростання в Україні. З точністю до навпаки: сприятлива цінова кон'юнктура на світовому ринку металів скорочує промислове виробництво в Україні, хоча й допомагає поліпшенню торговельного балансу.

Оскільки розвиток вітчизняної металургії пригнічує промисловий сектор, це справді дозволяє запідозрити симптоми “голландської хвороби”, коли збільшення експорту здійснює такий зворотний вплив на господарський комплекс, що “розоряє” економіку країни в цілому [10, с. 78—82]. Виникає парадоксальна ситуація: експортне виробництво розширюється в напрямі, що погіршує економічне становище. Проте руйнівні механізми не варто утотожнювати з “передорученням” реструктуризації української промисловості зарубіжному фінансовому і промислому капіталу. Набагато важливішим чинником зазначеного “розорення” стала політика “слабкої” гривні, передусім упродовж 1992—95 рр. (відповідне теоретичне пояснення подано за допомогою моделі “залежної економіки” у [16, с. 126—130]).

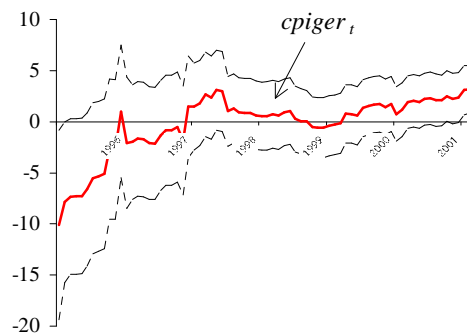
Гіпертрофоване зростання металургії, хімії, енергетики і паливної промисловості стало наслідком передевальвації грошової одиниці, яка багатьма українськими економістами помилково розглядалася (і далі розглядається) засобом оперативного поліпшення цінової конкурентоспроможності експорту і сальдо торговельного балансу. Немає нічого дивного, що протягом 1990-х років частка експорту збільшилася понад вдвічі — це очікуваний наслідок несприятливої зміни



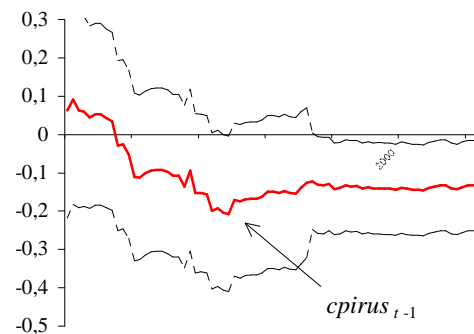
а) обмінний курс (окремі лаги)



б) промислове виробництво в Україні



с) інфляція у Німеччині



д) інфляція у Росії

Рис. 3. Чинники торговельного балансу

цінових співвідношень та спаду виробництва, пов'язаного з передевальвацією грошової одиниці<sup>5</sup>.

Джерела міражу “слабкої” гривні. Найперше йдеться про помилку візуальної ідентифікації, коли глибокий (і тривалий) спад виробництва протягом 1995—98 рр. сприймається наслідком значного підвищення реального обмінного курсу, тоді як з початку 1999 р. поновлення економічного зростання відбувалося зі зниженням цього показника. Зрозуміло, що ідентифікація відповідного причинно-наслідкового зв'язку вимагає надійних статистичних процедур, однак у багатьох випадках дослідники не переймаються цим<sup>6</sup>. Технічно помилкова візуальна кореляція двох показників може пояснюватися напрямом взаємного впливу, випадковим збігом часових тенденцій та

<sup>5</sup> Варто зауважити, що співвідношення “зовнішня торгівля/ВВП” може перебільшувати показник відкритості української економіки. Для України відповідають два аргументи, які використано для пояснення подібної ситуації у китайській економіці: 1) відчутне заниження офіційного обмінного курсу стосовно паритету купівельної спроможності, 2) висока питома вага у зовнішній торгівлі операцій з давальницькою сировиною [14, с. 99].

<sup>6</sup> Приміром, подібна розбіжність між візуальним сприйняттям та доведеними статистично взаємозв'язками спостерігалася для реального обмінного курсу і промислового виробництва у Мексиці протягом 1992—99 рр. [19, р. 85—109].



невідповідністю коротко- і довгострокових зв'язків. Варто зауважити, що негайним наслідком стрімкої девальвації гривні у вересні 1998 р. був якраз контрастний спад виробництва, так що наступне позв'явлення значною мірою відбиває повернення до рівня виробництва на час девальвації грошової одиниці.

З іншого боку, висновок щодо сприятливого впливу девальвації гривні на торговельний баланс міг з'явитися внаслідок нехтування зовнішніми чинниками. Якщо у статистичну модель не включити показники світової ціни на метал і сиру нафту, з осені 1998 р. справді виникає на статистично значущому рівні прямий зв'язок між девальвацією гривні та поліпшенням торговельного балансу (рис. 3). Водночас виключення змінної  $metal_{t-2}$  ніяк не впливає на обернену залежність промислового виробництва від обмінного курсу. Таким чином сприятливий вплив девальвації гривні на торговельний баланс насправді маскує вплив динаміки світових цін на метали і сиру нафту. Якщо намагатися штучно знецінити грошову одиницю, наслідком буде спад виробництва і погіршення торговельного балансу.

Зі зміною специфікації посилюється сприятлива залежність торговельного балансу від промислового виробництва в Україні (рис. 3b). Водночас виникає слабка залежність  $trade_t$  від інфляції у Німеччині, тоді як інфляція у Росії набуває рестрикційного характеру з початку 2000 р. (рис. 3d).

*Висновки для економічної політики.* Найперше для поточного рівня обмінного курсу недоцільно практикувати політику знецінення грошової одиниці. Це не поліпшить торговельного балансу і не стимулюватиме промислового виробництва. Дуже ймовірно, що отриманий результат відбиває заниження обмінного курсу стосовно деякого рівноважного значення. Інтуїтивно дуже важко вважати завищеним обмінний курс, що відповідає середній заробітній платі на рівні 62 долари.

Важливо усвідомити, що вкладання коштів у сировинні та екологічно брудні виробництва визначається не рекомендаціями міжнародних радників і організацій, а саме заниженим обмінним курсом. Лише радикальне зміцнення гривні, підтримане профіцитом бюджету (це зменшить ймовірність експансійної монетарної політики і нейтралізуватиме будь-які очікування цінової і грошової нестабільності), може переорієнтувати інвестиції на високотехнологічні галузі та перешкодити скороченню науково-технологічної сфери України. Одним із наслідків "міцної" гривні якраз і стане припинення непродуктивного перерозподілу ресурсів на користь сировинних галузей (металургія та інші).

З такого погляду принципово вірною є озвучена на початку липня 2001 р. головою Ради НБУ А. Гальчинським позиція стосовно доцільності зміцнення гривні до 5 грн./\$. Це поліпшить динаміку промислового виробництва і не погіршить торговельного балансу. “Міцна” гривня сприятиме інноваційному розвитку підприємств, а відтак — підвищенню якісної конкурентоспроможності українських товарів на світових ринках.

Несприятливий зв'язок між збільшенням експорту (метали) і динамікою промислового виробництва не може розглядатися переконливим аргументом на користь форсованого стимулювання внутрішнього ринку. Йдеться лише про перехід від експорту сировини до експортноорієнтованого розвитку на основі “міцної” грошової одиниці.

Переваги такого підходу переконливо ілюструє досвід Китаю, де за останні 20 років обсяги експорту збільшилися з \$9,7 до \$194,9 млрд. [14, с. 97—110]. В 1999 р. частка промислової продукції у експорті досягла 90%. Бажаній синхронізації розширення обсягів і оптимізації структури допомагала стабільність обмінного курсу<sup>7</sup> та переважно нецінові механізми стимулювання експорту: заохочення інвестицій для виробництва машин і устаткування, стимулювання експорту товарів з високим ступенем обробки, звільнення від імпортного мита сировини і комплектуючих для експортного сектора економіки. Особливої уваги заслуговує практика “підрядної відповідальності” місцевих адміністрацій і державних компаній перед вищими інстанціями за збільшення експорту.

## Література

1. Береславська О. Ревальвація, девальвація чи лібералізація? // Вісник НБУ. — 2001. — № 9. — С. 40—43.
2. Вахненко Т. *Державний борг України та його економічні наслідки*. — К.: Альтерпрес, 2000.
3. Гальчинський А. *Україна: поступ у майбутнє*. — К.: Основи, 1999.
4. Геск'єр А. Загальний огляд макроекономічної ситуації в Україні // Вісник НБУ. — 2001. — № 4. — С. 5—6.
5. Зіденберг А., Мьоллерс Ф. Взаємодія між грошовою політикою та політикою реформ в Україні / *Україна на роздоріжжі: уроки з міжнародного досвіду економічних реформ*. А. Зіденберг і Л. Хоффманн (ред.). — К.: Фенікс, 1998.

---

<sup>7</sup> З 1994 р. Китай підтримує фіксований обмінний курс до долара США. До цього зі середини 1980-х років діяла система подвійного обмінного курсу. Протягом 1980—94 рр. грошова одиниця знецінилася з 3,5 до 8,7 юанів за долар, що виглядає зовсім небагато на тлі порівняння обмінного курсу купоно-карбованця (січень 1992 р.) і поточної вартості гривні.

6. Кияк А. Реальний ефективний обмінний курс гривні як показник конкурентоспроможності національної економіки (1998—2000 рр.) // Тенденції української економіки. — 2001. — № 3. — С. 60—68.
7. Кораблин С. Боргова стабільність гривні // Дзеркало тижня. — 2001. — № 46. — 24 листопада. — С. 1, 8.
8. Крючкова І. Макроекономічні наслідки зміцнення гривні // Вісник НБУ. — 2001. — № 9. — С. 7—9.
9. Крючкова І. В. Відтворювальні макроструктурні процеси: започаткування гармонізації та прогноз на 2002 рік // Економіка і прогнозування. — 2001. — № 3. — С. 25—36.
10. Піддубна Л. Рецидив “голландської хвороби” // Політика і час. — 2001. — № 6. — С. 78—82.
11. Секарєв О. Про конкурентоспроможність України на російському ринку / *Зрушення до ринкової економіки*. Л. Гоффманн, А. Зіденберг (ред.). — К.: Фенікс, 1997.
12. Сироватка С. Хіміки та металурги не проти заміни “ведмедя на бика” // День. — 2001. — 20 червня. — С. 6.
13. Стельмах В., Петрик О. Обмінний курс, інфляція та конкурентоспроможність // Вісник НБУ. — 2001. — № 9. — С. 3—6.
14. Сює Цзюнь В. Формування експортоорієнтованої моделі розвитку економіки: досвід Китаю // Економіка і прогнозування. — 2001. — № 3. — С. 97—110.
15. Тіссен У. Зовнішньоекономічні аспекти процесу реформ та розвитку в Україні / *Зрушення до ринкової економіки*. Л. Гоффманн, А. Зіденберг (ред.). — К.: Фенікс, 1997.
16. Шевчук В. Платіжний баланс і макроекономічна рівновага в трансформаційних економіках: досвід України. — Львів: Каменяр, 2001.
17. Christoffersen P., and T. Sløk. Do Asset Prices in Transition Countries Contain Information About Future Economic Activity? // *IMF Working Paper* No. 103. — Washington: IMF, 2000.
18. IMF. Ukraine: Statistical Appendix. *Country Report* No. 28. — Washington: IMF, 2001.
19. Kamin S., and G. Rogers. Output and the RER in developing countries: an application to Mexico // *Journal of Development Economics*. — 2001. — Vol. 61. — No. 1. — P. 85—109.