

ПРОБЛЕМНІ АСПЕКТИ ВИБОРУ ОПТИМАЛЬНОГО РЕЖИМУ ВАЛЮТНОГО КУРСУ В УКРАЇНІ

У статті досліджено основні проблемні аспекти вибору оптимального режиму валютного курсу в Україні, розглянуто макроекономічні передумови формування валютно-курсової політики та альтернативні системи валютного курсоутворення.

Ключові слова: валютний курс, режим валютного курсу, фіксований обмінний курс, плаваючий курс, валютне бюро.

Постановка проблеми. Останнім часом на різних рівнях активізувалися дискусії щодо того, який режим валютного курсу є найприйнятнішим для України та який його рівень повинен бути на сьогодні і в середньостроковій перспективі. Існують різні думки з цього приводу. Одні експерти критикують політику підтримки стабільності номінального обмінного курсу та виступають за впровадження його плаваючого режиму, за якого курс визначався б виключно під дією ринкових сил, перш за все, як певний паритет між попитом на іноземну валюту та її пропозицією. Інші – заперечують будь-які коливання курсу, наголошуючи на можливих втратах для економіки.

Щоб розібратися, де правда, а де міфи валютно-курсової політики, необхідно розглянути передумови її формування та взаємозв'язок з економічними процесами.

Аналіз публікацій. Значний внесок у структурне дослідження проблем вибору оптимального режиму валютного курсоутворення для країн із трансформаційною економікою зробили відомі зарубіжні та вітчизняні науковці і практики: Е. Долан, М. Домбровські, Ф. Мішкін, Дж. Френкель, О. Береславська, А. Гальчинський, В. Геєць, С. Михайличенко, О. Савченко, В. Стельмах, А. Шаповалов, В. Ющенко та ряд інших.

Мета статті – дослідити деякі проблемні аспекти вибору оптимального режиму обмінного курсу в Україні.

Виклад основного матеріалу. Дослідження проблем вибору оптимального режиму обмінного курсу в Україні необхідно розпочати з розгляду макроекономічних передумов, за яких формувалась валютно-курсова політика.

На самому початку становлення ринкових відносин в Україні, що, як ми пам'ятаємо, характеризувалося макроекономічною нестабільністю, недовірою до національної валюти, скороченням виробництва, повальним дефіцитом споживчих товарів та повальним їх імпортом, рішення про таргетування валютного курсу (підтримку стабільності номінального курсу гривні відносно долара США) дало можливість стабілізувати ситуацію, надало економіці певний «номінальний якір». Завдяки прив'язці валютного курсу економічні суб'єкти отримали можливість планувати свою діяльність, інвестиції та виробництво, що стало тим елементом стабільності, без якого бізнес не має змоги реалізовувати власні програми розвитку.

Водночас слід нагадати, що вперше курсової стабільності вдалось досягнути лише у 1996-1997 роках – усі попередні спроби підтримувати на певному рівні валютний курс були невдалими. Дестабілізуючим чинником виступала бюджетна політика, що вимагала емісійного фінансування значного дефіциту бюджету. У 1996-1997 роках дефіцит хоча і залишався значним (5-6% ВВП), та все ж відчутно скоротився порівняно з показниками першої половини 1990-х. І головне – більше не фінансувався безпосередньо емісійними коштами НБУ: фінансування відбувалося переважно через участь нерезидентів у внутрішньому ринку ОВДП. Це створило ілюзію фінансової стабільності, яка через невважену бюджетну політику та відсутність глибинних змін у реальному секторі довго підтримуватися не могла та цілком логічно завершилася валютною кризою 1998 року. Пристосування економіки до нових умов тривало понад два роки, впродовж яких гривня девальвувала відносно долара США майже втричі [7]. Починаючи з 2000 року, Національний банк

України фактично здійснює політику умовно фіксованого курсу гривні до долара США, при одночасних спробах продовжувати вплив на обсяги кредитування та ліквідності в економіці (формально використовуючи досить широкий набір інструментів). На відміну від режиму валютного бюро (currency board), курс гривні не зафіксовано постійно – НБУ залишає за собою право його змінювати у визначених умовах (приклад ревальвації гривні навесні 2005 року). Подібний режим, який можна віднести до числа «проміжних» або «гібридних», здатний працювати, однак, тільки в умовах закритої або напівзакритої економіки.

З огляду на перспективи зростаючої зовнішньої інтеграції української економіки, у тому числі її фінансового сектора, необхідним є швидкий вихід з нинішнього «гібридного» режиму грошової політики до одного з так званих крайніх (чистих) режимів (corner solutions). Це або фіксований назавжди валютний курс при відмові від національної грошової політики, або продовження самостійної грошової політики при зміні „номінального якоря”. У другому варіанті йдеться про грошову стратегію, орієнтовану на безпосереднє регулювання рівня інфляції, тобто інфляційне таргетування при вільно плаваючому курсі.

Щодо можливості використання режиму фіксованого валютного курсу, то в умовах України цей варіант може мати форму або валютного бюро, або заміни гривні однією з основних валют, долара або євро, у якості офіційної грошової одиниці. Надалі ми розглянемо більш детально режим валютного бюро.

Його основні характеристики полягають у наступному:

- курс національної валюти до валюти-лідера фіксується назавжди у законодавчому порядку;
- грошова база повинна мати 100-процентне покриття чистими міжнародними активами центрального банку;

- центральний банк відмовляється від будь-яких активних операцій з внутрішніми активами (стерилізації); це означає, що зміни в грошовій базі відбуваються винятково в результаті змін у міжнародних активах.

При використанні механізму валютного бюро країна формально зберігає свою грошову одиницю, центральний банк як емісійний центр і можливість одержувати емісійний дохід (seigniorage) від розміщення валютних резервів на міжнародних ринках (цього немає при заміні національної валюти іноземною). Головна небезпека – це питання стійкості цього механізму і довіри економічних суб'єктів, побоювань, що раптом хтось захоче скасувати його або поміняти фіксований обмінний курс.

Міжнародний досвід демонструє приклади режиму валютного бюро, що користується як повною довірою (Болгарія, Боснія та країни Прибалтики), так має і певні сумніви у стійкості цього механізму (наприклад, Аргентина наприкінці дев'яностих років минулого століття).

На нашу думку, в Україні є політичні, інституційні й економічні умови для забезпечення необхідної довіри до режиму валютного бюро, якщо таке рішення було б прийняте.

В цілому, назавжди зафіксований валютний курс має сприяти зниженню інфляції та процентних ставок до рівня, близького відповідному рівню країни валюти-якоря. Однак, з огляду на високий вихідний рівень інфляції в Україні і різниці в рівнях цін, процес вирівнювання цих рівнів і інфляційної конвергенції може розтягнутись на декілька років. У будь-якому випадку втрачається внутрішній контроль над рівнем інфляції, і навіть у майбутньому, після завершення процесу конвергенції цін, зберігається ризик автоматичного «імпорту» інфляції в результаті її підвищення в країні валюти-якоря або різких змін у крос-курсах.

Режим валютного бюро можна ввести в Україні досить швидко, і він не буде радикально відрізнятись своєю інструментальною логікою від типу

проміжного режиму, що використовувався протягом останніх 6 років. Він не буде також шоком для економічних суб'єктів і населення, що звикли до стабільного курсу. Крім того, у НБУ є достатній обсяг валютних резервів для забезпечення 100-процентного покриття грошової бази [2].

Однак виникає кілька питань економічного та технічного характеру, які необхідно вирішити до введення цього режиму.

По-перше, – це вибір валюти-якоря. Дотепер гривня (як і більшість національних валют країн СНД) була фактично „прив'язана” до долара США. Американський долар відіграє найважливішу роль у зовнішній торгівлі України, домінує як валюта угод на фінансовому ринку, є найбільш популярним засобом платежу та у приватних заощадженнях населення. У свою чергу, значення євро у міжнародній, особливо європейській торгівлі буде підсилюватися у зв'язку з потенційним розширенням Європейського економічного та валютного союзу (зони євро). Якщо Україна серйозно думає про майбутню інтеграцію з Євросоюзом, вибір європейської валюти у якості якоря допоміг би переорієнтувати економіку в цьому напрямку. Керівництво Національного банку України регулярно ставить питання про можливість переорієнтації валютної прив'язки. Але парадокс полягає в тому, що поки питома вага євро у зовнішньоекономічних розрахунках України не зростає. Навіть із країнами ЄС чимало контрактів і дотепер укладають у доларах США. У цих умовах штучно переходити до прив'язки до євровалюти немає сенсу. Для цього розрахунки в євро повинні складати не менше 25% зовнішньоекономічного обороту, зараз питома вага європейської валюти у розрахунках коливається на рівні 10% [5].

По-друге, при режимі валютного бюро центральний банк уже не може виконувати функції «кредитора останньої інстанції» у випадку настання кризи ліквідності в окремих комерційних банках або у всьому банківському секторі.

По-третє, центральний банк повинний або цілком призупинити, або суттєво обмежити функцію фінансового агента уряду.

Одним з проблемних аспектів запропонованої статті є розгляд можливостей переходу до режиму гнучких валютних курсів для країн з трансформаційною економікою і, зокрема, України.

Хоча більшість країн Центральної та Східної Європи не застосовує плаваючих обмінних курсів (табл. 1), в останнє десятиліття усе більше держав світу переходить до гнучких валютних режимів (наприклад, Бразилія, Ізраїль, Польща, Чилі).

Ця тенденція, очевидно, збережеться, тому що в умовах зростаючої глобалізації країни з негнучкими валютно-курсовими режимами наражаються на ризики, пов'язані з мінливістю потоків капіталу. Гнучкі валютні режими, як правило, забезпечують кращий захист від зовнішніх шоків і більшу незалежність грошово-кредитної політики.

Разом з тим чимало країн не бажають вводити плаваючий валютний курс саме через побоювання надмірної мінливості, а також зменшення можливості контролювати інфляційні очікування. Крім того, їх турбує можливість планомірного відходу від фіксованого режиму, тому що це вимагає завчасної підготовки, правильного вибору термінів і надійної основи економічної політики.

Таким чином, одним з проблемних питань, що необхідно з'ясувати при введенні системи плаваючих валютних курсів є питання щодо темпів переходу.

Поступовий підхід означає прийняття «дозованих» кроків для переходу до плаваючого курсу, наприклад, шляхом переходу від прив'язки до однієї валюти до фіксованої або повзучої прив'язки до кошика валют і далі до поетапно розширюваного валютного коридору. Швидкий підхід, навпаки, вимагає меншого числа проміжних етапів або взагалі їх не вимагає.

Одним із найголовніших визначальних чинників темпів переходу є ступінь розвитку фінансово-кредитних інститутів і ринків. При відсутності необхідних інститутів і ринків стратегія поступового переходу може бути більш

Таблиця 1

Режими валютних курсів у деяких країнах

№ п/п	Країна	Режим валютного курсу
1.	Азербайджан	Фіксований курс
2.	Болгарія	Валютне бюро (Currency board)
3.	Боснія	Валютне бюро (Currency board)
4.	Вірменія	Фіксований курс
5.	Грузія	Фіксований курс
6.	Естонія	Валютне бюро (Currency board)
7.	Казахстан	Фіксований курс
8.	Киргизстан	Керований плаваючий курс
9.	Латвія	Валютне бюро (Currency board)
10.	Литва	Валютне бюро (Currency board)
11.	Молдова	Керований плаваючий курс
12.	Польща	Вільно плаваючий курс
13.	Росія	Повзуча прив'язка
14.	Румунія	Керований плаваючий курс
15.	Словаччина	Керований плаваючий курс
16.	Словенія	Фіксований курс у рамках механізму ERM-II
17.	Туреччина	Вільно плаваючий курс
18.	Угорщина	Валютний коридор
19.	Україна	Фіксований курс
20.	Хорватія	Фіксований курс
21.	Чехія	Керований плаваючий курс

доречною, оскільки вона дозволяє скоротити ризик надмірних коливань валютного курсу і її потенційно негативного впливу на довіру з боку учасників ринку, інфляційні очікування і стан платіжного балансу.

Стратегія швидкого переходу надає суттєві переваги за умови, що створено інституціональні засади для введення плаваючого валютного курсу. При наявності потужних макроекономічних позицій і пруденційній грошово-кредитній політиці швидкий перехід є більш доречним, ніж поступовий підхід. Він також забезпечує велику дискреційність валютних інтервенцій: відсутність зобов'язань дотримуватися визначеної траєкторії або коридору валютного курсу дозволяє центральному банку обмежити інтервенції і зберегти валютні резерви.

Якою б не була стратегія переходу, кожен новий крок повинний бути спрямований на створення двосторонніх ризиків при зміні валютних курсів.

Наприклад, при встановленні валютного коридору необхідно, щоб він був досить широким для забезпечення коливань курсу в обох напрямках щодо центрального паритету. Крім того, важливо коректувати рівень валютного курсу для того, щоб гнучкість, що забезпечується коридором, не була швидко вичерпана в результаті можливої незбалансованості курсів.

Перехід до вузького коридору в умовах постійного тиску на обмінний курс може призвести до того, що курс досягне верхньої або нижньої межі, і органи грошово-кредитного регулювання будуть змушені або підтримувати його значення у межах коридору, або розширювати коридор. Часті коригування коридору, у свою чергу, можуть негативно впливати на довіру учасників валютного ринку і призводити до спекулятивного тиску з метою розширення меж коридору. Ці питання здобувають додаткової актуальності при відкритті рахунку операцій з капіталом.

Ретельна підготовка підвищує ймовірність того, що стратегія переходу – поетапна або швидка – буде успішною. Розробка багатьох оперативних заходів

вимагає значного часу, і країни повинні починати підготовчу роботу до відмови від режиму фіксованих курсів (див. рис. 1).



Рис. 1. Схема поступового (поетапного) переходу до режиму плаваючого валютного курсу

Наприклад, вони можуть забезпечити цілий ряд попередніх умов:

- зміцнити незалежність центрального банку;
- збільшити потенціал прогнозування інфляції;
- підвищити ступінь прозорості грошово-кредитної політики;
- створити систему інформації з управління валютним ризиком;
- розширити інформацію щодо динаміки платіжного балансу.

Після цього можливим є запровадження певної гнучкості валютного курсу для стимулювання активності учасників валютного ринку. Політику проведення валютних інтервенцій можна визначити вже після того, як буде досягнуто більшої гнучкості обмінного курсу. В залежності від особливостей, умов розвитку і стану фінансово-кредитної системи країни процес переходу до системи плаваючих валютних курсів може зайняти і три, і п'ять, і більше років [4].

Як швидко вдасться пройти цей шлях Україні, нині сказати досить складно. Це залежатиме виключно від того, коли інфляція стане контрольованою й економіка зможе сприймати її як «номінальний якір», коли внутрішній ринок зміцніє достатньо, щоб визначати економічний розвиток.

Іншими словами, успіх залежатиме від того, чи відповідатимуть змінам у валютно-курсовій політиці розвиток реального сектора та нововведення у податково-бюджетній сфері. Але тут на перший план виходять ті економічні реформи, відповідальність за впровадження яких покладено на Кабінет Міністрів.

Висновки. Таким чином, реформи податково-бюджетної та економічної політики країни мають забезпечити формування міцного внутрішнього ринку, завершення основних структурних перетворень в економіці, аби її структура, інституційні характеристики та стан конкуренції відповідали вимогам ринкової економіки, спільного європейського ринку, до якого прагне Україна. Лише за таких умов можна буде ставити питання про успіх нової моделі валютно-курсової політики, орієнтованої на плаваючий валютний курс та перехід до таргетування інфляції.

Список використаної літератури

1. Домбровски Марек Перспективы либерализации счета финансовых операций в Украине // CASE и CASE Украина, 9 марта 2006 г.
2. Домбровски Марек Режим денежной политики в условиях открытой экономики: выводы для Украины // CASE и CASE Украина, 13 марта 2006 г.
3. Домбровски Марек Таргетирование инфляции в переходной экономике // www.case-ukraine.kiev.ua.
4. Карачадаг Чем, Дуттагупта Рупа, Фернандес Гилда, Ишии Шого От фиксированного курса к плавающему: нет причин для опасений // Финансы & развитие. – 2004. – № 12. – С.20-23.
5. Савченко Александр Мы собираемся переходить к более гибкому курсообразованию // Бізнес. – 2006. – №47 (722).
6. Сколотяний Юрій Стабільна гривня: головне не злякати // Дзеркало тижня. – 2006. – №7 (586).
7. Шаповалов Анатолій Стратегічні напрямки курсової політики України в умовах сталого економічного розвитку // Дзеркало тижня. – 2005. – №43 (571).

Summary

The article considers the general problem aspects of the existing exchange rate regime in Ukraine and microeconomic preconditions of its formation.

Журавка, Ф.О. Проблемні аспекти вибору оптимального режиму валютного курсу в Україні / Ф.О. Журавка // Вісник Української академії банківської справи.- 2007.- № 1 (22).- С. 14-18.