

КЛЮЧОВІ АСПЕКТИ ВПРОВАДЖЕННЯ МЕХАНІЗМУ ПЕРЕХОДУ ДО БІЛЬШОЇ ГНУЧКОСТІ ОБМІННОГО КУРСУ В УКРАЇНІ

У статті досліджено складові елементи та ключові аспекти запровадження механізму переходу до більшої гнучкості обмінного курсу в Україні.

Ключові слова: валютний курс, фіксований курс, плаваючий курс, валютно-курсова політика, валютний ринок, валютна інтервенція, хеджування валютних ризиків.

Постановка проблеми. Валютно-курсова політика центрального банку держави є складовою частиною його грошово-кредитної політики, а отже, і загальної державної макроекономічної політики. Валютний курс – це ключова ланка, яка зв'язує економіку України зі світовою економікою. Поява обмінних валютних курсів національних валют пов'язана з розвитком міжнародної торгівлі, яка давно вже стала невід'ємною частиною економічної діяльності країн світового співтовариства. Обмінні курси впливають не тільки на стан міжнародної торгівлі, а значною мірою і на національну економіку країни. Водночас зміни в різних секторах економіки, особливо в кризових ситуаціях, відображаються в коливаннях обмінних курсів національних валют.

Завданням валютно-курсової політики держави є забезпечення стабільної зовнішньої купівельної спроможності національних грошей. Це виражається, зокрема, в підтримці стабільного валютного курсу національної грошової одиниці держави. На сьогодні Національний банк України намагається додержуватися політики стабільності обмінного курсу гривні, тобто таргетує саме валютний курс. У цьому режимі «якорем» макроекономічної стабільності є курс американського долара.

Разом з тим багато фахівців виступають за введення таргетування інфляції в якості альтернативного номінального «якоря», перегляд основ грошово-кредитної політики з метою її коригування при відмові від використання валютного курсу в якості об'єкта таргетування. При цьому на перший план виходить питання щодо впровадження механізму переходу до

більшої гнучкості обмінного курсу з урахуванням необхідності збереження стабільності грошово-кредитної системи України.

Аналіз публікацій. Суттєвий внесок у дослідження проблеми впровадження механізму переходу до гнучких режимів валютного курсу для країн із трансформаційною економікою зробили відомі зарубіжні та вітчизняні науковці і практики: Е. Долан, М. Домбровські, Дж. Френкель, О. Береславська, А. Гальчинський, О. Дзюблюк, С. Михайличенко, О. Петрик, О. Савченко, В. Стельмах, А. Шаповалов, В. Ющенко, С. Яременко та ряд інших.

Мета статті – дослідити ключові аспекти та складові елементи впровадження механізму переходу до більшої гнучкості обмінного курсу в Україні.

Виклад основного матеріалу. Україна, як і багато інших країн з трансформаційною економікою, постала перед необхідністю вирішення дилеми: підтримувати існуючий де-факто режим прив'язки гривні до долара США (із незначними коливаннями) чи перейти до режиму, за якого обмінний курс коливатиметься у значно ширших межах. За гнучкішого обмінного курсу Україна зможе проводити більш незалежну монетарну політику, “вмонтовуючи” в економіку своєрідний стабілізатор, який нейтралізуватиме дію внутрішніх і зовнішніх шоків. Водночас в умовах експансійної фіскальної політики та недостатньо стійкої фінансової системи України ще не можна переходити до більшої лібералізації потоків капіталу – досягнута макроекономічна стабільність може наразитися на значні ризики [3].

У запропонованій статті резюмуються ключові питання теорії та практики, що мають бути врахованими країнами, які прийняли рішення про перехід до ринкового валютного курсу.

Перш за все, у країні має бути створений великий за обсягом і ліквідністю валютний ринок для визначення і встановлення валютного курсу. Валютні ринки більшості країн з трансформаційною економікою є незначними за обсягами, неліквідними та неефективними, що у певній мірі

пояснюється тим, що вони роблять занадто великий акцент на валютне регулювання. Незмінність валютного курсу перешкоджає динамічному розвитку валютного ринку, тому що його учасники майже не мають стимулів до вивчення тенденцій змін валютного курсу, відкриття валютних позицій або управління ризиками.

Крім того, центральний банк, що застосовує режим фіксованого курсу, як правило, сам змушений діяти на ринку, що обмежує міжбанківську активність.

Які ж заходи можуть прийматися країнами для збільшення обсягів і підвищення ефективності валютних ринків?

Найважливішим кроком є введення певної гнучкості валютного курсу. Коливання курсу, навіть незначні, швидко створюють для суб'єктів ринку стимули до збору інформації, формування стратегій щодо здійснення операцій з іноземною валютою та управління валютними ризиками.

Важливо, щоб перший крок по введенню гнучкого валютного курсу – незалежно від темпів переходу – був досить значним, щоб створити уявлення про двосторонні ризики, пов'язані зі зміною валютного курсу. Наявність двостороннього ризику спонукує учасників ринку відкривати як короткі, так і довгі позиції.

До числа інших заходів, що можуть прийматися країнами для подальшого розвитку валютного ринку, відносяться наступні:

- Зменшення ролі центрального банку як маркет-мейкера, включаючи встановлення ним курсів купівлі та продажу, тому що виконання подібної функції зменшує сферу діяльності інших учасників ринку. Замість цього центральний банк може стимулювати розвиток ринку, скоротивши до мінімуму власні операції з банками та приймаючи ринкові ціни, що сформувалися. Наприклад, у Туреччині після того, як на початку 2001 року було введено плаваючий курс ліри, центральний банк поступово відійшов від проведення операцій на валютному ринку, примусивши його учасників торгувати між собою.

- Збільшення обсягу ринкової інформації про джерела іноземної валюти і її використання, а також про тенденції зміни платіжного балансу країни для того, щоб учасники ринку могли сформулювати власну обґрунтовану думку про валютний курс і майбутню грошово-кредитну політику й ефективно оцінювати валютні курси.
- Поступове скасування правил, що обмежують ринкову діяльність, таких як вимога обов'язкового продажу іноземної валюти, податки і додаткові збори з валютних операцій, а також обмеження на міжбанківські угоди. До числа інших можливих заходів відносяться уніфікація валютних ринків та послаблення обмежень на поточні операції й окремі операції з капіталом.
- Уніфікація та спрощення валютного законодавства, недопущення частих або спеціальних змін. Чітко встановлені, прості та зрозумілі закони і норми валютного регулювання дозволять підвищити прозорість ринку і зменшити операційні витрати.
- Сприяння розвитку ринку інструментів хеджування ризику (валютних деривативів) шляхом скасування заборони та контролю над строковими валютними операціями [2].

Щодо Національного банку України, то одним із основних напрямків його діяльності із збалансування валютного ринку є продовження поступової лібералізації системи валютного регулювання та валютного контролю.

Зокрема, на початку березня 2005 року було скасовано двовідсоткове обмеження щодо граничного відхилення курсу купівлі та продажу готівкових іноземних валют від їхнього офіційного курсу, з 1 квітня скасовано вимогу обов'язкового продажу 50% надходжень в іноземній валюті на користь резидентів України. З 24 квітня 2005 року втратив чинність порядок, за яким клієнт банку мав надавати в пакеті документів на купівлю іноземної валюти довідку державної податкової адміністрації, а сам банк – формувати реєстр за кожною операцією з купівлі іноземної валюти та подавати його на розгляд до податкового органу.

З метою переорієнтації структури зовнішніх запозичень резидентів з короткострокових на довгострокові Національний банк запровадив один із поширених у міжнародній практиці інструментів регулювання руху капіталу, а саме – обов'язкові резервні вимоги. Також упроваджуються прозоріші правила та процедури розрахунків, пов'язаних з інвестиційною діяльністю [6].

Наступним кроком при переході до плаваючого валютного курсу є розробка центральним банком країни спеціальної політики, що визначає мету, терміни й обсяги валютних інтервенцій.

За режимів фіксованих курсів терміни й обсяги інтервенцій, як правило, є непідконтрольними центральним банкам. За гнучких режимів інтервенції здійснюються за розсудом центрального банку, коли це необхідно для усунення незбалансованості валютних курсів, підтримки спокою на валютному ринку, збільшення офіційних резервів і забезпечення пропозиції іноземної валюти. Таким чином, валютні інтервенції повинні бути вибірковими й обмеженими.

З огляду на розмаїтість методологій оцінки рівноважного валютного курсу, іноді буває важко знайти і вимірити незбалансованість попиту та пропозиції іноземної валюти. Короткострокові зміни валютного курсу не завжди виправдують проведення інтервенцій. Мінливість валютного курсу може бути результатом зміни економічних детермінантів або появи нової інформації і може відбивати процес визначення ринком рівноважних цін. Більш того, незважаючи на широко розповсюджену думку про те, що мінливість валютного курсу може призводити до реальних економічних втрат, емпіричні дослідження цього не підтверджують.

Як свідчить досвід Мексики, Туреччини та Чилі офіційні інтервенції не завжди є ефективним інструментом впливу на валютний курс або зменшення діапазону його коливань. Навпаки, саме інтервенції досить часто призводять до збільшення мінливості валютного курсу.

Інтервенції є більш ефективними, якщо вони здійснюються відносно нечасто, завдяки посиленню фактора несподіванки та зміцненню довіри учасників ринку до твердого наміру центрального банку підтримувати гнучкий валютний курс.

Позитивним фактором є прозора політика інтервенцій. Багато країн, у тому числі Туреччина та Філіппіни, підтвердили свою прихильність гнучкому валютному курсу, підкресливши, що інтервенції не будуть застосовуватися для таргетування валютного курсу. Крім того, прихильність держави визначеним цілям інтервенцій дозволяє ринку контролювати валютні операції центрального банку і забезпечує його підзвітність за їхнє проведення. Яскравим прикладом прозорості є публікація інформації про політику інтервенцій в Австралії та Швеції з чітким зазначенням мети та причин їхнього проведення [2].

Враховуючи стійку тенденцію до перевищення на міжбанківському валютному ринку пропозиції іноземної валюти над попитом, у серпні 2005 року правління НБУ прийняло ряд постанов щодо подальшої лібералізації валютного ринку. Це, зокрема, дало змогу оптимізувати процес торгів на міжбанківському валютному ринку, обмеживши втручання в нього Національного банку. Відтепер Національний банк має здійснювати інтервенції на міжбанківському валютному ринку лише задля того, аби нівелювати значні коливання обмінного курсу гривні до іноземних валют.

Скоригувавши політику проведення валютних інтервенцій, країнам необхідно встановити новий номінальний «якір» і переглянути основи грошово-кредитної політики з метою її коригування при відмові від режиму фіксованого валютного курсу. Для вирішення цих двох задач необхідно створити значний потенціал і завоювати довіру. Для упорядкованої відмови від фіксованого режиму необхідно розробити стратегію переходу.

Труднощі розробки альтернативного номінального «якоря», необхідного для стримування інфляційних очікувань, змушує більшість країн досить поступово відмовлятися від використання валютного курсу в якості

об'єкта таргетування (і, отже, від його фіксації). У ряді країн при переході до іншого номінального «якоря» використовували (поступово розширюючи) валютний коридор, причому іноді протягом досить тривалого часу (наприклад, в Угорщині, Ізраїлі, Польщі та Чилі).

Деякі фахівці НБУ також дотримуються думки про подібний механізм переходу. Зокрема, спочатку пропонується введення коридору у межах не більше 3%. При цьому Національний банк не втручатиметься у дію ринкових сил та дозволить вільне встановлення курсу під їх дією. При виході курсу за ці межі НБУ здійснюватиме інтервенції, аби той повернувся до встановлених рамок [6].

З одного боку, такий механізм забезпечуватиме збереження переваг стабільного валютного курсу як «номінального якоря» для економіки, й економічні суб'єкти будуть впевнені в тому, що гривня не вийде за певні межі. З іншого боку, вони поступово призвичаюватимуться до думки, що курс може змінитися, причому у будь-якому напрямку – як посилення, так і ослаблення. Це стимулюватиме дедоларизацію економіки, розвиток ринку інструментів хеджування валютного ризику. Із року в рік межі коридору, а отже, й дозволеного коливання обмінного курсу розширюватимуться, і врешті-решт їх буде знято взагалі, що означатиме перехід до валютного режиму вільного плавання. Паралельно відбуватиметься й поступова валютна лібералізація, розвиватимуться та міцнішатимуть банківська система і фінансові ринки.

Країни, яким вдалося планомірно провести відхід від режиму фіксованого курсу, як правило, вводили таргетування інфляції в якості альтернативного номінального «якоря» на тривалу перспективу. Значна тривалість перехідного періоду відбивала час, необхідний для створення необхідних інституціональних і макроекономічних умов.

Однак незалежно від забезпечення передумов для повноцінного таргетування інфляції, його основні елементи мають важливе значення для створення надійних засад грошово-кредитної політики. Зокрема, режим

грошово-кредитної політики має беззаперечно встановлювати пріоритет стабільності цін перед іншими завданнями, надавати операційну незалежність центральному банку, забезпечувати прозорість грошово-кредитної політики і підзвітність за її здійснення, демонструвати достатній потенціал для прогнозування інфляції і гарантувати відповідність заходів політики завданню збереження стабільності цін. Крім того, грошово-кредитна політика має велику довіру, якщо вона спирається на правило проміжного таргетування, засноване на прогнозах інфляції, і на офіційно встановлений процес розробки грошово-кредитної політики (наприклад, регулярні засідання комітету з грошово-кредитної політики з наступним випуском прес-релізів, а не спеціальні процедури прийняття рішень і передачі повідомлень).

Важливе значення при переході до режиму плаваючого валютного курсу посідає система управління валютними ризиками. Країна повинна обмежувати валютні ризики в усіх секторах економіки. Нарощування потенціалу учасників ринку з управління цими ризиками, а органів нагляду – з їхнього регулювання і контролю – забирає час і повинно здійснюватися в перехідний період.

Фінансова криза 1994 року в Мексиці довела, що недоліки в управлінні ліквідністю в іноземній валюті можуть викликати валютну кризу. Аналогічним чином криза у Південно-Східній Азії показала, як нехеджовані валютні позики корпоративного сектора можуть призвести до масових збитків банків-кредиторів і різкого зростання попиту на іноземну валюту. Навіть, якщо банки забезпечують збалансованість зобов'язань і активів в іноземній валюті, використання короткострокових зовнішніх позик для фінансування довгострокових кредитів в іноземній валюті нехеджованим позичальникам створює для банків великі кредитні ризики і ризики нестачі ліквідності.

Комплексний аналіз валютних ризиків в усіх секторах економіки і управління ними є ключовим завданням для країн, що мають намір здійснити

планомірний перехід до системи плаваючих курсів. Оцінка ступеня впливу валютного ризику, у свою чергу, вимагає детального аналізу валютної структури статей, термінів погашення, ліквідності та кредитної якості валютних активів і зобов'язань.

Незначний валютний ризик має місце і при фіксований валютних режимах, однак регулювання ризику та управління ним здобуває особливого значення саме при системі гнучкого курсу. Управління валютним ризиком вимагає створення інформаційних систем для спостереження за джерелами ризику, розробки економіко-математичних моделей і методів перспективного аналізу для оцінки ризику, а також вироблення внутрішніх правил і процедур по відношенню до ризику.

Переходячи до вирішення найважливіших питань грошово-кредитної політики, країни повинні визначити, коли їм починати лібералізацію рахунків операцій з капіталом: до переходу до більшої гнучкості валютного курсу або після нього.

Досвід країн з трансформаційною економікою вказує на ризики, пов'язані з лібералізацією рахунків операцій з капіталом до введення плаваючого валютного курсу. Велика кількість країн були змушені відмовитися від фіксованого режиму обмінного курсу після різкої зміни спрямованості потоків капіталу в умовах відкритих рахунків операцій з капіталом (Мексика наприкінці 1994 року, Таїланд у липні 1997 року і Бразилія на початку 1999 року). Інші, маючи приплив капіталу і значний тиск на валютний курс, були змушені перейти до режиму гнучкого курсу, щоб уникнути «перегріву» економіки (Чилі і Польща у 1990-і роки). Таким чином, навіть при сприятливих економічних умовах відкриття рахунку операцій з капіталом до введення плаваючого валютного курсу може дестабілізувати стан внутрішньої ліквідності, спричинити макроекономічні диспропорції та викликати спекулятивні атаки [2].

Однак, навіть, якщо рішення про режим гнучкого валютного курсу приймається до відкриття рахунку операцій з капіталом, це матиме макроекономічні наслідки.

Наприклад, країни, що відкривають рахунок операцій з капіталом для припливу коштів, наражаються на ризик виникнення надлишкової ліквідності і стрімкого зростання обсягів кредитування. У загальному плані значна асиметрія ступеню відкритості рахунку операцій з капіталом може призвести до завищення (або заниження) валютного курсу щодо його довгострокового рівноважного значення. Наприклад, оскільки Китай є більш відкритим до припливу, ніж до відтоку капіталу, деякі фахівці вважають, що ревальвації юаня можна уникнути, стимулюючи відтік капіталу.

Перехід до режиму гнучкого валютного курсу повинен підтримуватися за рахунок поступового усунення асиметрії в мобільності капіталу для полегшення упорядкованого коректування будь-якої можливої незбалансованості валютних курсів.

Висновки. Сьогодні валютний курс є основним інструментом монетарної політики України. Із запровадженням більшої гнучкості він поступово позбавлятиметься цієї ролі в умовах, коли інші інструменти ще недостатньо ефективні. Тому режим обмінного курсу певний час має відігравати важливу роль, однак його слід поступово змінювати у бік більшої гнучкості [3].

При цьому необхідними передумовами для забезпечення поступового переходу до більшої гнучкості валютного курсу з урахуванням необхідності збереження стабільності на грошово-кредитному ринку України є наступні:

- створення великого за обсягом і ліквідністю валютного ринку для визначення і встановлення валютного курсу;
- максимально можлива лібералізація системи валютного регулювання та валютного контролю;

- розробка НБУ спеціальної політики, що визначає мету, терміни й обсяги валютних інтервенцій для ефективного регулювання попиту та пропозиції на валютному ринку;
- введення таргетування інфляції в якості альтернативного номінального «якоря», перегляд основ грошово-кредитної політики з метою її коригування при відмові від використання валютного курсу в якості об'єкта таргетування;
- запровадження ефективної системи управління валютними ризиками, зокрема сприяння розвитку ринку інструментів хеджування ризику (валютних деривативів) шляхом скасування заборони та контролю над строковими валютними операціями;
- чітке визначення термінів лібералізації рахунків операцій з капіталом;
- визначення політики відносно темпів переходу до гнучкої системи валютного курсу.

Список використаної літератури

1. Домбровски Марек Режим денежной политики в условиях открытой экономики: выводы для Украины // CASE и CASE Украина, 13 марта 2006 г.
2. Карачадаг Чем, Дуттагупта Рупа, Фернандес Гилда, Ишии Шого От фиксированного курса к плавающему: нет причин для опасений // Финансы & развитие. – 2004. – № 12. – С.20-23.
3. Петрик О. Перехід до більшої гнучкості обмінного курсу – виклик часу // Вісник НБУ. – 2005. – №6.– С. 4-11.
4. Петрик О. Недооцінка гривні та її наслідки для монетарної політики // Вісник НБУ. – 2005. – №2.– С. 3-5.
5. Савченко Александр Мы собираемся переходить к более гибкому курсообразованию // Бізнес. – 2006. – №47 (722).

6. Шаповалов Анатолій Стратегічні напрямки курсової політики України в умовах сталого економічного розвитку // Дзеркало тижня. – 2005. – №43 (571).

Summary

The article considers the key aspects and the basic components of introduction of flexible exchange rates mechanism in Ukraine.