

Об'єктом валютно-курсової політики є визначення механізму курсоутворення та динаміки обмінного курсу національної грошової одиниці до іноземних валют, операції центрального банку з іноземною валютою та формування і використання золотовалютних резервів, визначення правил функціонування внутрішнього міжбанківського валютного ринку, правил роботи на ньому комерційних банків та інших норм щодо операцій з іноземною валютою, в тому числі і для фізичних осіб.

Розділення монетарної політики в широкому значенні на дві вище означені вужчі складові притаманно переважно для перехідних економік, які характеризуються недостатнім рівнем розвитку, відсутністю надійної стабільності, високим рівнем відкритості для зовнішнього світу, значною доларизацією та деякими іншими особливостями. В таких країнах національні грошові одиниці, як правило, є недостатньо стабільними, через що суттєво підвищується привабливість міцнішої іноземної вільноконвертованої валюти та попит на неї, що призводить до доларизації перехідних економік. У свою чергу це значно обмежує можливості центральних банків щодо здійснення ефективної грошової політики, а відтак і забезпечення державою поступального економічного зростання. Через це в країнах з перехідною економікою, в т. ч. і в Україні, для підвищення керованості внутрішніх грошових і валютних ринків та підтримки стабільності власної грошової одиниці, центральні банки, як правило, запроваджують певний рівень контролю всередині країни за операціями з іноземною валютою з деякими обмеженнями, намагаються впливати на формування бажаного рівня та динаміки обмінного курсу, формують та використовують золотовалютні резерви. Така діяльність і складає суть валютно-курсової політики центральних банків. Реалізація валютно-курсової політики в Україні саме на таких засадах показала свою ефективність як для підтримки стабільності обмінного курсу, валютного та грошового ринків, так і для цінової стабільності, розвитку зовнішньоекономічної діяльності та прискорення економічного зростання в країні.

М. О. Мельничук, І. В. Співак

Департамент валютного регулювання Національного банку

ЛІБЕРАЛІЗАЦІЯ ВАЛЮТНОГО РИНКУ УКРАЇНИ В КОНТЕКСТІ ЕКОНОМІЧНИХ ПЕРЕТВОРЕНЬ

Загальновідомо, що відкритість економіки України є надто великою (частка експорту у ВВП досягає 72 %), а її залежність від кон'юнктури зовнішніх ринків надто небезпечною. Однак, експортоорієнтована політика залишається важливою складовою

економічної політики держави і водночас вона не повинна стримувати технологічний імпорту. При цьому механізми вибіркової підтримки імпорту достатньо зрозумілі — це, перш за все, зниження тарифних і нетарифних обмежень, що, власне, відповідає розв'язанню задачі нової якості економічного розвитку в рамках проголошеного курсу приєднання до ВТО. В такій ситуації курсова політика НБУ повинна й надалі зберігати свою стабілізаційну спрямованість або ж в умовах поступової лібералізації валютного ринку помірно відпускати курс гривні до курсоутворюючої валюти долара США.

Проте існує два зауваження.

По-перше, у нас немає критеріїв «помірності», а отже один невірний адміністративний сигнал поданий ринку може спровокувати девальваційний шок.

Друге полягає в тому, що важливою складовою динаміки товарного експорту є умови торгівлі.

Останні декілька років світова цінова кон'юнктура була сприятлива для України. Сьогодні ситуація починає поступово змінюватися — ціни на мінеральну сировину (найважливіша стаття імпорту країни) підвищуються (у тому числі, внаслідок політичної нестабільності навкруги арабського світу), ціни ж на метали (домінанта експорту) виявляють тенденцію до зниження.

Довідково:	Потрібно пам'ятати, якщо країна стикається з погіршенням умов торгівлі (більш високе зростання імпортних цін порівняно з експортними), то девальвація може і не принести бажаного поліпшення торговельного балансу. Більше того, в умовах високої імпортої залежності неминучим результатом погіршення умов торгівлі буде подорожчання товарів так званого критичного імпорту, а, отже, і неминучим буде зростання внутрішніх цін, що, в свою чергу, може викликати девальвацію.
------------	--

При цьому поступове зняття обмежень на рух капіталу буде привносити в країну в першу чергу спекулятивний капітал, який водночас спричинятиме значну волатильність на валютному ринку та дестабілізуватиме курс гривні. В умовах суттєвої залежності споживчого ринку від коливань курсу відбуватиметься ажіотаж і на готівковому ринку.

Крім цього, низький офіційний рівень інфляції нинішнього року ініціював ряд дискусій для пояснення цього «феномена». Безумовно, найважливішим чинником такої ситуації є низька купівельна спроможність населення. Тим часом, представляється, що монетарні складові привносять цікаву інтерпретацію цінової стабільності.

Припинення з початку 2000 р. нарощування кредитування Уряду (у тому числі і через купівлю НБУ державних цінних паперів, за допомогою яких і відбувалося «об'єднання» фінансової і монетарної політики), в протилежність тому, що відбувалося протягом всіх 90-х років, сприяло розвитку стабілізаційної політики. Потрібно нагадати, що НБУ в останні роки піддавався тиску щодо перегляду своєї валютної політики (для «підтримки» національного виробника на зовнішніх ринках через «контрольовану» девальвацію). І валютна стабільність, супроводжувана послідовним зниженням рівня інфляції служить одночасно оцінкою (безумовно, позитивною) обраної і утримуваної політики. За таких умов навіть стрімке нарощування готівки в обігу в зв'язку зі збільшенням соціальних виплат напередодні виборів надасть порівняно незначний вплив на цінове середовище.

Стрімкі надходження валюти в країну дозволили послідовно нарощувати пропозицію грошей в економіці (за січень — серпень 2004 р. позитивне сальдо інтервенцій НБУ становило більше 5 млрд дол. США — див. рис. 1).

Зростання пропозиції грошей за рахунок зовнішніх активів навіть за відсутності інструментів стерилізації не мало дестабілізуючої дії на товарні ринки. В свою чергу, цінова і валютна стабільність сприяли зростанню довіри населення до національної валюти (зростання депозитів у січні — серпні у національній валюті становило 40,8 %, в іноземній — 25,3 %). У той же час розширена пропозиція грошей є позитивною характеристикою нинішнього макроекономічного середовища, оскільки як і раніше все ще утримується низький рівень монетизації (в 1999 р. — 14 %, на сьогодні — 32,7 %, хоча порівняно з країнами ринкової економіки залишається удвічі меншим). Таким чином на сьогодні в Україні ще не діють монетарні чинники інфляції. Саме цей факт теж дозволяє поступово лібералізувати валютний ринок.

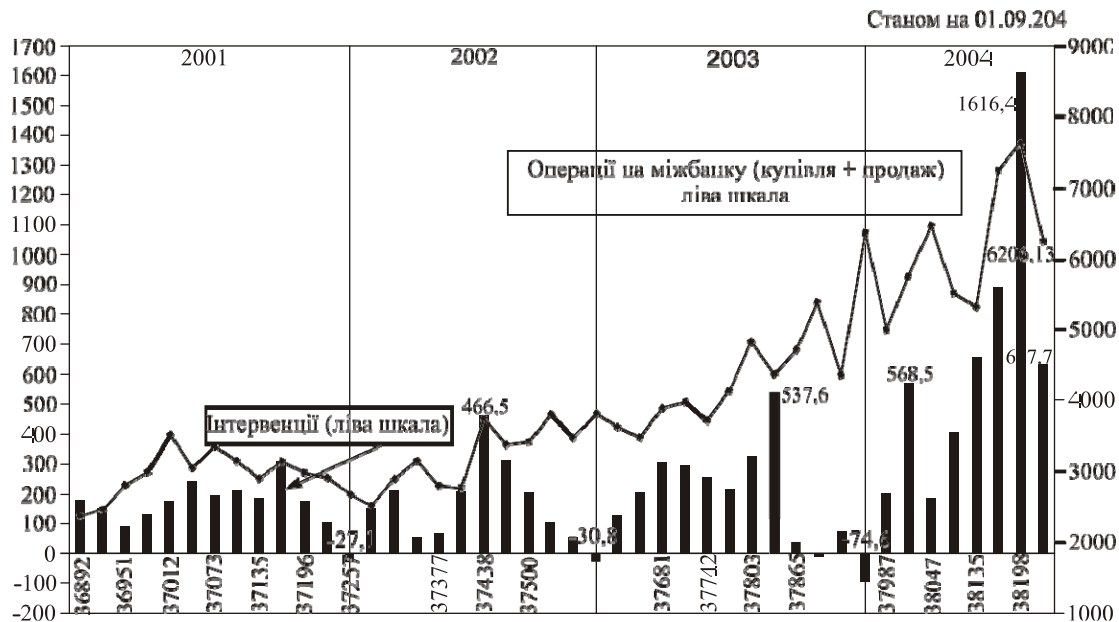


Рис. 1. Помісячна динаміка інтервенцій НБУ та обсяги операцій на міжнародному валютному ринку у 2000—2004 рр.

Довідково:	Широко відоме «грошове правило» М. Фрідмена, згідно з яким нарощування грошової маси потрібно здійснювати систематично і послідовно, незалежно від кон'юктурних коливань. Орієнтиром для монетарних агрегатів повинно стати зростання ВВП. Для розвинених економік з достатньо високим рівнем монетизації доцільним вважалося зростання грошової маси на 5—8 % у рік. Характерно, що спочатку центральні банки ведучих країн відмовлялися орієнтуватися на правило. Проте, кризові вияви початку 70-х, зростання інфляції і безробіття примусили керівництво країн більш ретельно аналізувати і прогнозувати монетарні показники.
------------	---

Однак не слід забувати, що лібералізація валютного ринку пов'язана із зростанням коливань курсу гривні. У розвинutih економіках вільне коливання валютного курсу відображає зміни потоків капіталів між рівноправними суб'єктами ринку. В країні з перехідною економікою, високим рівнем доларизації та відкритості курс залишається на довгі роки пріоритетом. Оскільки стабільний обмінний курс, що втримується, в тому числі адміністративними методами, збільшує в нашій конкретній ситуації монетарні показники, він лише сприяє насиченню економіки необхідними ресурсами.

Ряд опонентів такого підходу виділяють низку ризиків, що можуть спровокувати негативні наслідки в економіці. Перш за все, це стосується циклічності розвитку економіки, а саме її «перегріву» на даному етапі. Зрозуміло, що швидкі темпи зростання ВВП є наслідком стало слабкої гривні. Але «перегрів» економіки у класичному її розумінні не характерний для України, оскільки відбувається завантаженість потужностей діючих експортоорієнтованих підприємств без створення нових потужностей та додаткових робочих місць. Водночас український експорт, як раніше зазначалося, практично не залежить від внутрішнього курсового фактора, а залежить від зовнішньої кон'юктури товарних ринків. Тобто ризики полягають не в «перегріві» економіки, а у повільній структурній перебудові, що обумовила значну залежність економіки від сировинного експорту та вузькості внутрішнього ринку. Тому передчасно говорити про *вільне плавання* валютного курсу та *повну лібералізацію* валютного ринку.

Водночас варто звернути увагу й на те, що у 2005 р. очікується деяке погіршення кон'юктури зовнішніх ринків, яке вже відчувається на ринках металопродукції та машинобудування, а також ризик подальшого зростання цін на нафту.

За прогнозами світових аналітиків на 2005 р. очікується уповільнення темпів зростання світової економіки в цілому та безпосередньо країн, що розвиваються. Уповільнення розвитку світової економіки розпочалося ще у 2000 р. і, на жаль, через постійні торговельні війни між США та ЄС на сьогоднішній день воно досі не припинилось. Показником таких негативних змін є показники рівня зайнятості, продуктивності праці та темпів зростання промисловості у 2004 р., які не дотягують до оптимістичних прогнозів експертів.

Важливим фактором погіршення світової економіки виступає послаблення внутрішнього попиту. Ймовірність зниження темпів зростання споживчих та корпоративних видатків обумовлена тим, що процес створення нових робочих місць трохи відстає від темпів оновлення економіки. Такими країнами, перш за все, виступають Німеччина та Італія.

Наступною причиною погіршення виступає подальше зростання попиту на нафту та нафтопродукти, які призведуть до їх цінового зростання. Можливість вирівнювання такої ситуації є досить нереальною, оскільки основними постачальниками нафти на світовий ринок виступають Росія (яка вже не може проводити врівноваженішої політики, оскільки кошти від експорту даного продукту не йшли на оновлення та реструктуризацію промисловості, а кидалися й надалі в обіг), та ОПЕК (яка на сьогоднішній день вже майже завантажила свої потужності і не має можливості збільшити щоденний обсяг видобутку). Експерти прогнозували зростання цін на нафту до кінця 2004 р. на рівні 50 дол. за барель, однак дана межа вже перейдена і поки що стримування її не відбувається.

Рекордне зростання цін на нафту все негативніше позначається на інших галузях економіки, в першу чергу, транспорті, хімічній промисловості (яка є для України однією з провідних) та авіації. За світовими оцінками сьогоднішнє зростання цін на нафту на 10 дол. США призводить до падіння прибутку компаній із списку S&P500 на 3 % (це при тому, що зростання світової економіки прогнозується на рівні 3 %).

Нестабільність підсилюється і геополітичними ризиками (ситуація в Іраку, страйки у нафтових галузях Азії та Латинської Америки, пожежа на найбільшому НПЗ в Німеччині).

Важливим виглядає падіння світових цін на чорні метали. Ціни на метал, в першу чергу, на нікель, алюміній, мідь, все далі продовжують знижуватися в зв'язку з очікуваннями сповільненнями глобального економічного зростання.

І останньою причиною нестабільної ситуації у 2005 р. виступають коливання курсу євро/долар на міжнародних фінансових ринках.

З одного боку: очікування зниження курсу євро на міжнародних фінансових ринках у зв'язку з масштабним відтоком капіталу у вигляді платежів по облігаціях з євро зони.

З іншого: враховуючи постійно зростаючий дефіцит платіжного балансу США, перспективи подальшого укріплення долара є досить нереальними. З цього приводу думки експертів розділилися і на кінець року частина їх прогнозує коливання курсу долар/євро у діапазоні 1,27 — 1,33 USD/EUR, а частина у діапазоні 1,15 — 1,25 USD/EUR

Також після трьох років девальвації реального ефективного курсу долара США у 2005 році МВФ прогнозує його укріплення на 0,6 % при одночасній девальвації реального ефективного курсу євро на 0,5 %. Погіршення зовнішньоекономічної кон'юнктури буде одним з основних факторів зменшення позитивного сальдо платіжного балансу у 2005 р. до 4,8 млрд та порівняно невисоких темпів зростання як експорту так і імпорту товарів та послуг.

Всі ці фактори ще раз доводять тезу про те, що говорити про вільне плавання валютного курсу та повну лібералізацію валютного ринку є передчасним.

В розвинених країнах спостерігається сильніший позитивний ефект валютної лібералізації порівняно з країнами, що розвиваються, і країнами з перехідною економікою. Дана ситуація обумовлена не тільки вищим рівнем виробництва або монетизації економіки, але і наявністю в розвинених країнах сучасних ринкових інститутів, ефективної системи захисту прав власності, прозорих для інвесторів компаній і банків. Розвинена банківська система і фінансовий ринок дозволяють провідним індустріальним країнам ефективно розподіляти ресурси, що надходять, направляти їх на цілі розвитку виробництва, а не на фінансові спекуляції.

В Україні основним інструментом коригування розподілу валютних ресурсів залишається механізм обов'язкового продажу валютної виручки. Вимога щодо 50 % обов'язкового продажу резидентами надходжень в іноземній валюті забезпечує мінімальну гарантовану пропозицію іноземної валюти на внутрішньому ринку незалежно від змін поточної кон'юнктури. Крім цього, 50 % — це тільки «номінальний» показник, а насправді «чистий» відсоток продажу набагато нижчий. Це пов'язано з існуючими винятками для експортерів. Справді, до продажу виручки експортери можуть погашати валютні кредити; не підлягають обов'язковому

продажу кошти в іноземній валюті, отримані у вигляді гуманітарної і добродійної допомоги тощо. Зниження нормативу може призвести до того, що курс значно коливатиметься, оскільки він залежить від попиту і пропозиції на ринку, а менший продаж — менша й пропозиція.

Низький рівень розвитку біржового і міжбанківського ринку цінних паперів та похідних фінансових інструментів робить майже неможливим здійснення операцій з метою хеджування ризиків. Іноземний капітал в такому випадку може потрапляти на український ринок переважно через придбання нерезидентами урядових та корпоративних бондів і акцій. Однак створені сприятливі умови для нерезидентів на вторинному фондовому ринку щодо ПДВ-облігацій, їх висока ліквідність та дохідність на фоні стабільної або навіть ревальвувачої національної валюти, приваблюють значні потоки «гарячих» грошей — короткостроковий капітал з метою отримання спекулятивного прибутку. Це водночас створює значний тиск і на валютний ринок, провокуючи при цьому різкі коливання курсу гривні до курсоутворюючої валюти долара США.

В такій ситуації подальший сценарій розвитку подій може бути подібним періоду фінансової кризи 1998 р., що призведе до сильного здешевлення гривні та погіршення фінансової стійкості країни.

Тому рівень лібералізації валютного ринку варто визначати не за кількісними, а за якісними змінами, при умові, що економіка буде повністю готова до прийняття додаткових надходжень.

О. В. Арсенюк

Національний банк України, м. Київ

ПІДХОДИ ДО РЕГУЛЮВАННЯ ГРОШОВО-КРЕДИТНОГО РИНКУ В УМОВАХ СУТТЄВОГО ПОЗИТИВНОГО САЛЬДО ПЛАТІЖНОГО БАЛАНСУ: МОЖЛИВІСТЬ ЗАСТОСУВАННЯ В УКРАЇНІ РЕКОМЕНДАЦІЙ МВФ ТА ДОСВІДУ ІНШИХ КРАЇН

Одним з визначальних макроекономічних чинників, що впливає на стан грошово-кредитного ринку, є динаміка платіжного балансу держави. Діяльність економічних агентів, яка знаходить своє відображення в платіжному балансі (експорт-імпорт товарів, послуг та капіталів), безпосереднім чином впливає на обсяги попиту та пропозиції на ринку операцій з іноземною валютою, від чого залежить курс національної валюти. Також, залежно від кур-