

**Береславська О.І.,**  
*к.е.н., провідний науковий співробітник Національної академії ДПС  
України, м.Ірпінь*

## **ПРОБЛЕМИ РЕАЛІЗАЦІЇ РЕЖИМУ ГНУЧКОГО КУРСОУТВОРЕННЯ В УКРАЇНІ**

*У статті розглядаються проблеми переходу від фіксованого до більш гнучкого режиму обмінного курсу гривні. Аналізується наявність необхідних умов для здійснення такого переходу в Україні.*

*In the article transition problems from the fixed to more flexible mode exchange rate of hryvnya are considered. The presence of necessary terms for realization of such transition in Ukraine is analysed.*

**Постановка проблеми.** Стабільність фінансової системи будь-якої країни, розвиток її зовнішньоекономічної діяльності, підтримка конкурентоспроможності національного товаровиробника, стимулювання інвестиційної діяльності та залучення прямих іноземних інвестицій забезпечується валютно-курсовою політикою, яка реалізується в державі.

Валютно-курсову політику можливо використати для сприяння окресленого широкого спектру макроекономічних цілей завдяки тому, що обмінний курс, як і інфляція, є інтегральною характеристикою вартості національної грошової одиниці. Проте, на відміну від інфляції, яка відображує вартість грошей виключно на внутрішньому ринку, обмінний курс характеризує вартість грошей на зовнішньому ринку. В цьому зв'язку дослідження проблем впливу валютного курсу на економічні процеси зумовлює зосередитись на особливостях вибору та реалізації ефективного курсового режиму в Україні.

Отже, мета статті полягає в окресленні можливостей та дослідженні особливостей реалізації режиму гнучкого курсоутворення в Україні.

**Аналіз останніх досліджень та публікацій.** В Україні протягом останніх трьох років функціонує режим фіксованого обмінного курсу, сутність якого полягає у прив'язці номінального

офіційного курсу гривні до американського долару. Дослідження показують, що режим фіксованого валютного курсу має багато переваг, особливо для країн, що розвиваються та реформують свою економіку, оскільки дає можливість створити та підтримувати довіру до своєї економічної політики [1, с.119;3, с.304]. Прив'язка курсу національних грошей до міжнародних валют (долар, євро) забезпечує більш низькі темпи інфляції. Разом з тим, аналіз наслідків світових фінансових та валютних криз засвідчує, що країни з режимом фіксованого валютного курсу мають значно більше негативних економічних ефектів, ніж ті, які використовують гнучкі обмінні курси. Фахівці підкреслюють, що по мірі розвитку економіки та поглиблення її зв'язків з міжнародними фінансовими ринками більш вигідним для країни стає використання режиму гнучкого обмінного курсу [3].

Відзначимо, що протягом 2006-2007 рр. в дослідженнях вітчизняних науковців триває дискусія щодо ефективності існуючого режиму прив'язки курсу гривні до американського долара в Україні та необхідності його зміни. Девальвація долара на міжнародних ринках, приток іноземного капіталу у вигляді прямих та портфельних інвестицій в Україну, стрімке зростання золотовалютних резервів НБУ та високі темпи інфляції наводяться як аргументи та об'єктивні причини переходу до застосування більш гнучкого режиму курсоутворення гривні [4]. До цього необхідно додати, що експерти МВФ також постійно рекомендують запровадити в Україні більш гнучкий режим обмінного курсу [4].

**Виклад основного матеріалу.** В Україні становлення та розвиток валютної системи відбувався за наявності функціонування різних режимів обмінного курсу гривні – від вільного плавання до режиму валютного коридору і, на кінець, фіксація номінального обмінного курсу гривні до долара, що свідчить про відсутність упорядкованості зміни одного режиму на інший. Аналіз практики проведення економічних реформ у таких країнах, як Чехія, Польща, Словенія, Бразилія, Ізраїль, показує, що в цих країнах перехід від режиму фіксованого курсу до гнучкого відбувався поступово, шляхом введення м'яких прив'язок, горизонтальних коридорів, регульованого плавання.

Відзначимо, що в міжнародній практиці існує досить багато різних режимів обмінного курсу, систематизація яких наводиться у таблиці 1. Таким чином, кожна країна, яка здійснює перехід від режиму фіксованого курсу до гнучкого, має можливість використовувати проміжні види з метою плавного переходу та забезпечення об'єктивно необхідної динаміки валютного курсу.

Таблиця 1.  
Види режимів обмінних курсів

| Офіційна<br>доларизація               | В обігу знаходиться валюта іншої країни як<br>єдиний та законодавчо встановлений засіб обігу<br>та платежу  |
|---------------------------------------|---|
| Фіксований курс та його різновиди:    |   |
| Валютна рада                          | Жорстка прив'язка курсу національних грошей до міжнародної валюти з паралельним обмеженням на емісію внутрішніх грошей. Тобто, національна валюта випускається тільки у межах існуючого обсягу іноземної валюти і залишається покритою іноземними активами.   |
| Валютна прив'язка                     | Прив'язка офіційного обмінного курсу до іноземної валюти або корзини валют основних торгових та фінансових партнерів. Встановлений паритет може змінюватись в межах вузького коридору з відхиленням менше одного відсотка. При даному режимі існує певна незалежність грошово-кредитної політики.                               |
| Встановлення горизонтального коридору | Динаміка обмінного курсу підтримується у певних межах. Припускаються коливання курсу не менше одного відсотка у різні сторони. При цьому зберігаються обмеження на проведення дискреційних заходів грошово-кредитної політики, що залежать від ширини коридору.   |
| Ковзка прив'язка                      | Обмінний курс прив'язаний до іноземної валюти і коригується на певну величину в залежності від розбіжностей в темпах інфляції з основними торговими партнерами. Темп ковзання може бути фіксованим і оголошується зарані. Цей режим передбачає такі самі обмеження на грошово-кредитну політику, як і при фіксованій прив'язці. |
| Гнучкий курс та його різновиди:       |   |
| Регульований гнучкий курс             | Обмінний курс регулюється в залежності від стану платіжного балансу та рівня міжнародних резервів. Здійснення інтервенцій центральним банком з метою обмеження різких коливань.   |
| Незалежний гнучкий курс               | Обмінний курс визначається ринком на основі попиту та пропозиції. Втручання центрального банку в систему курсоутворення мінімальне.   |

***Джерело:** складено автором за: Козюк В.В. Монетарні проблеми функціонування глобальної фінансової архітектури. Монографія. – Тернопіль: Видавництво Астон, 2005; Моисеев С.Р. Денежно-кредитная политика: теория и практика: учеб.пособие. – М.: Экономистъ, 2005;*

*Р.Дуттагупта, Ч.Каракадаг, Ж.Фернандес. Переход к гибкому обменному курсу. – Вопросы экономики. – 2006. – № 38. – С. 2-4.*

Разом з тим, при зміні курсового режиму необхідні певні умови, які забезпечать в майбутньому його ефективність. Узагальнення досвіду різних країн, які здійснювали перехід від фіксованого до гнучкого режиму, засвідчує про необхідність існування таких умов:

- наявність ємного та ліквідного валютного ринку;
- достатній розмір міжнародних валютних резервів та ефективність інтервенційної політики центрального банку;
- зміна цільового орієнтира грошово-кредитної політики;
- наявність системи регулювання та моніторингу валютного ризику [2, с.1].

Проаналізуємо, чи має на сьогодні Україна вищезазначені умови і чи є обґрунтованими позиції тих науковців і експертів, які пропонують перейти до гнучкого курсоутворення гривні.

Ефективність реалізації режиму гнучкого обмінного курсу передбачає існування в країні ємного та ліквідного валютного ринку. Ємність ринку характеризується великими обсягами операцій, відсутністю адміністративних заходів валютного регулювання, обмежень на вільний рух капіталу, встановлення жорстких лімітів на відкриті валютні позиції, обмеження на обсяги купівлі-продажу валюти на ринку. Ліквідність ринку полягає в існуванні відносно вузького спреду між цінами попиту та пропозиції, низьких транзакційних витрат, широкому спектрі активних учасників ринку та наявності застосування високих інформаційних технологій (сучасних торговельних систем).

Дослідження показують, що в країнах з перехідною економікою, до яких відноситься й Україна, найбільш вразливим місцем є низька ємність валютного ринку та його слабка ліквідність. Справа в тому, що сама негнучкість обмінного курсу є чинником, що обумовлює неліквідність валютного ринку. Центральний банк, який забезпечує функціонування режиму фіксованого курсу, займає домінуюче положення на міжбанківському ринку та виступає в ролі первинного посередника у здійсненні операцій з купівлі-продажу валюти, що суттєво впливає на формування ціни обмінного курсу. Завдяки цьому інші оператори ринку мають набагато менше можливостей формувати власні тенденції динаміки обмінного курсу.

Відзначимо, що хоча в Україні режим фіксованого обмінного курсу не був офіційно проголошеним, проте Національний банк при реалізації своєї валютно-курсової політики викорис-

товує режим валютної прив'язки, згідно з яким міжбанківський валютний курс коливається у вузьких межах певного коридору (з 2008 р. межі курсового коридору гривні дещо розширені – до 4,95-5,25 грн./дол.), а офіційний валютний курс гривні зафіксовано до американського долара на рівні 5,05 грн./дол.

Разом з тим економічна практика в Україні створює об'єктивні умови для зміни режиму обмінного курсу гривні у бік його більшої гнучкості. Розуміючи таку необхідність, НБУ поступово здійснює лібералізацію системи валютного регулювання за рахунок зменшення своєї участі у проведенні торгів на міжбанківському валютному ринку, що сприяє підвищенню його ємності та посиленню ліквідності.

Проте таких заходів для переходу до гнучкого режиму обмінного курсу недостатньо. На наш погляд, Національний банк повинен поступово зменшувати свою участь на міжбанківському валютному ринку у вигляді основного суб'єкта та створювати умови для діяльності інших великих банків. Крім цього, необхідно поступово ліквідувати ті норми валютного регулювання, які придушують ринкову активність, а саме: відмінити додатковий збір з продажу валюти, зняти обмеження на відкриття валютних позицій та зменшити перелік заборон на здійснення операцій з капіталом.

Перехід до гнучкого курсоутворення передбачає зменшення обсягів валютних інтервенцій центрального банку та достатній розмір золотовалютних резервів у країні. Аналіз міжнародного досвіду реалізації режиму фіксованого валютного курсу показує, що при ньому інтервенції центрального банку носять обов'язковий характер, оскільки за наявності незбалансованого попиту та пропозиції валюти на ринку покликані ліквідувати цей дисбаланс. Також проведення інтервенцій забезпечує підтримку курсу на необхідній позначці. У свою чергу, при гнучкому курсоутворенні інтервенції носять вільний характер і застосовуються для вирівнювання неприродних курсових коливань та ситуації на ринку. Валютний ринок відноситься до недосконалих ринків, де на попит і пропозицію валюти впливають не тільки економічні, а ще й політичні чинники. Систематичне відхилення обмінного курсу від його рівноважних значень та не прогнозовані коливання утруднюють довгострокове планування бізнесу та інвестицій.

Разом з тим дієвість інтервенцій як інструменту регулювання та їх вплив на обмінний курс є неоднозначними. Емпіричні дослідження показують, що вплив інтервенцій на рівень обмінного курсу є короткостроковим. При цьому постійні інтер-

венції, зазвичай, ведуть до підвищення волатильності обмінного курсу. Тому невеликі та нетривалі зміни обмінного курсу не завжди є основою для здійснення інтервенцій, особливо на ринку, який є врівноваженим та ліквідним. У країнах, які використовують режим гнучкого курсоутворення, валютні ринки є досить ліквідними, а попит і пропозиція на валюту – збалансованими. Проте в країнах з фіксованим валютним курсом (зазвичай, це країни з неповною конвертованістю валюти) попит та пропозиція валюти на ринку розбалансована і для встановлення їх рівноваги використовується інтервенція центрального банку, яка за таких умов є необхідною.

Джерелом проведення валютних інтервенцій є золотовалютні резерви центрального банку. Вони формуються для забезпечення внутрішньої і зовнішньої стабільності національних грошей, для гарантування платоспроможності країни за зовнішніми зобов'язаннями, для пом'якшення впливу циклічних коливань кон'юнктури світового ринку на розвиток вітчизняної економіки. Занижений їх обсяг погіршує платоспроможність країни та звужує можливості держави у монетарній сфері, а завищений – спричиняє неефективне використання національного багатства на певний період.

Золотовалютні резерви є важливим інструментом валютного регулювання, оскільки саме через них реалізується внутрішній зв'язок стану національного валютного ринку та стану економіки і забезпечується суто економічне регулювання валютної сфери.

Аналізуючи динаміку валютних резервів Національного банку за 2000-2007 рр. (табл.1), необхідно звернути увагу на те, що до 2005 року золотовалютні резерви НБУ були досить малими і не перевищували позначки у 10 млрд. дол. Тільки починаючи з 2005 р. резерви почали суттєво зростати.

*Таблиця 1.*  
*Динаміка золотовалютних резервів НБУ у 2000-2007 рр. (млн. дол. США)*

| 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005  | 2006  | 2007  | 2008* |
|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| 1475 | 3089 | 4417 | 6943 | 9715 | 19391 | 19391 | 32479 | 33338 |

\* за січень-квітень 2008 р.

Джерело: [6]

Відмова від валютної прив'язки вимагає від країни перегляду проміжних цілей грошово-кредитної політики, головною функцією якої є регулювання грошової пропозиції. При режимі фіксованого обмінного курсу трансмісія грошей в обіг відбувається через валютний ринок, а основним його інструментом є проведення інтервенцій центральним банком. По мірі переходу до гнучкого курсоутворення цей інструмент втрачає свою роль, а його функцію починають виконувати інші механізми фінансування – операції на відкритому ринку та угоди з РЕПО.

В умовах не розвинутого фінансового ринку складно переходити до використання цих механізмів, оскільки грошова пропозиція практично не реагує на зміни процентної ставки. Тому введенню режиму гнучкого курсоутворення повинні передувати заходи з створення інституційних та макроекономічних умов, спрямованих на швидкий розвиток фінансового ринку.

Крім цього, вище вже зазначалося, при режимі гнучкого курсоутворення необхідно переходити до інших проміжних цілей грошово-кредитної політики, тобто вибрати інший номінальний якір. Досвід країн з перехідною економікою, які після успішних реформ запроваджували режим гнучкого курсоутворення, засвідчує, що більшість з них як номінальний якір грошово-кредитної політики вибирали контроль за інфляцією. Прикладом можуть бути Словенія, Чехія, Бразилія, Аргентина, Індонезія, Корея, Таїланд, Філіппіни тощо. Проте зміна проміжних цілей грошово-кредитної політики також вимагає створення відповідних економічних, правових, інституційних, соціальних та інших умов, до яких відноситься: збалансованість державних фінансів; прозорість ціноутворення на внутрішньому ринку і забезпечення повної лібералізації цін; інституційна незалежність центрального банку, відсутність будь-якого бюджетного чи політичного тиску на нього, який би вступив у суперечність з цільовими орієнтирами інфляції; використання широкого спектра інформації та методів моделювання та прогнозування рівня і динаміки інфляції; мінімальний рівень доларизації економіки; розвиненість ринку капіталів, надійність банківської системи та забезпечення стійкості фінансово-кредитної системи в цілому.

Наявність системи регулювання та моніторингу валютного ризику є ще однією з необхідних умов ефективної реалізації режиму гнучкого курсоутворення. Коли країна вводить плаваючий курс, валютний ризик переходить від центрального банку до корпоративного сектору економіки, оскільки банк відмов-

ляється від інтервенцій, спрямованих на підтримку обмінного курсу. Проблема полягає в тому, що за умов введення гнучкого курсу необхідно визначити масштаби та ступінь виникнення валютного ризику у фінансовому та промисловому секторах економіки та визначити ефективні механізми його хеджування.

Оцінка ступеню валютного ризику, в свою чергу, вимагає детального аналізу балансів, особливо їх валютної структури. Наприклад, криза в Азії показала, як нехеджованні валютні запозичення корпоративного сектору економіки можуть призвести до масових збитків для банків-кредиторів і сплеску попиту на іноземну валюту. Навіть якщо банки й забезпечують збалансованість валютних пасивів та активів, використання короткотермінових валютних коштів для фінансування довгострокових кредитів у іноземній валюті веде до виникнення суттєвого кредитного ризику та ризику ліквідності. За аналогією, чутливість корпоративного та банківського секторів до процентного ризику може обмежувати можливості центрального банку щодо використання процентних ставок як основного інструменту грошово-кредитної політики.

В Україні, особливо протягом останніх двох років, темпи кредитування корпоративного сектору економіки в іноземній валюті зростають. Проте країна не має ефективних інструментів хеджування валютних та процентних ризиків, оскільки не розвинутим залишається ринок форвардних та ф'ючерсних контрактів. Його роботу, перш за все, не стимулює сам Національний банк, оскільки використання похідних фінансових інструментів, до яких відносяться форварди та ф'ючерси, несуть в собі певну загрозу порушення стабільності обмінного курсу гривні. У зв'язку з цим, на сьогодні в Україні майже відсутня нормативна база регулювання обігу похідних інструментів, досвід та кваліфікація фахівців для належного використання таких інструментів.

**Висновки.** Аналіз наявності необхідних умов для реалізації режиму гнучкого курсоутворення дозволив зробити такі висновки:

На сьогодні в Україні не існує повністю ємного та ліквідного валютного ринку, що унеможливорює швидкий перехід від режиму фіксованого обмінного курсу до гнучкого.

Україна має достатній рівень золотовалютних резервів за існуючих умов курсоутворення гривні. Введення режиму плаваючого валютного курсу та зняття обмежень на операції з капіталом вимагає суттєвого збільшення розміру резервів НБУ.

Зміна проміжних цілей грошово-кредитної політики в Ук-



раїні вимагає створення відповідних економічних, правових, інституційних, соціальних та інших умов.

Система регулювання та моніторингу валютного ризику в Україні є недосконалою та не розвинутою.

Таким чином, при виборі між швидким переходом до режиму гнучкого курсоутворення та більш повільним, монетарні органи влади в Україні повинні дотримуватись останнього, оскільки країна не має належної інституційної бази, в тому числі розвинутого валютного ринку та потенціалу для здійснення моніторингу та регулювання валютного ризику.

### Література

1. Козюк В.В. Монетарні проблеми функціонування глобальної фінансової архітектури. Монографія. – Тернопіль: Видавництво Астон, 2005. – 512 с.

2. Р.Дуттагупта, Ч.Каракадаг, Ж.Фернандес. Переход к гибкому обменному курсу. – Вопросы экономики. – МВФ. – 2006. – № 38. – С. 1-26.

3. Буторина О.В. Международные валюты: интеграция и конкуренция. – М.: Издательский Дом "Деловая литература", 2003. – 368 с.

4. Балаш Х. Для Украины наступил благоприятный момент, чтобы начать переход к инфляционному таргетированию / “Зеркало недели”. – 2008. – № 7(686). – 23 – 29 февраля.

5. Моисеев С.Р. Денежно-кредитная политика: теория и практика: учеб.пособие. – М.: Экономистъ, 2005. – 652 с. – (Ното Faber).

6. Бюлетень НБУ. – 2008. – № 2. – С. 65.