

Кулінець А. П.,

економіст Центру наукових досліджень

Національного банку України

ОСОБЛИВОСТІ МІЖНАРОДНОГО ДОСВІДУ ВИКОРИСТАННЯ РЕЖИМІВ ТАРГЕТУВАННЯ ВАЛЮТНОГО КУРСУ

Незважаючи на те, що упродовж останніх років, використовуючи рекомендації Міжнародного валютного фонду щодо вдосконалення монетарної політики, чимало країн світу перейшли від режимів таргетування грошових агрегатів і валютного курсу до режиму таргетування інфляції, все-таки режим таргетування валютного курсу продовжує застосовуватися, зокрема в Україні. Певною мірою це обумовлено значними обсягами обігу іноземної валюти, характером емісії грошей, а також його простотою, надійністю та зручністю використання, що виявилось надзвичайно важливим в умовах світової фінансової кризи.

Адекватний режим валютного курсоутворення є однією з ключових передумов успішного функціонування будь-якої економіки, а тому для більшості країн Центральної та Східної Європи вибір оптимального режиму курсоутворення став важливою складовою реалізації трансформаційних процесів. Оскільки на сьогодні в Україні немає експліцитного номінального якоря монетарної політики, ця невизначеність може посилювати негативні очікування громадськості щодо передбачуваності такої політики. З огляду на актуальність встановлення та дотримання цільового орієнтира грошово-кредитної політики в Україні доцільним є дослідження міжнародного досвіду з цього питання.

В економічній теорії проблеми валютного регулювання вивчали багато вітчизняних і зарубіжних вчених, серед яких: О. Береславська, С. Я. Боринець, А. А. Гриценко, В. О. Дзюблюк, Д. Добрев, Р. Кокожинський, Р. С. Лисенко, І. О. Лютий, А. Маркевич, В. І. Міщенко, О. І. Петрик, Т. С. Смовженко, В. А. Ющенко та ін. Проте з огляду на актуалізацію питання вибору валютного режиму в Україні важливо мати комплексне уявлення стосовно факторів впливу на вибір валютних режимів в інших країнах, зокрема в країнах Центральної та Східної Європи.

Метою статті є висвітлення основних режимів таргетування валютного курсу, їх переваг і недоліків, а також досвіду використання таких режимів у Болгарії і Польщі, що може бути корисним для України.

Режим таргетування валютного курсу передбачає, що центральний банк встановлює номінальний обмінний курс як проміжну ціль монетарної політики і намагається забезпечити його стабільність щодо валюти так званої країни-якоря через зміни процентних ставок і прямі валютні інтервенції, імпортуючи таким чином цінову стабільність з цієї країни. Підтримання валютного курсу передбачає відповідну економічну політику, яка забезпечує низьку інфляцію проти країни-якоря, достатні обсяги міжнародних резервів,

зміцнення конкурентоспроможності й надійності країни, включаючи інституційну, законодавчу і політичну стабільність.

Відповідно до де-факто класифікації, впорядкованої МВФ, виокремлюють такі режими, засновані на таргетуванні обмінного курсу¹.

Режим обмінного курсу без суверенного платіжного засобу. Валюта іншої країни циркулює як єдиний законний засіб платежу (формальна доларизація), або країна належить до монетарного чи валютного союзу, в якому циркулює такий же, як і в союзі, засіб платежу. Встановлення таких режимів означає повну відмову від контролю за внутрішньою грошово-кредитною політикою.

Режим валютного комітету. Цей монетарний режим заснований на експліцитному законодавчому зобов'язанні обмінювати національну валюту на вказану іноземну валюту за твердим валютним курсом у поєднанні з обмеженнями емісійних органів на виконання їх законних зобов'язань. Це означає, що національна валюта випускається лише як альтернатива іноземній валюті й цілковито підкріплюється валютними резервами, залишаючи тільки невелику свободу для дискреційної монетарної політики і повністю виключаючи традиційні функції центрального банку, такі, як монетарний контроль і кредитор останньої інстанції. Деяка гнучкість може дозволятися залежно від жорсткості вимог встановленого валютного комітету.

Впроваджуючи режим валютного комітету, країна імпортує довіру до валюти, що обрана як якір. Тому впровадження такого режиму доцільне у разі недовіри до монетарної влади (як, наприклад, у Болгарії), або при створенні центрального банку як нової інституції чи впровадженні нової валюти (Естонія, Литва). Режим валютного комітету обирається для попередження нестабільності або для відновлення конвертованості валюти під час кризи. Здебільшого він є частиною структурних коригуючих програм в економіках у стані розладу.

Режим фіксованої прив'язки. Країна прив'язує свою валюту в межах коридору +1 % або менше до іншої валюти; у рамках спільної домовленості, як у механізмі регулювання валютних курсів (Exchange Rate Mechanism-II); або до корзини валют країн – найбільших торгових і фінансових партнерів. При цьому ваги валют залежать від територіального розподілу торгівлі, послуг і потоків капіталу. Набір валют може бути стандартизований, як у випадку СДР. Обмінний курс може коливатися в межах менше 1 % від центрального курсу або максимальний/мінімальний обмінний курс може залишатися в межах 2 % маржі упродовж принаймні трьох місяців. Грошово-кредитна влада підтримує фіксований курс за допомогою прямих інтервенцій або опосередкованого впливу (наприклад, через використання процентної політики, валютного контролю). Гнучкість грошово-кредитної політики, хоч і обмежена, але ж відчутніша, ніж за режимів без суверенного платіжного засобу і валютного комітету завдяки виконанню традиційних функцій центрального банку. У разі режиму фіксованої прив'язки з коридором

¹ De Facto Classification of Exchange Rate Regimes and Monetary Policy Framework Data as of July 31, 2006. – IMF, 2006.

обмінний курс підтримується у визначених межах більше, ніж 1 % від встановленого центрального курсу. Прив'язка може здійснюватися до єдиної валюти, у рамках спільної домовленості, або до корзини валют. Існує обмежений рівень свободи грошово-кредитної політики залежно від ширини коридору.

Режим повзучої прив'язки. Курс національної валюти прив'язується до іноземної валюти, але може бути скоригований за умови зміни визначеного ринкового індикатора відповідно до попередньо встановлених правил. Такими індикаторами є: різниця в рівнях інфляції за деякий минулий період з країнами – основними торговельними партнерами; різниця між офіційним і неофіційним валютними курсами. Розрізняють два види прив'язки: до майбутнього і до минулого періодів. Підтримка режиму повзучої прив'язки накладає певні обмеження на грошово-кредитну політику, подібні до режиму фіксованої прив'язки. У випадку *режиму повзучої прив'язки з коридором* курс національної валюти підтримується в рамках коливань від центрального курсу принаймні на 1 %. Центральний курс або маржа можуть періодично коригуватися відповідно до змін визначених ринкових індикаторів. Рівень гнучкості валютного курсу залежить від ширини коридору, який може бути симетричним стосовно центрального курсу або розширюватися асиметрично відповідно до зміни верхньої чи нижньої межі (в останньому випадку може не бути попередньо оголошеного центрального курсу). Зобов'язання підтримувати валютний курс у межах коридору позначається на самостійності грошово-кредитної політики залежно від ширини коридору.

На початку 1990-х років найпопулярнішою була прив'язка валютних курсів, за якими курс міг коливатися в межах 1 % від встановленого курсу або підтримуватися в ширших межах чи коридорі. Вибір прив'язок залежав від бажання використовувати обмінний курс як номінальний показник на початковому етапі макроекономічної стабілізації. Від середини 1990-х років з'явилася тенденція руху до режимів валютних курсів, що були або відносно гнучкими, або дуже сталими. На цей час валютні режими в країнах Центральної і Східної Європи є динамічними, з одного боку, через їх постійну диверсифікацію, а з другого, – завдяки тому, що валюти в цих режимах швидко змінюються. Внутрішні валюти мають фіксований курс, прив'язаний до іншої валюти, який має плаваючий режим. Коливання відповідної валюти додаються до внутрішніх факторів тієї чи іншої країни і впливають на валютний курс національної валюти відносно іноземної через ці фіксовані, а фактично прив'язані курси² (таблиця).

Вибір валютного курсу як проміжної цілі монетарної політики має очевидні переваги. *По-перше*, фіксований валютний курс є номінальним якорем монетарної політики і таким чином підвищує рівень її прозорості. При фіксованому валютному курсі громадськості легко визначати, чи додержується центральний банк проміжної цілі.

² *Toma R.* Exchange Rate Arrangements in Central and Eastern European Countries – Evolutions and Characteristics / R. Toma // MPRA Paper No. 1967, 2007 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://mprapa.uni-muenchen.de/1967>.

Таблиця

Кількість країн, які протягом 1996–2007 рр. змінили режими таргетування валютного курсу (на кінець періоду)

Показник	1996	2001	2002	2003	2004	2005	2006	04.2007
Режим обмінного курсу без суверенного платіжного засобу	5	8	9	9	9	9	9	10
Режим валютного комітету	12	13	13	13	13	13	13	13
Режим фіксованої прив'язки,	63	55	60	60	63	63	73	70
у тому числі:								
– до однієї валюти	49	45	50	52	55	58	68	63
– до кошика валют	14	10	10	8	8	5	5	7
Режим фіксованої прив'язки з коридором	18	6	5	4	4	5	5	5
Режим повзучої прив'язки	14	6	5	5	5	8	5	6
Режим повзучої прив'язки з коридором	12	5	3	3	н/д	н/д	н/д	1

По-друге, якщо курс прив'язаний до валюти країни з низькою та стабільною інфляцією, то такий монетарний режим знижуватиме інфляційні очікування до рівня валюти країни, до якої прив'язана національна валюта.

По-третьє, за звичайних умов за рахунок валютних інтервенцій центральному банку легко контролювати валютний курс. Проте варто зазначити, що застосування інструменту валютних інтервенцій не має стабільного впливу на валютний курс, якщо йдеться про тривалий тиск з боку фундаментальних економічних факторів, наприклад, внаслідок погіршення сальдо платіжного балансу, стрімкого відтоку іноземного капіталу тощо.

По-четверте, фіксований валютний курс зменшує трансакційні витрати і непевність в міжнародній торгівлі, стимулюючи останню³.

Валютний курс як номінальний якір має також низку недоліків, перший з яких пов'язаний з найважливішою характеристикою проміжної мети – її кореляцією з кінцевою ціллю монетарної політики. Фіксований або стійкий курс загалом незадовільно корелює з низькою або стабільною інфляцією.

Другий недолік полягає в тому, що монетарна політика з фіксованим валютним курсом позбавляє центральний банк можливості використовувати монетарну політику для протидії внутрішнім шокам. До того ж, внутрішні шоки в країні, до валюти якої здійснена прив'язка, неминуче позна-

³ *Markiewicz A. Choice of Exchange Rate Regime in Central and Eastern European Countries: An Empirical Analysis / A. Markiewicz. – Leuven : Center for Economic Studies, 2005.*

чатимуться на внутрішніх процентних ставках держави з режимом таргетування валютного курсу. У разі неузгодженості з діловими циклами це може створювати проблеми.

Третім недоліком є те, що при режимі фіксованого валютного курсу відбувається істотне зростання значення фіскальної політики. Якщо грошова і фіскальна політика не узгоджені між собою та не спрямовуються на зниження темпів інфляції, то режим фіксованого курсу призводить до негативного результату. За умови високих темпів інфляції починає змінюватися реальний курс валюти.

По-н'яте, країни з фіксованим курсом тяжіють до спекуляції проти їхніх валют, особливо з урахуванням зростаючої схильності до мобільності капіталів, що є наслідком глобалізації світової економіки. Якщо політиці фіксованого курсу не вистачає довіри, виникає ризик того, що інвестори прагнуть позбавитися цієї валюти, змушуючи центральний банк викуповувати її у великих обсягах для підтримання прив'язки разом зі зростанням внутрішніх процентних ставок, що може спричинити кризу. Значна кількість іноземної валюти у населення, істотна частка пасивів, деномінованих в іноземній валюті, особливо з короткостроковим характером, а також валютні дисбаланси макроекономічних агентів є каталізатором фінансових криз, що може суттєво завадити режиму таргетування обмінного курсу в довгостроковому періоді.

Цікавим є досвід стабілізації економічної ситуації в *Болгарії*. Після багатьох невдалих спроб фінансової стабілізації, які здійснювалися на початку 1990-х років, Болгарія увійшла в смугу гострої економічної кризи. Субсидії збитковим державним підприємствам, безвідповідальна кредитна політика комерційних банків, слабкий банківський нагляд, фінансування Національним банком дефіциту державного бюджету й банківської системи у 1996–1997 рр. мали наслідком девальвацію болгарського лева стосовно всіх основних валют (більш ніж втричі щодо долара США), економіка опинилася в гіперінфляційній спіралі (у лютому 1997 р. зростання індексу споживчих цін становило 243 %). Контроль центрального банку за станом грошового обігу був втрачений. Декілька спроб стабілізувати ситуацію виявилися невдалими, що спричинило втрату довіри до ключових державних інститутів. У лютому 1997 р. було ухвалене рішення, підтримане МВФ, про введення режиму валютного комітету. Він впроваджувався не лише як механізм для стабілізації, але як інструмент для відновлення фінансової дисципліни і ринково орієнтованої культури серед всіх економічних агентів.

Формально новий режим був введений Законом про Національний банк Болгарії з 1 липня 1997 р. Спочатку якірною валютою було обрано німецьку марку, а з січня 1999 р. – євро. Згідно із Законом про Національний банк Болгарії (БНБ) сукупність грошових зобов'язань Національного банку не повинна перевищувати вартості валютних резервів, розрахованої в левах за офіційним обмінним курсом. Таким чином, при дотриманні основних параметрів валютного комітету монетарна політика Болгарії мала більшу гнучкість порівняно з класичним його варіантом.

Основні переваги режиму: максимальна транспарентність механізму валютного комітету, визначена Законом про БНБ; стрімке здійснення грошової реформи через впровадження режиму обмеження монетарної політики певними умовами, а тому неможливість зростання грошової бази незалежно від монетарної влади країни-якоря, а також створення інфляції емісією національної валюти; гарантування захисту від політичного тиску через складність досягнення консенсусу в Національній Асамблеї стосовно зміни Закону про БНБ.

Діяльність валютного комітету в Болгарії розпочалася успішно. Головну перевагу класичного варіанта – високу довіру до монетарної політики – було досягнуто. У Болгарії успіх значною мірою залежав від специфічної структури режиму, який не забезпечував повною мірою довіри, проте був досить гнучким на випадок виникнення банківської кризи.

Відмінності валютного комітету містилися у нижній межі міжнародних резервів на рівні 100 % грошової бази, але вищого рівня для цього показника не було визначено. Згодом частка міжнародних резервів, яким можна було перевищувати грошову базу в левах, могла істотно відхилитися від 100 %, порушуючи зв'язок між міжнародними резервами і грошовою базою. БНБ не давав змоги грошовій базі збільшуватися або зменшуватися так, як це передбачалося в класичному варіанті валютного комітету. Однак це вберегло обмінний курс лева до німецької марки, а потім до євро завдяки забезпеченню повної конвертованості і високому рівню резервів порівняно з можливостями класичного варіанта і колишньою ситуацією⁴.

Індекс споживчих цін за період з часу впровадження режиму з 1997 р. до 2007 р. становив у середньому 5,3 % порівняно з середніми 233 % за період з 1991 до 1997 р. За цей час Болгарія швидкими темпами реструктуризувала економіку, що вплинуло на її конкурентоспроможність. Усі три уряди, які діяли в країні з початку діяльності валютного комітету, чітко дотримувалися політичних зобов'язань щодо підтримки встановленого режиму до моменту вступу в ЄС⁵.

Вибір режиму монетарної політики в 1997 р. був також зумовлений довгостроковими планами і стратегічною метою Болгарії щодо вступу в ЄС з подальшим впровадженням євро. Режим валютного комітету є найтранспарентнішою і найпослідовнішою стратегією для країни, яка планує впровадити єдину валюту. З одного боку, він обмежує інструменти центрального банку для проведення дискреційної монетарної політики, як у ситуації країн – членів євросони. З другого боку, валютний комітет значно більше, ніж інші монетарні режими, вимагає від уряду проведення поміркованої й стабільної фіскальної політики і структурних реформ.

Досвід Польщі. На початку перехідного періоду Польща також мала проблему гіперінфляції, і невід'ємною частиною стабілізаційної програми

⁴ Dobrev D. The Currency Board in Bulgaria: Design, Peculiarities and Management of Foreign Exchange Cover / D. Dobrev. – Bulgarian National Bank, 1999.

⁵ Statement of the BNB Governing Council on the Occasion of the Tenth Anniversary of the Introduction of the Currency Board in Bulgaria. – Sofia, 2007.

було обрано таргетування валютного курсу через фіксований обмінний курс злого до долара США.

Загалом запровадження режиму фіксованого обмінного курсу виявилось успішним у процесі зменшення інфляції. Завдяки жорсткій монетарній і фіскальній політиці, а також відчутному балансу платежів фіксований курс міг підтримуватися довше, ніж очікувалося. Оскільки рівень інфляції в Польщі все одно перевищував відповідний рівень її головних торговельних партнерів, це призвело до значного зміцнення реального курсу злого і погіршення зовнішньої конкурентоспроможності. У травні 1991 р. злотий було девальвовано на 16,8 %, і прив'язку до долара замінено прив'язкою до корзини валют, яка відображала структуру торгівлі Польщі. Але цей захід був неефективним і в жовтні 1991 р. Польща відмовилася від режиму фіксованого обмінного курсу та запровадила режим повзучої прив'язки до корзини валют з постійною щомісячною девальвацією за попередньо оголошеною ставкою. Одночасно задавалися орієнтири щодо динаміки грошової пропозиції M2.

З одного боку, наявність стабільного тренду дезінфляції була природним довгостроковим пріоритетом, тому що внаслідок географічної переорієнтації польської зовнішньої торгівлі основні партнери Польщі мали значно нижчий рівень інфляції. З другого боку, відбувався процес переговорів з реструктуризації зовнішнього боргу з Лондонським і Паризьким клубами кредиторів. Для успішного завершення цих переговорів країна мусила досягнути набагато вищого рівня резервів в іноземній валюті, ніж до початку 1990 р. Національний банк Польщі вважав таку ціль по суті однаково важливою для довгострокового зростання й антиінфляційних заходів. Як наслідок, реакція монетарної влади на комплекс взаємодій між валютним курсом, інфляцією, балансом платежів і пропозицією грошей була дуже обережною.

Починаючи з 1994 р., темпи зростання реального ВВП набули ознак тенденції. У поєднанні з реструктуризацією зовнішнього боргу ці фактори істотно змінили характеристики польської економіки. Один із наслідків — значні зміни у фінансових потоках держави. У результаті центральним банком декілька разів переглядалося значення відсотка девальвації щодо прив'язки валютного курсу і пристосовувалася процентна ставка, проте це не вплинуло на накопичення резервів. За умови дії режиму таргетування валютного курсу це зумовило значне зростання ліквідності в банківському секторі Польщі, що було основним фактором зростання пропозиції грошей в 1995 р. Важливою реакцією політики було збільшення стерилізованих інтервенцій, зростання яких залишалося майже стабільним до середини 1996 р.

Такий розвиток подій разом з проблемами, пов'язаними зі збереженням антиінфляційної політики, став ключовим фактором подальших кроків щодо зміни режиму валютного курсу, тобто впровадження коридору з шириною $\pm 7\%$ у середині 1995 р., а з січня 1999 р. кошик валют став складатися з євро і долара.

Центральний банк намагався стримувати рівень зміцнення злогого в межах коридору шляхом інтервенцій на ринку іноземної валюти. Це була одна з умов, поставлених урядом для схвалення нового режиму і полегшення таким чином пристосування реального сектора до гнучкішого курсу. Новий режим мав перевагу більшої гнучкості, яка означала автономнішу політику процентної ставки і менше стимулів для короткострокових спекулятивних потоків капіталу. Проте зростання іноземних резервів продовжувалося.

Усі ці події показали, що еkleктична монетарна політика при зростаючій відкритості економіки має високий рівень внутрішньої несумісності. Намагання контролювати паралельно зростання пропозиції грошей і рівень валютного курсу нерідко створюють конфліктні ситуації для провідників політики⁶. Необхідність зміни стратегії монетарної політики назріла в 1998 р. Значні відмінності в процентних ставках і сприятливі економічні перспективи знову обумовили надходження значних потоків іноземної валюти в країну, що підривало стабільність режиму валютного курсу. Інфляція на той час характеризувалася надто високими показниками для відміни надійного номінального якоря. Проблеми з підтриманням зовнішнього балансу Польщі підтвердили існуючі недоліки контролю валютного курсу як режиму монетарної політики. Посилили вплив цих вад: зростання мобільності капіталів, подальша лібералізація їх рахунку і те, що таргетування валютного курсу вимагає сильної фіскальної політики, включаючи здатність швидко й ефективно відповідати на внутрішні і зовнішні шоки.

У вересні 1998 р. Радою з грошової політики було затверджено середньострокову стратегію на 1999–2003 рр. Цим документом передбачався перехід Польщі до режиму прямого таргетування інфляції. З квітня 2000 р. злотий має плаваючий валютний курс і не підлягає ніяким обмеженням. Центральний банк не визначає курс злогого до інших валют, проте залишає право втручатися в ринок іноземної валюти, якщо вважатиме це необхідним для дотримання інфляційної цілі.

Польща є членом Європейського валютно-економічного союзу, утім ще досі не впровадила євро. Одним з критеріїв для приєднання до єврозони вважається членство в ERM-II принаймні протягом двох років. Це означає, що протягом цього періоду Національний банк Польщі підтримуватиме ринковий курс злогого до євро в дозволених межах відносно встановленого центрального паритету.

Таким чином, проведене дослідження дає змогу зробити певні висновки. Вибір режиму таргетування валютного курсу обумовлений тим, що він є досить ефективним інструментом зменшення інфляції, стабілізації макроекономічного середовища та зміцнення довіри населення до національної економічної політики протягом процесу економічних реформ. Проте, як свідчить аналіз досвіду окремих країн, політика таргетування валютного

⁶ *Kokoszycski R. From Fixed to Floating: Other Country Experiences: The Case of Poland / R. Kokoszycski // IMF seminar "Exchange Rate Regimes: Hard Peg or Free Floating?", 2001.*

курсу може мати різні наслідки. Основною перевагою використання режиму валютного комітету, як зазначалося, є підвищення довіри до монетарної політики. Наприклад, у Болгарії вирішення цього питання безпосередньо пов'язувалося з необхідністю зниження темпів інфляції, а тому одержані висновки слід розглядати як результат зваженої та послідовної макроекономічної політики і здійснених структурних перетворень. Однак для України режим валютного комітету на сьогодні може бути небезпечним з огляду на ймовірність втрати центральним банком контролю за важелями монетарної політики, що за умов значної відкритості економіки робить країну вразливою до внутрішніх і зовнішніх шоків. До того ж, зростає ризик спекулятивних атак проти національної валюти.

Досвід Польщі свідчить, що відкритість політики за режиму фіксованого валютного курсу, з подальшою прив'язкою до кошика валют, постійним моніторингом ключових показників національної економіки та відповідними коригуваннями може бути успішною в подоланні інфляції і стабілізації валютного ринку. Проте, як відомо, притоки капіталу в державу за умов реалізації політики таргетування валютного курсу спричиняють зростання пропозиції грошей. За умови посилення відкритості економіки підтримання валютного курсу та показників грошової маси при збільшенні пропозиції грошей призвело до дисбалансів та суперечностей, через що змінилася стратегія монетарної політики на основі переходу від політики таргетування валютного курсу до гнучкого курсоутворення.

Приклад Польщі наочно підтверджує той факт, що різні режими, засновані на таргетуванні валютного курсу, можуть бути успішними в досягненні поставлених цілей в економіці за умов комплексного та виваженого підходу до політики реформ, обґрунтованого аналізу макроекономічних змінних і координації фіскальної та монетарної політики. У той час, коли розвинені економіки мають досить гнучкі ринки факторів виробництва та продукції, економікам, що розвиваються, та перехідним економікам може не вистачати цієї гнучкості для достатньої потужності поглинання зміни і уникнення негативних наслідків негнучкого режиму обмінного курсу.