

УДК 336.71

Сороківська З.

ЗАРУБІЖНИЙ ДОСВІД РЕАЛІЗАЦІЇ ВАЛЮТНОЇ ПОЛІТИКИ В КОНТЕКСТІ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ МАКРОЕКОНОМІЧНОЇ СТАБІЛЬНОСТІ

Розглянуто стратегії реалізації валютної політики, які застосовувалися країнами Центральної та Східної Європи з метою досягнення стабілізації економіки, визначено основні етапи їхнього втілення в життя, а також ефективність застосування трьох режимів монетарної політики. Визначено ті передумови, які є необхідними для застосування режиму таргетування інфляції та переходу до плаваючого валютного курсу в Україні.

Ключові слова: валютна політика, фінансова стабільність, грошові агрегати, інфляція, валютний курс, таргетування.

Стабільність економічного розвитку країни, високі темпи економічного зростання значною мірою визначаються станом національних валютних відносин, який, в свою чергу, зумовлюється валютною політикою, що проводиться в країні. Валютна політика як одна з головних форм регулювання зовнішньоекономічних відносин набуває головного значення у практичній реалізації державного впливу на перебіг усіх господарських процесів з метою реалізації стратегії економічного розвитку та розбудови в Україні ефективно функціонуючого ринкового механізму.

Саме тому вивчення зарубіжного досвіду реалізації валютної політики набуває актуального й важливого значення, оскільки від її ефективності залежить як розвиток ринкових відносин, так і розширення зовнішньоекономічних зв'язків і загалом забезпечення економічної безпеки держави та економічного розвитку.

Значний внесок у дослідження проблеми вибору оптимальної валютної політики для країн з трансформаційною економікою внесли зарубіжні та вітчизняні вчені: Дж. Френкель, О. Береславська, Я. Белінська, А. Гальчинський, О. Дзюблюк, Ф. Журавка, В. Коваленко, Б. Лапчук, С. Михай-

личенко, С. Макуха, О. Романишин та інші, проте недослідженою залишається проблема адаптації зарубіжного досвіду до умов України.

Мета роботи – дослідити досвід країн Центральної та Східної Європи в контексті реалізації ефективної валютної політики та визначити основні напрямки його застосування Національним банком України.

Сучасні глобалізаційні процеси у світі приводять до того, що макроекономічну політику у різних країнах світу, у тому числі й Україні, варто розглядати в контексті світогосподарських зв'язків відкритої економіки. Висока частка експорту у ВВП України, істотна залежність від зовнішніх запозичень, прив'язка внутрішніх цін до курсу долара США та великі обсяги доларових кредитів впливають на вибір оптимальної валютної політики, яку проводить Національний банк України, що є доволі важливою проблемою. Саме тому варто розглянути особливості, методи, інструменти та форми реалізації валютної політики у деяких країнах світу, проаналізувати її ефективність та можливість застосування в умовах української економіки.

Валютна політика перебуває у тісному взаємозв'язку із трансформаційними та монетарними процесами, що відбуваються в економіках різних країн. Так, більшість країн Східної Європи та країни СНД на етапі трансформаційних перетворень перебували у стані стагфляції, тому центральні банки були змушені запровадити фіксований режим обмінного курсу з метою стримування темпів інфляції. Подальше поступове оздоровлення та розвиток фінансових і грошових ринків сприяють лібералізації валютного курсу та здійсненню операцій на валютному ринку як повноцінного інструменту монетарного регулювання [3, с. 177].

Загалом країни Центральної та Східної Європи для досягнення стабілізації своєї економіки використовували різні стратегії проведення валютної та грошово-кредитної політики. Проте у реалізації цих політик можна виділити три основні етапи, які мають ряд особливостей.

Фаза стабілізації (1990–1994 рр.) розпочинається із процесу реформування економік у 1989 р., для якої було характерне швидке збільшення грошової маси, що спричинило зростання темпів інфляції (в середньому на 300%, лише у Чехії та Угорщині інфляція становила 25%). Причинами цього були лібералізація цін та торгівлі, значна девальвація національних валют і незбалансованість фіскальної політики. Також цей період характеризувався значним падінням обсягів виробництва фактично в усіх країнах Центральної та Східної Європи [2, с. 244].

За таких умов більшість країн вбачала надійну опору для стабілізації монетарної політики у запровадженні режиму фіксованих валютних курсів, який зменшив би темпи інфляції та скоротив витрати, необхідні для

боротьби з нею. Також фіксація валютних курсів сприяла подоланню проблем, пов'язаних із нерозвиненістю валютних ринків і відсутністю досвіду управління у центральних банків.

Для проміжної фази (1995 – 2000 рр.) характерним було відновлення темпів економічного зростання та зниження темпів інфляції. Тому країни Центральної та Східної Європи почали використовувати більш гнучкі режими валютних курсів. Завдяки цьому значно зросли обсяги надходження іноземного капіталу до країн Центральної та Східної Європи.

На підготовчій фазі (з 2001 р.) зміна валютних режимів спрямовується на виконання усіх вимог для вступу в Європейський монетарний союз (ЄМС) [2, с. 246]. Для цього країнам необхідно бути членами програми «Механізму валютних курсів» II (ERM II), суть якої полягає у плавному переході до спільної валюти завдяки більшій стабільності курсу національних валют щодо євро, а саме: коливання валютного курсу національної валюти країни мають відбуватися в діапазоні ± 15 [5, с. 26].

Розглянувши етапи реалізації валютної політики країн Центральної та Східної Європи, варто зазначити, що на динаміку валютного курсу впливали також особливості соціально-економічного стану цих країн, сам процес реформування та завдання монетарної політики у кожній з країн. Зважаючи на ці фактори, варто розглянути процес реалізації валютної політики в перелічених вище країнах.

Чехословаччина розпочала реформи в умовах фінансової стабільності, чому сприяли значні обсяги валютних резервів. Для забезпечення стабільності національної одиниці Чехословаччина на початку 90-х рр. XX ст. запровадила режим фіксованого валютного курсу крони. Після поділу країни, Чехія і Словаччина продовжували дотримуватися чіткого курсу на рестрикційну політику, що дало змогу втримати курс крони на запланованому рівні. При цьому її коливання у Чехії дорівнювали 1,5–2%, а в Словаччині – 3–4%. Також важливим інструментом для стабілізації валютного курсу були валютні інтервенції. Зокрема, у Чехії у 1993 р. інтервенції використовували з метою зменшення тиску надходжень іноземного капіталу на валютний ринок, пов'язаного з процесом приватизації. У Словаччині, попри великий тиск на грошовий ринок у результаті бюджетного та кредитного пом'якшення, вдавалося забезпечити стабільність національної валюти [3, с. 177].

Поступове збільшення реального ефективного валютного курсу чеської крони зумовило:

- ✓ збільшення частки високотехнологічних товарів у структурі експорту, що сприяло розвитку торгівлі та національної валюти;

- ✓ збільшення ціни на неторгові товари через зростання національного доходу;
- ✓ посилення впливу надходжень іноземного капіталу на стабільність національної валюти.

У грудні 1997 р. Чехія перейшла до режиму таргетування інфляції, за якого Національний банк зобов'язувався використовувати інструменти грошово-кредитної політики для досягнення річного значення інфляції 3,5–5,5% до кінця 2000 р. На початок 2002 р. курс крони зміг швидко зміцнитися. Загалом ревальвований курс чеської валюти негативно позначився на торговельних операціях, проте позитивно – на русі капіталу [6, с. 48].

Реформування у Румунії розпочалося в доволі складних умовах незбалансованості на товарному і грошовому ринках та політичної нестабільності в країні. Протягом тривалого періоду у Румунії відбувалося постійне зростання внутрішніх цін, які стали значно вищими, ніж в інших країнах Європи. Значною мірою це було зумовлено непослідовною монетарною політикою. Особливістю валютної політики в Румунії було введення у 1991 р. режиму подвійного валютного курсу, який передбачав встановлення заниженого курсу (35 леїв за долар) для розрахунків за імпортом і при обов'язковому продажі половини валютної виручки експортерами. Для всіх інших розрахунків та операцій застосовувався валютний курс, що визначався на умовах попиту і пропозиції на валютних аукціонах (300 леїв за долар). Така різниця між валютними курсами при розрахунках була доволі великою, яка з часом тільки зростала і посилювала розбалансованість грошового ринку. У цій ситуації монетарна влада Румунії відмовилася від політики подвійного курсу й уніфікувала його на рівні 180 леїв за долар. Така валютна політика зумовила зменшення валютних резервів і переміщення операцій з валютою у тінь. Стабілізація грошового ринку розпочинається разом із відновленням роботи валютного ринку та скасуванням обов'язкової здачі іноземної валюти експортерами [3, с. 177].

Монетарний режим Словенії класифікується як режим імпліцитних множинних цілей, тобто режим монетарного таргетування. Словенія виявилася однією з тих країн з трансформаційною економікою, де боротьба з інфляцією, що передбачає таргетування пропозиції грошової маси, виявилася успішною. Причиною цього очевидно є збалансованість Державного бюджету. У 1997 р. Банк Словенії встановив цільовий рівень зростання агрегату М3. Також Банк Словенії встановив довгостроковий таргет інфляції, тобто середньорічний рівень інфляції не мав перевищувати 3–4%. Для досягнення інфляційного таргету уряд Словенії активно використовує зміну державних цін та акцизних податків.

З метою контролю за грошовою масою в обігу Банк Словенії регулює такі два показники, як процентні ставки та валютний курс. Валютний курс має можливість швидко впливати на імпортовану інфляцію, а тому є ефективним інструментом швидкої дезінфляції.

Монетарна політика Банку Словенії ґрунтується на таких двох засадах:

1) моніторинг грошової маси в обігу – агрегату М3 та індикаторів, що впливають на його динаміку: ліквідність банківської системи, динаміки короткострокових процентних ставок, трансакційних грошей та близьких до них активів, кредитна активність комерційних банків;

2) моніторинг економічних індикаторів: платіжний баланс, процентні ставки за кордоном, обмінний курс, заробітна плата, діяльність уряду щодо контролю за цінами [6, с. 51–52].

У Польщі з початком процесу реформування був запроваджений режим фіксованого валютного курсу – спочатку до долара США, а потім до «кошика» з п'яти провідних валют, з метою стримування темпів інфляції. У травні 1995 р. режим фіксації валютного курсу був змінений на «валютний коридор», межі якого поступово розширюються від $\pm 7\%$ до $\pm 15\%$. З квітня 2000 р. унаслідок запровадження вільного плавання валютного курсу на курс польського златого починають впливати ринкові фактори. В середині 90-х рр. ХХ ст. Національний банк Польщі активно використовував курсову політику для боротьби з інфляцією. Зміцнення курсу златого в 2000–2001 рр. відбулося в результаті отримання великих доходів від приватизації та послідовної рестрикційної грошово-кредитної політики польського уряду, а також припливу іноземного капіталу [3, с. 178].

27 липня 2002 р. у Польщі був виданий новий Закон «Про іноземну валюту», який регулює порядок виконання валюто-обмінних операцій. Цим законом були скасовані всі обмеження руху коштів між Польщею і країнами ЄС. Водночас законом передбачені деякі обмеження відносно руху коштів з країн-нерезидентів ЄС. Обмеження щодо обміну валюти можна зняти за допомогою отримання валютних дозволів, що бувають двох видів: загальні та приватні. Загальні валютні дозволи видає Міністерство фінансів, а приватні – Національний банк Польщі.

Основним заходом регулювання валютної сфери став перехід до гнучкого обмінного курсу та запровадження у 2000 р. режиму «вільного плавання».

Таким чином, уряд та Національний банк Польщі змогли вирішити проблему неможливості поєднання трьох цілей, а саме: стабільність валютного курсу, мобільність капіталу і монетарна автономія [6, с. 47].

Порівняно з іншими країнами Східної Європи, рух Угорщини до стабільного економічного зростання і низького рівня інфляції з 1990 р. був

доволі рівномірним. Початок трансформаційних процесів був менш відчутним в економічному плані, ніж в інших країнах.

З січня 1991 р. до березня 1995 р. Національний банк Угорщини використовував режим регульованого «прив'язування» форинта до кошика валют. Валютний курс протягом цього періоду був точкою опори для двох суперечливих цілей: забезпечення зовнішньої конкурентоздатності та забезпечення номінального «якоря» для цінової стабільності.

13 березня 1995 р. Національний банк девальвував форинт на 9% і 16 березня 1995 р. перейшов до валютного режиму повзучої прив'язки.

Запровадження режиму таргетування інфляції в Угорщині, на відміну від Польщі і Чехії, був градуалістським. Як й інші країни з трансформаційною економікою, Угорщина з початком процесів реформування запровадила «прив'язування» валютного курсу форинта до кошика валют, проте курс міг коригуватися у бік девальвації форинта з метою забезпечення зовнішньої конкурентоспроможності країни. Межі курсових коливань поступово розширилися з 0,5 до 2,25%. Після девальвації цей режим було замінено на режим повзучого діапазону валютних коливань, який дав змогу знизити інфляцію з 30% у 1995 р. до 10% у 1999 р. [6, с. 50–51].

Проблеми вузького діапазону коливань валютного курсу почали виявлятися у 2000 р., коли після значного зниження інфляція знову почала зростати і у грудні 2000 р. досягла 10,1%. Причинами цього були не лише зовнішні шоки, а й валютні інтервенції, що проводив центральний банк з метою втримання курсу форинта у встановлених межах. На початку 2000 р. Національний банк послабив тиск на валютний курс, знизивши при цьому процентні ставки і запровадивши контроль за рухом капіталу. Однак за умов швидкого економічного зростання і високого рівня внутрішнього зменшення процентних ставок це не сприяло зниженню інфляції. Періодичні спекулятивні атаки з метою підвищення курсу форинта потребували або подальшого зниження процентних ставок, що було неефективним, або проведення валютних інтервенцій, які й здійснював Національний банк. Однак почала зростати вартість стерилізації цих інтервенцій, що змусило центральний банк розширити межі коливань обмінного курсу форинта до євро до 15%. Цей режим зберігався, але ставка щомісячної девальвації становила 0,2%. Одночасно було остаточно скасовано контроль за рухом капіталу. У жовтні 2001 р. повзучу прив'язку було остаточно скасовано [6, с. 51].

Узагальнивши світовий досвід, можна виокремити три основні режими монетарної політики, що застосовувалися різними державами для досягнення визначених цілей, а саме: таргетування обмінного курсу, таргетування грошових агрегатів та інфляційне таргетування.

Ефективність режиму таргетування обмінного курсу у країнах з перехідною економікою зумовлена тим, що на початку реформаційних процесів спостерігається швидка доларизація економіки, а тому політика контролю за валютним курсом стає найкращим вибором для країни і відіграє визначальну роль у стримуванні інфляції, оскільки інфляційні ефекти девальвації національної валюти пом'якшуються. Крім того, фіксований курс позитивно впливає на макроекономічну стабілізацію. Проте європейський досвід доводить, що такий режим дає позитивний результат у середньостроковому періоді (3–5 років). Також, незважаючи на досягнення певної макроекономічної стабілізації, вона провокує інфляцію, а отже, необхідно відмовитися від жорсткого контролю за обмінним курсом і проводити більш гнучку курсову політику.

Відповідно до зарубіжного досвіду головною перевагою режиму таргетування грошових агрегатів є надання широких можливостей центральному банку в проведенні монетарної політики відповідно до внутрішніх потреб економіки, незалежно від зовнішніх шоків. Застосування режиму таргетування грошових агрегатів пов'язане з двома важливими проблемами, а саме: необхідна наявність постійного стабільного зв'язку між головними орієнтирами макроекономіки і динамікою грошового агрегату, який вибирається для контролю, а також динаміка обраного грошового показника має повністю контролюватися центральним банком [1].

Режим інфляційного таргетування передбачає доволі складні з технічного погляду процедури, спрямовані на запобігання впливу внутрішніх шоків на динаміку рівня цін, що потребують контролю за індикаторами, які характеризують стан економіки. Результатом реалізації цього режиму є зниження інфляційних очікувань шляхом підвищення їхньої довіри до грошово-кредитної політики банку. Головний недолік інфляційного таргетування полягає у зосередженні центрального банку на одній з макроекономічних цілей (інфляції) та ігнорування динаміки інших. Недоліком також є те, що існує достатньо великий лаг між діями центральних банків і змінами темпів зростання цін [1].

Міжнародна практика використання різних режимів монетарної політики дає змогу зробити висновок про те, що на поточний момент режим інфляційного таргетування є одним з найбільш популярних у світі. Останнім часом щораз більше кількість країн переходить до політики прямого таргетування інфляції.

Світовий досвід свідчить, що не менш важливим елементом у реалізації валютної політики є вибір режиму валютних курсів. Існує чимало вдалих прикладів використання плаваючих, фіксованих режимів чи їхніх комбінацій. Проте останнім часом більшість країн віддає перевагу режиму

плаваючих валютних курсів. Це зумовлено тим, що у довгостроковому періоді альтернативи плаваючому режиму немає, оскільки довгострокової стабільності за фіксованого курсу досягти не вдається. Проте у короткостроковій перспективі валютна політика зобов'язана забезпечити жорстке обмеження коливань валютних курсів.

Введення режиму плаваючого валютного курсу в Україні можна розпочати з обмеження участі НБУ на валютному ринку або встановлення валютного коридору чи цільових зон. Таке запровадження означає, що держава відмовляється від утримання номінального курсу в ролі якоря, а тому на перший план виходить інфляційне таргетування. Проте в Україні є ряд причин, що обмежують політику інфляційного таргетування [4, с. 65].

Для радикальної зміни монетарного режиму на користь таргетування інфляції необхідні певні умови:

- ✓ невідповідність імпліцитного курсового таргетування сучасному стану вітчизняної економіки;
- ✓ переважання монетарної інфляції, яка підпадає під вплив грошово-кредитних інструментів, над структурною, яка регулюється антимонопольними, фіскальними чи зовнішньоторговельними заходами;
- ✓ готовність відмовитися від фактичного регулювання курсу гривні в умовах високої відкритості економіки та залежності макроекономічного розвитку від кон'юнктури світових ринків і динаміки курсу гривні;
- ✓ наявність інституційних передумов запровадження нового режиму у формі нормативно-правової бази щодо програмування монетарної політики;
- ✓ існування організаційних передумов у сфері взаємодії монетарної й економічної виконавчої влади в питаннях солідарної відповідальності за перебіг інфляційних процесів у країні;
- ✓ апробація та запровадження таких механізмів грошово-кредитного регулювання макроекономічної динаміки цін, які б містили прозору систему оцінювання, прогнозування й коригування інфляційних процесів у напрямі, визначеному монетарною стратегією [7, с. 14].

З огляду на специфіку розвитку України до цього переліку слід ввести наявність ефективних механізмів державного впливу на ціноутворення у сільському господарстві та на ринку нафтопродуктів.

Отже, поєднуючи теоретичні основи запровадження плаваючого валютного курсу і переходу на інфляційне таргетування із практикою інших країн та економічними особливостями України, можна зробити висновок

про необхідність введення перехідного періоду, протягом якого варто забезпечити:

1) підвищення ефективності операцій грошово-кредитної політики та збільшення в емісійній політиці НБУ частки операцій з рефінансування і операцій із цінними паперами на відкритому ринку;

2) поступову лібералізацію ринку капіталів і розвиток банківської системи, оскільки відмова від валютних обмежень потребує певної перебудови системи регулювання ринку фінансових послуг;

3) підтримання на достатньому рівні обсягу валових міжнародних резервів. За станом на кінець березня 2013 р. обсяг золотовалютних резервів дорівнював 24728,61 млн. дол. США. Відповідно до розширених критеріїв адекватності резервів з урахуванням ризиків (втрата доступу до міжнародного ринку капіталів, втеча національного капіталу та зростання дефіциту поточного рахунка) цей обсяг є недостатнім;

4) утримання валютного курсу від значних номінальних коливань у визначених межах, оскільки перевагою плаваючого режиму є саме можливість згладжування негативних наслідків процесу глобалізації за рахунок коригування номінального курсу.

Таким чином, успішна довгострокова валютна політика має поєднувати елементи гнучкості і контролю, а її орієнтиром стати поступовий перехід до режиму плаваючого валютного курсу.

The article deals with the implementation of monetary policy strategies that have been used in Central and Eastern Europe in order to achieve the stabilization of the economy, the basic steps for their implementation, as well as the effectiveness of the three modes of monetary policy. Set out the preconditions that are necessary for the application of the inflation targeting regime and the transition to a floating exchange rate in Ukraine.

Key words: *monetary policy, financial stability, monetary aggregates, inflation, exchange rate targeting.*

В статье рассмотрены стратегии реализации валютной политики, которые применялись странами Центральной и Восточной Европы с целью достижения стабилизации экономики, определены основные этапы их воплощения в жизнь, а также эффективность применения трех режимов монетарной политики. Определены те предпосылки, которые необходимы для применения режима таргетирования инфляции и перехода к плавающему валютному курсу в Украине.

Ключевые слова: валютная политика, финансовая стабильность, денежные агрегаты, инфляция, валютный курс, таргетирование.

Література

1. Береславська О. І. Цільові режими монетарної політики: світовий досвід [Електронний ресурс] / О. І. Береславська – Режим доступу : http://www.asta.edu.ua/vidan/nau_visn/3%2834%29/Finans/bereslavska.php.
2. Біленко Ю. І. Валютна політика та її вплив на ефективність функціонування економіки в країнах ЦСЄ / Ю. І. Біленко, О. І. Білоган // Вісник Національного університету «Львівська політехніка». 2010. – № 682. – С. 243–252.
3. Гончарук І. В. Досвід валютно-курсowego регулювання в трансформаційних економіках / І. В. Гончарук, О. М. Мацько, Г. Є. Шпаргало // Вісник Львівської комерційної академії. – 2010. – Вип. 33. – С. 176–180.
4. Горшкова Н. Валютно-курсова політика: практичний досвід та рекомендації / Н. Горшкова // Вісник НБУ. – 2007. – № 1. – С. 62–66.
5. Дідич З. Режими валютних курсів країн Центральної та Східної Європи / З. Дідич // Схід. – 2011. – № 4(111). – С. 24–27.
6. Журавка Ф. О. Валютна політика в умовах трансформаційних змін економіки : моногр. / Ф. О. Журавка – Суми : ТзОВ «КВК «Ділові перспективи», ДВНЗ «УАБС НБУ», 2008. – 336 с.
7. Макаренко М. І. Проблеми зміни монетарної стратегії: зарубіжний досвід і Україна / М. І. Макаренко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. – 2005. – № 1. – С. 13–14.