

Терещенко О.В.

Адвокат

Tereshchenko Olga

Attorney

РЕЖИМ ВАЛЮТНОГО КУРСУ ЯК ОБ'ЄКТ РЕГУЛЯТОРНОЇ ПОЛІТИКИ ДЕРЖАВИ В УМОВАХ ВІДКРИТОСТІ НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ

EXCHANGE RATE REGIME AS AN OBJECT OF STATE REGULATORY POLICY IN THE CONDITIONS OF OPEN NATIONAL ECONOMY

У статті систематизовано закономірності розвитку валютно-курсової політики в Україні по мірі переходу від адміністративних до економічних методів регулювання валютного ринку в процесі збільшення ступеня його лібералізації. Формалізовано ланцюжки, якими описується еволюція режиму валютного курсу і об'єктів грошово-кредитного таргетування. Визначено основні і додаткові таргети та інструменти діючого режиму валютно-курсової політики, представлені цінами, обмінним курсом, процентними ставками і валютними інтервенціями. Систематизовано принципи здійснення та призначення останніх. Показано, що між валютними інтервенціями і процентною ставкою існує механізм трансмісії для підсилення дії основного інструмента в регулюванні валютного і грошово-кредитного ринків. Аргументовано, що мають дотримуватися принципи ефективності її наслідків для економіки у разі адекватного сприйняття суб'єктами сигналів ринку.

Ключові слова: режим, валютний курс, об'єкт, регуляторна політика, держава, відкритість, національна економіка.

The article summarizes the patterns of development of exchange rate policy in Ukraine as the transition from administrative to economic methods of regulating the foreign exchange market in the process of increasing the degree of its liberalization. It is shown that the evolution of the exchange rate regime is described by the following chain: fixed, currency corridor, flexible, adjustable-floating, floating. The change in the objects of monetary targeting took place in the following sequence: credit channel, monetary aggregates, exchange rate, inflation. The main task of the NBU's exchange rate policy is to ensure price stability, and an additional one is the impact on the hryvnia exchange rate. It is determined that currently the main instrument of the NBU's monetary policy is the interest rate, and foreign exchange interventions are ancillary to the inflation targeting and floating exchange rate, which acts as a compensator for negative foreign exchange shocks and supports the competitiveness of producers. It is shown that within the current exchange rate regime in Ukraine foreign exchange interventions are carried out on the principles of reducing the role, scale and frequency as the currency market is liberalized, non-interference in its fundamental trends, priority of foreign exchange demand by foreign exchange market participants. and transparency of the criteria for the participation of entities in auctions and bidding. It is argued that the purpose of foreign exchange interventions is: replenishment of official foreign exchange reserves, smoothing the shortcomings of the foreign exchange market in case of its limited ability to self-regulate, loss of benchmarks for pricing, high exchange rate volatility, which negatively affects the currency security of the state and businesses. It is established that between foreign exchange interventions and the interest rate there is a transmission mechanism to strengthen the main instrument in regulating the foreign exchange and monetary markets on the principles of effectiveness of its consequences for the economy in case of adequate perception of NBU signals.

Key words: regime, exchange rate, object, regulatory policy, state, openness, national economy.

Постановка проблеми. Основною сучасною ознакою розвитку світової валютної системи є глобалізація, яка супроводжується зростанням відкритості національних економік. За зазначених умов на курс валют країн світу суттєвий тиск мають зовнішні фактори. Тому валютний курс є основним довгостроковим об'єктом регуляторної політики держави

в сфері валютно-економічних відносин. Його стабільність є підґрунтям довіри населення до національної валюти і надійною передумовою достатнього рівня валютної безпеки держави. Проведення адекватної валютно-курсової політики, яка забезпечуватиме прогнозованість динаміки гривні, збалансованість валютного ринку, його імунітет до зовнішніх валютних

потрясінь, є запорукою стійкого функціонування національної економіки. Відкриті економіки мають загальну тенденцію до лібералізації валютних ринків, що висуває специфічні вимоги до режиму курсу національної грошової одиниці, її конвертованості, рівня інфляції, обсягів офіційних валютних резервів, врівноваженості платіжного балансу тощо [1]. Зростання відкритості національної економіки в умовах євроінтеграції, а також залучення України до процесів забезпечення вільного руху капіталу роблять актуальним тему дослідження.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Валютна лібералізація має неоднозначний вплив на стан валютного ринку і поведінку валютного курсу, створюючи як загрози, так і можливості. Так Назарчук О. М. досліджує позитивні впливи валютної лібералізації на: розвиток інвестиційної діяльності акціонерних товариств у частині формування конкурентних переваг (масштаби діяльності, диверсифікація продуктів, патенти й торгові марки, управлінський та маркетинговий досвід, власні технології); специфічне територіальне розміщення факторів виробництва (природні ресурси та робоча сила); інтернаціоналізацію виробничих сил тощо [2, с. 135]. Питання трансмісії валютних криз через валютний курс між окремими країнами досліджуються представниками різних із них. У центрі уваги Сафарова Д. П. знаходиться криза міжнародної валютної системи, валютна криза та її моделі на прикладі Азербайджану [3]. Журавльовим О. В. узагальнено особливості протікання валютної кризи в Білорусі і результатам її впливу на стан українсько-білоруських економічних відносин [4]. Ефективність регуляторної політики держави щодо режиму обмінного курсу є важливим антикризовим заходом. Серед основних причин кризи на валютному ринку України Арутюнян Р. Р., Арутюнян С. С., Ітигіна О. В. називають існування декількох валютних курсів, які створюють передумови для спекуляцій і корупції – офіційний курс гривні щодо іноземних валют, міжбанківський валютний курс on-line, курс міжбанківського валютного ринку, курс на готівковому валютному ринку, курс чорного ринку, курсу платіжних карток та електронних систем окремих банків [5, с. 246].

Ефективне регулювання валютного курсу передбачає потребу у його прогнозуванні. У статтях Манталюк О. В., Стрельченко І. І. визначено можливості для моделювання курсу національної валюти в умовах економічної кризи таких методів: кореляційно-регресійних, нейромережевих, методів фрактального аналізу часових рядів [6; 7]. Валенюк Н. В., Суботіною Г. О. побудовано нейронну мережу типу карти Кохонена, що дозволила згрупувати

світові валюти у шість кластерів і прогнозувати їх курс відносно долара США на внутрішньому валютному ринку під час криз [8, с. 293]. Бобрицькою Г. С., Петренко О. Є., Філатовою Л. Д. робиться спроба визначити вплив на динаміку валютного курсу в кризовій ситуації суб'єктивних і об'єктивних чинників, серед яких: обсяг та склад золотовалютного резерву, вартість енергоносіїв на міжнародному ринку, ВВП країни за попередні періоди тощо [9, с. 271].

Мета статті – дослідження еволюції режимів валютного курсоутворення в Україні, виявлення їх закономірностей, отриманих здобутків і вад, які необхідно врахувати при удосконаленні регуляторної політики держави на валютному ринку.

Виклад основного матеріалу дослідження. Тип валютно-курсової політики залежить від багатьох чинників, серед яких характер регулювання валютного ринку (адміністративний, економічний), ступінь його лібералізації, наявність обмежень (жорсткі, м'які), тип грошово-кредитного таргетування тощо. Україна має тривалий досвід еволюції режиму обмінного курсу, який змінювався по мірі переходу від адміністративних до економічних методів регулювання валютного ринку (рис. 1). Відкритість національних економік створює передумови для усунення бар'єрів при поширенні світових валютних криз. Світова фінансова криза 2008-2009 років, джерелом якої слугувала іпотечна криза у США, наочно показала взаємозалежність валютних ринків різних країн і взаємну передачу валютних шоків. Проте різні країни продемонстрували відмінний імунітет до інфікування, передусім через тип валюто-курсової політики. Наприклад, країни Центральної і Східної Європи (ЦСЄ) відносно швидко подолали наслідки світової економічної кризи 2008-2009 років, знизили інфляцію без ризиків втрати системних банків і дефолтів. При цьому валютно-курсова політика Європейського Центрального банку (ЄЦБ) залишалася незмінною протягом кризи, незалежно від її типу (підтримка валютної ради чи таргетування інфляції).

А країни, що не входили в зону євро і відчули брак ліквідності, мали два варіанта вибору: або прийняти рішення про приєднання до єврозони для задоволення потреби в отриманні рефінансування від ЄЦБ; або забезпечити достатній рівень резервів власних центральних банків [10, с. 89]. Україна вийшла зі світової фінансової кризи 2008-2009 років зі значно більшими втратами порівняно з країнами ЦСЄ, оскільки напередодні кризи протягом 2005-2008 років мало місце факто-фіксоване курсоутворення і лише після усвідомлення власних помилок у 2009 році розпочався рух у напрям переходу

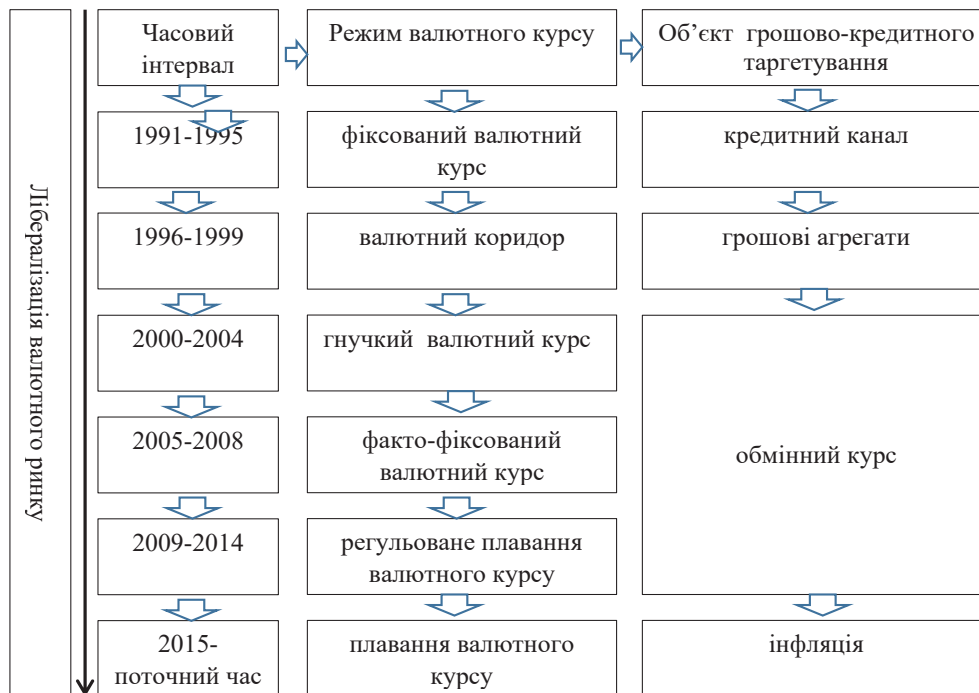


Рис. 1. Формалізація досвіду еволюції режиму обмінного курсу

Джерело: власна розробка

до регульованого курсу. Наявність в Україні фіксованого валютного режиму у передкризовий період обмежувала незалежність грошово-кредитної політики НБУ, це стимулювала приток капіталу і не дозволила протистояти зовнішнім шокам, пов'язаним із поширенням світової фінансової кризи. Натомість у передкризовий період колишні країни радянського табору (Польща, Чеська Республіка, Словенія) ввели режим гнучкого курсоутворення у поєднанні з монетарною стратегією таргетування інфляції [11, с. 57]. Зазначені країни успішно протистояли зовнішнім шокам шляхом стримування надходження на внутрішній валютний ринок спекулятивного іноземного капіталу при відсутності значної внутрішньої розбалансованості економік.

Режим регульованого плавання валютного курсу протягом 2009-2014 років не зміг убезпечити Україну від виникнення чергової валютної кризи, в основі якої лежали як неекономічні фактори (політико-правові, військово-політичні події, їх психологічне сприйняття), так і економічні (глибокі структурні дисбаланси в економіці, надлишкова ліквідність у гривні). Валютна криза 2014-2015 мала руйнівні наслідки для національної економіки і життєвого рівня населення: виснаження золотовалютних резервів України, які були використані у 2014 році на підтримку гривні; зростання гривневого еквівалента імпортованих товарів інвестиційного і споживчого призначення; скорочення зайнятості, зниження

реальних доходів населення та його купівельної спроможності; економічний спад практично у всіх галузях промисловості та будівництва; чергове розчарування українців у національній валюті і зростання доларизації економіки країни; підняття облікової ставки НБУ у відповідь на інфляційні процеси, що активізувалися, обумовило збільшення процентів за кредитами банківських установ, що зробило попит на них з боку суб'єктів господарювання реального сектора економіки неплатоспроможним; значна девальвація гривні: по-перше, обумовила суттєве зростання номіналу кредитної заборгованості клієнтів – фізичних і юридичних осіб, що негативно позначилося на якості кредитного портфеля банківських установ і призвело до збільшення проблемних кредитів; по-друге, збільшила гривневий еквівалент державного і комерційного боргу, міжнародного банківського фінансування, номінованих в іноземній валюті, і тим самим бюджет витрат на його обслуговування держави, корпорацій реального і фінансового секторів економіки; вимушене коригування Державного і місцевих бюджетів, зростання їх дефіциту через нові орієнтири валютного курсу; негативний вплив на капіталізацію фінансового ринку, виконання банківськими установами, страховими компаніями, іншими фінансовими установами пруденційних нормативів.

Можливостей, які відкрила валютна криза 2014-2015 років для України, значно менше порівняно з негативами: урівноваження сальдо пла-

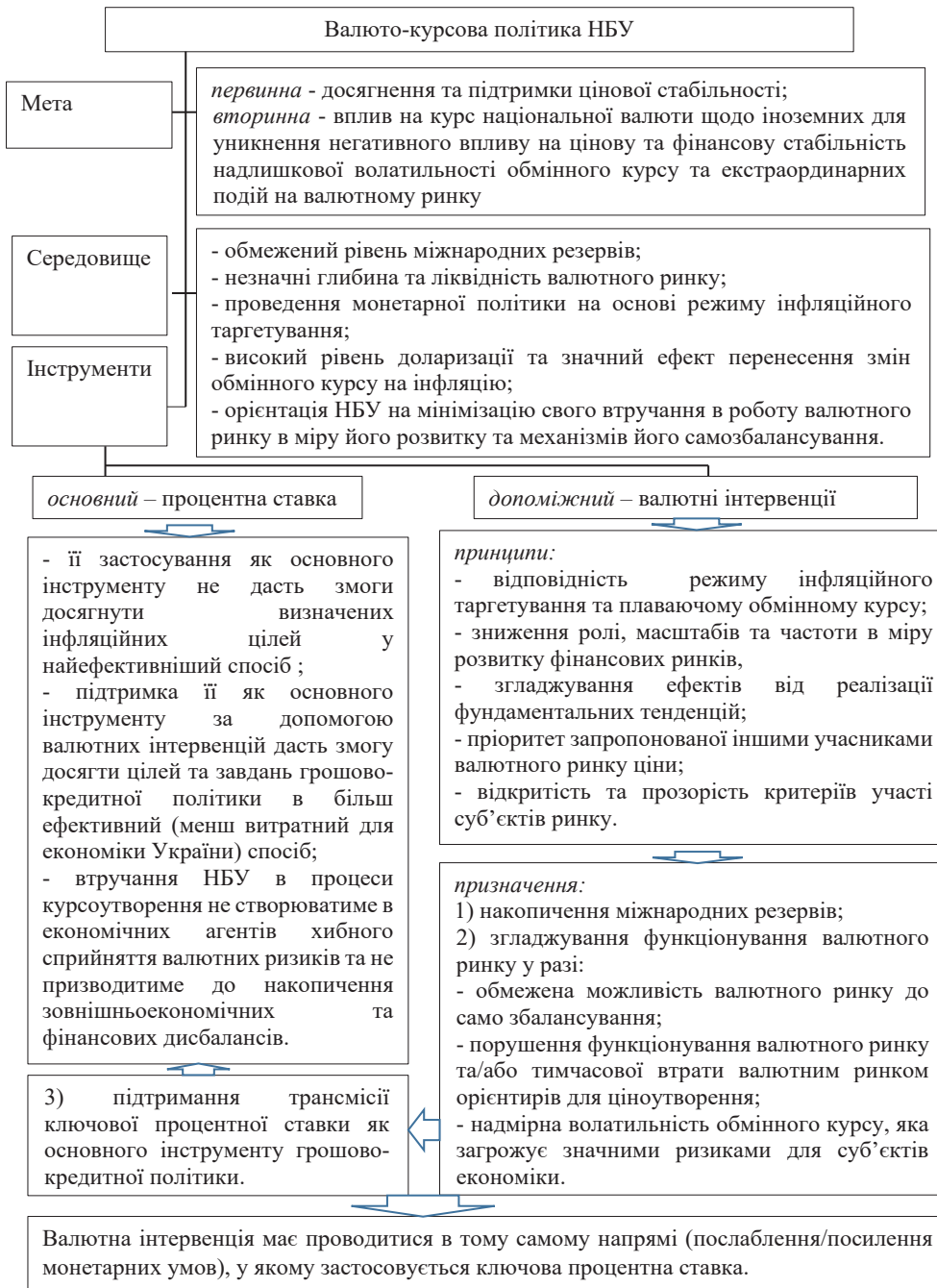


Рис. 2. Формалізація валютно-курсової політики НБУ

Джерело: власна розробка

тіжного балансу за рахунок зростання попиту на експорт і зниження попиту на імпорт, зростання доходів експортерів; збільшення цінової конкурентоспроможності товарів вітчизняного виробництва, які є аналогами чи заміниками імпортованих, яка з рештою викличе збільшення обсягів виробництва і створення нових робочих місць; зростання бюджетних надходжень від оподаткування доходів експортерів.

Протягом майже 15 років НБУ використовував режим таргетування обмінного курсу. Основними інструментами валютно-курсо-

вої політики були валютна інтервенція та дисконтна ставка з пріоритетом першого. Пряме втручання регулятора у валютний ринок у формі валютної інтервенції призначалося або для обмеження коливання курсу національної валюти, або для його підтримки на штучно заниженому чи штучно завищеному рівні. Дисконтна політика зводилася до маніпулювання рівнем облікової ставки НБУ, яка слугувала орієнтиром доходності для іноземних інвесторів [12, с. 134]. З її підвищенням можна було очікувати збільшення притоку іноземного капі-

талу в країну і навпаки. У 2016 році врешті-решт, значно пізніше своїх партнерів, Україна перейшла до режиму плаваючого обмінного курсу та інфляційного таргетування інфляції (рис. 2), коли вплив на курс національної валюти щодо іноземних підпорядковується меті досягнення та підтримки цінової стабільності. Згідно прийнятої Стратегії [13] із інструментів валютно-курсової політики пріоритет віддається процентній ставці порівняно з валютними інтервенціями. Програмний документ чітко визначає принципи і призначення валютних інтервенцій.

Одним із принципів є підтримання трансмісії ключової процентної ставки, яке відбувається за умови більш ефективного (менш витратного) для економіки застосування валютних інтервенцій, якщо втручання НБУ не створюватиме значної асиметрії інформації щодо процентних ставок і валютних очікувань на фінансовому ринку.

Висновки.

1. Виявлено закономірностей розвитку валютно-курсової політики в Україні по мірі переходу від адміністративних до економічних методів регулювання валютного ринку в процесі збільшення ступеня його лібералізації. Еволюція режиму валютного курсу описується таким ланцюжком: фіксований валютний курс, валютний коридор, гнучкий валютний курс, регульоване плавання валютного курсу, плаваючий валютний курс. Зміна об'єктів грошово-кредитного таргетування відбувалася в такій послідовності: кредитний канал, грошові агрегати, обмінний курс, інфляція. Визначено, що у поточний час основною задачею валютно-курсової політики НБУ є забезпечення стабільності цін, а додатково – вплив на обмінний курс гривні для поглинання його надмірної волатильності, а також для захисту від зовнішніх шоків і збурень.

2. Основним інструментом грошово-кредитної політики НБУ є процентна ставка, а валютні інтервенції носять допоміжний характер у рамках режиму інфляційного таргетування та плаваючого обмінного курсу, який виступає компенсатором негативних зовнішніх валютних шоків та інструментом підтримки конкурентоспроможності товаровиробників, які реалізують продукцію на внутрішньому ринку, а також експортерів і імпортерів. У рамках діючого режиму валютного курсу в Україні валютні інтервенції проводяться на принципах зниження ролі, масштабів та частоти в міру лібералізації валютного ринку, невтручання у його фундаментальні тенденції, пріоритету попиту на ціну валюти з боку учасників валютного ринку порівняно з пропозицією регулятора, відкритості та прозорості критеріїв участі суб'єктів в аукціонах і торгах.

3. Призначенням валютних інтервенцій є: поповнення офіційних валютних резервів, згладжування вад валютного ринку у разі його обмеженої здатності до саморегулювання, втрати орієнтирів для ціноутворення, високої волатильності обмінного курсу, яка негативно позначається на валютній безпеці держави та суб'єктів господарювання. Між валютними інтервенціями і процентною ставкою існує механізм трансмісії для підсилення дії основного інструмента в регулюванні валютного і грошово-кредитного ринків на принципах ефективності її наслідків для економіки у разі адекватного сприйняття її суб'єктами сигналів НБУ, відсутності зовнішньо-економічних та фінансових дисбалансів.

Метою подальших досліджень є розробка трансмісійних механізмів впливу лібералізації валютного регулювання на функціонування національної економіки.

Список використаних джерел:

1. Онуфрічук К. І. Сучасна практика лібералізації валютного регулювання у малих відкритих економіках. *Ефективна економіка*. 2015. № 7. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/efek_2015_7_25 (дата звернення 23.12.2021)
2. Назарчук О. М. Розвиток інвестиційної діяльності акціонерних товариств в умовах валютної лібералізації: правовий аспект. *Часопис Київського університету права*. 2017. № 3. С. 133-137.
3. Сафаров Д. П. Кризис международной валютной системы, валютный кризис и его модели. *Проблеми системного підходу в економіці*. 2017. Вип. 6(1). С. 33-39.
4. Журавльов О. В. Валютна криза в Білорусі і її вплив на стан українсько-білоруських економічних відносин. *Науково-технічна інформація*. 2012. № 1. С. 36-39.
5. Арутюнян Р. Р., Арутюнян С. С., Ітигіна О. В. Валютна криза: сутність, причини та наслідки в Україні. *Вісник соціально-економічних досліджень*. 2015. Вип. 3. С. 242-247.
6. Манталюк О. В. Особливості моделювання курсу національної валюти в умовах економічної кризи. *Вісник Хмельницького національного університету. Економічні науки*. 2016. № 4(2). С. 170-172.
7. Стрельченко І. І. Дослідження особливостей динаміки валютного курсу під час кризи на фінансових ринках. *Науковий вісник Міжнародного гуманітарного університету. Серія : Економіка і менеджмент*. 2017. Вип. 25(2). С. 168-171.
8. Валенюк Н. В., Суботіна Г. О. Актуальні питання валютно-курсової політики в умовах кризи. *Проблеми економіки та політичної економії*. 2018. № 1. С. 282-295.

9. Бобрицька Г. С., Петренко О. Є., Філатова Л. Д. Математичне моделювання прогнозу валютного курсу в Україні в умовах кризового стану. *Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії та практики*. 2017. Вип. 2. С. 268-273.
10. Дідич З. А. Валютно-курсова політика у контексті світової фінансової кризи: уроки для країн Центральної та Східної Європи та України. *Вісник Одеського національного університету. Економіка*. 2013. Т. 18, Вип. 1(1). С. 87-90.
11. Корнеева Ю. Вплив гнучкого валютного режиму на ефективність монетарного трансмісійного механізму у Польщі в умовах кризи. *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Міжнародні відносини*. 2013. Вип. 1. С. 54-59.
12. Круцяк Д. Б. Світова економічна криза та її вплив на валютне регулювання в Україні. *Академічний огляд*. 2008. № 2. С. 132-136.
13. Стратегія валютних інтервенцій Національного банку України на 2016 – 2020 роки: Рішення Правління НБУ від 06.09.2016 № 261-рш. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Currency_intervention_strategy_NBU.pdf?v=4 (дата звернення 21.12.2021)

References:

1. Onufrichuk K. I. (2015). Suchasna praktyka liberalizatsii valiutnoho rehuliuвання u malykh vidkrytykh ekonomikakh [Modern practice of liberalization of currency regulation in small open economies]. *Efektivna ekonomika*, vol. 7. Available at: http://nbuv.gov.ua/UJRN/efek_2015_7_25 (accessed 23.12.2021) (in Ukrainian)
2. Nazarchuk O. M. (2017). Rozvytok investytsiinoi diialnosti aktsionerykh tovarystv v umovakh valiutnoi liberalizatsii: pravovyi aspekt [Development of investment activity of joint-stock companies in the conditions of currency liberalization: legal aspect]. *Chasopys Kyivskoho universytetu prava*, vol. 3, pp. 133-137. (in Ukrainian)
3. Safarov D. P. (2017). Krizis mezhdunarodnoj valjutnoj sistemy, valjutnyj krizis i ego modeli [Crisis of the international monetary system, currency crisis and its models]. *Problemy systemnoho pidkhodu v ekonomitsi*, vol. 6(1), pp. 33-39. (in Russian)
4. Zhuravlov O. V. (2012). Valiutna kryza v Bilorusi i yii vplyv na stan ukrainsko-biloruskykh ekonomichnykh vidnosyn [The currency crisis in Belarus and its impact on the state of Ukrainian-Belarusian economic relations]. *Naukovo-tekhnichna informatsiia*, vol. 1. pp. 36-39. (in Ukrainian)
5. Arutiunian R. R., Arutiunian S. S., Ityhina O. V. (2015). Valiutna kryza: sutnist, prychny ta naslidky v Ukraini [Currency crisis: essence, causes and consequences in Ukraine]. *Visnyk sotsialno-ekonomichnykh doslidzhen*, vol. 3, pp. 242-247. (in Ukrainian)
6. Mantaliuk O. V. (2016). Osoblyvosti modeliuвання kursu natsionalnoi valiuty v umovakh ekonomichnoi kryzy [Features of modeling the national currency in an economic crisis]. *Visnyk Khmelnytskoho natsionalnoho universytetu. Ekonomichni nauky*, vol. 4(2), pp. 170-172. (in Ukrainian)
7. Strelchenko I. I. (2017). Doslidzhennia osoblyvostei dynamiky valiutnoho kursu pid chas kryzy na finansovykh rynkakh [Study of the peculiarities of the dynamics of the exchange rate during the crisis in the financial markets]. *Naukovyi visnyk Mizhnarodnoho humanitarnoho universytetu. Seriya : Ekonomika i menedzhment*, vol. 25(2), pp. 168-171. (in Ukrainian)
8. Valeniuk N. V., Subotina H. O. (2018). Aktualni pytannia valiutno-kursovoi polityky v umovakh kryzy [Current issues of exchange rate policy in a crisis]. *Problemy ekonomiky ta politychnoi ekonomii*, vol. 1, pp. 282-295. (in Ukrainian)
9. Bobrytska H. S., Petrenko O. Ye., Filatova L. D. (2017). Matematychnе modeliuвання prohnozu valiutnoho kursu v Ukraini v umovakh kryzovoho stanu [Mathematical modeling of the exchange rate forecast in Ukraine in a crisis situation]. *Finansovo-kredytna diialnist: problemy teorii ta praktyky*, vol. 2, pp. 268-273. (in Ukrainian)
10. Didych Z. A. (2013). Valiutno-kursova polityka u konteksti svitovoi finansovoi kryzy: uroky dlia krain Tsentralnoi ta Skhidnoi Yevropy ta Ukrainy [Exchange rate policy in the context of the global financial crisis: lessons for Central and Eastern Europe and Ukraine]. *Visnyk Odeskoho natsionalnoho universytetu. Ekonomika*, No. 18, vol. 1(1), pp. 87-90. (in Ukrainian)
11. Kornieieva Yu. (2013). Vplyv hnuchkoho valiutnoho rezhymu na efektyvnist monetarnoho transmisiinoho mekhanizmu u Polshchi v umovakh kryzy [The impact of a flexible currency regime on the efficiency of the monetary transmission mechanism in Poland during the crisis]. *Visnyk Kyivskoho natsionalnoho universytetu imeni Tarasa Shevchenka. Mizhnarodni vidnosyny*, vol. 1, pp. 54-59. (in Ukrainian)
12. Krutsiak D. B. (2008). Svitova ekonomichna kryza ta yii vplyv na valiutne rehuliuвання v Ukraini [The global economic crisis and its impact on currency regulation in Ukraine]. *Akademichnyi ohliad*, vol. 2, pp. 132-136. (in Ukrainian)
13. National Bank of Ukraine (2016). Stratehiia valiutnykh interventsii Natsionalnoho banku Ukrainy na 2016 – 2020 roky [Strategy of foreign exchange interventions of the National Bank of Ukraine for 2016 – 2020]. Available at: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Currency_intervention_strategy_NBU.pdf?v=4 (accessed 21.12.2021) (in Ukrainian)