

Богдана САС

**ПРОБЛЕМИ ВИБОРУ ВАЛЮТНО-КУРСОВИХ РЕЖИМІВ КРАЇН
З ПЕРЕХІДНОЮ ЕКОНОМІКОЮ**

Досліджено механізм вибору режиму валютного курсу в країнах з перехідною економікою, на основі чого запропоновано рекомендації щодо вдосконалення діючої системи курсоутворення в Україні.

Політика курсоутворення впливає на економіку країн, що переживають перехідний період. Зміни курсу національної валюти позначаються на досягненні та підтриманні конкурентоспроможності вітчизняних товарів і послуг на міжнародному ринку. Через концепцію курсу національної валюти центральний банк поліпшує платіжний баланс, а також сприяє макроекономічному вдосконаленню монетарної та фінансової політики. Визначення оптимального рівня й режиму функціонування валютного курсу своєї грошової одиниці винятково складне і надзвичайно відповідальне завдання владних структур кожної держави, насамперед її центрального банку. Особливі ускладнення при його вирішенні виникають у країнах з перехідною економікою, а також у країнах, що розвиваються. Ці ускладнення пов'язані, з одного боку, з макроекономічною нестабільністю та її функціональною невизначеністю, а з іншого – з відсутністю достатнього набору інструментів економічного регулювання існуючої системи валютних відносин у тій чи іншій країні.

Водночас слід урахувати, що рівень і режим функціонування валютних курсів стосується не лише експортно-імпорتنих операцій, а й переливу капіталу, міграції робочої сили, грошових переказів громадян, а також інших операцій, які пов'язані з потребами населення. За цих умов будь-які дії, що стосуються змін валютного курсу національної грошової одиниці, мають бути всебічно виваженими.

Вибір адекватного режиму валютного курсу протягом останнього періоду є найбільш гострим питанням і таким, що часто обговорюється серед спеціалістів центральних банків та вчених-економістів, які здійснюють аналіз грошово-кредитної політики: Я. Бєлінська, О. Бєреславська, С. Бєринєць, Т. Вахнєнко, Г. Вознюк, А. Гальчинський, О. Гриценко, О. Дзюблюк, В. Козюк, З. Луцишин, В. Міщенко, С. Михайличенко, А. Мороз, Т. Мусієнко, О. Петрик, В. Романишин, М. Савлук, Ю. Сколотяний, А. Філіпенко, О. Шаров, В. Юрчишин, В. Ющенко, С. Яременко та ін. Значний внесок у розроблення теоретичних і практичних питань політики курсоутворення та вибору оптимального режиму валютного курсу зробили економісти країн Заходу та Росії: Дж. Кейнс, П. Кєнен, Л. Красавіна, Р. МакКінон, Р. Манделл, Ф. Мишкін, А. Мовсеян.

Принциповими положеннями при виборі режиму є механізми формування валютного курсу (вартості однієї валюти в термінах іншої), а також ступінь утручання органів грошово-кредитного регулювання (центрального банку) у процес курсоутворення. Слід наголосити, що за будь-якого варіанта фіксованого курсу валютна політика чітко виступає інструментом економічної політики з упровадженням і розвитком політичних інструментів. За плаваючих режимів формування курсу завдяки ринковим принципам відбувається шляхом формування ціни, і як політичні інструменти вже виступають інструменти монетарної політики, насамперед, процентної ставки та пропозиції грошей.

Вибір режимів валютних курсів еволюціонував разом з вибором і впровадженням інструментів та механізмів реалізації (табл. 1).

Історично країни, що розвиваються, намагалися впроваджувати фіксацію чи відносно жорстку прив'язку до валюти країни свого основного міжнародного партнера. Далі окреслився перехід від режиму фіксації щодо окремої валюти в напрямку прив'язки, основою якої є кошик валют (наприклад, СПЗ), чи обмеженого плаваючого відносно певної визначеної валюти. Однак вже з кінця 1980-х рр. суттєву перевагу віддали режиму з більш гнучким курсом (табл. 2).

Таблиця 1

Еволюція режимів валютного курсу у 1990-х рр., % кількості країн-членів МВФ [3, с. 10]

Режим валютного курсу	1991	1993	1996	1999	2001
Формальний режим валютного курсу					
Фіксований курс	61,3	49,1	45,3	-	-
в тому числі обмежено гнучкий курс	9,0	7,4	8,8	-	-
Плаваючий курс	38,7	50,9	54,7	-	-
Незалежне плавання	18,1	32,0	28,7	-	-
Кероване плавання	20,6	18,9	26,0	-	-
Фактичний режим валютного курсу					
Фіксований курс	76,4	68,7	66,5	59,7	55,9
жорстка прив'язка	16,1	15,9	16,2	24,2	25,8
м'яка прив'язка	60,2	52,7	50,3	35,5	30,1
Плаваючий курс	23,6	31,3	33,5	40,3	44,1
незалежне плавання	7,5	13,7	12,4	18,3	21,5
кероване плавання	16,1	17,6	21,1	22,0	22,6
Разом	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Таблиця 2

Еволюція валютних режимів країн, що розвиваються [3, с. 10]

	1981	1986	1991	1996
Курс прив'язаний	75	67	57	45
в тому числі до долара США	32	25	19	15
СПЗ	13	8	5	2
складний	14	18	20	14
Плаваючий з обмеженнями	10	5	4	3
Більш гнучкий	15	28	39	52
у тому числі керований гнучкий	9	13	16	21
вільно плаваючий	4	11	19	29
Кількість країн	113	119	123	123

У 1990-х рр. валютна політика багатьох країн зазнала значних змін. В умовах глобалізації світової економіки кожна країна, що розвивається, стала перед вибором: якому режиму валютного курсу надати перевагу в нових економічних умовах. Так, можна зупинитися на фіксованому курсі (та його різновидах – валютному союзі, валютному правлінні), проміжному режимі (традиційна фіксація, валютні коридори, повзуча прив'язка) або на плаваючому курсі (кероване і незалежне плавання).

У 1991–2003 рр. у світі відбулося зрушення валютної політики на користь більш гнучкого курсу. На зміну фіксованого курсу прийшов проміжний режим, а замість останнього – плаваючий курс (рис. 1).

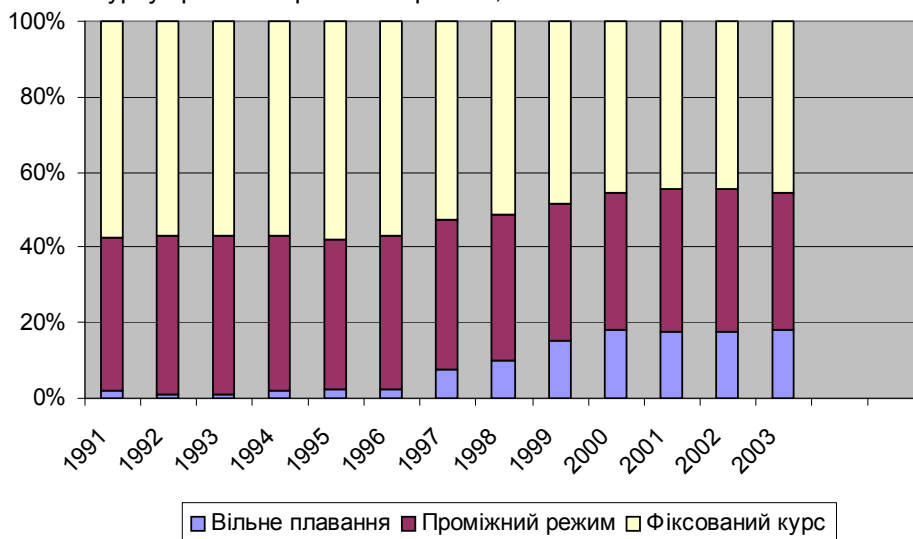


Рис. 1. Політика валютного курсу у країнах, що розвиваються: перехід до більш гнучкого курсу [4, с. 21]

Частка країн, що розвиваються, із вільно плаваючим валютним курсом збільшилася в десять разів: з 4% у 1991 р. до 40% у 2003 р. Частка країн з фіксованим курсом за той самий період зменшилася з 29% до 20% [5].

У деяких країнах зміна політики валютного курсу відбувалась з вимушених причин (табл. 3). Наприклад, в Аргентині (2001 р.), Бразилії та Колумбії (1999 р.) перехід на більш гнучкий курс був зумовлений фінансовими кризами. В інших країнах, таких як Польща, Філіппіни, Пакистан (2000 р.) або Туреччина (2001 р.), валютне нововведення пов'язано з плановою зміною економічної політики влади.

Таблиця 3

Причини переходу до більш гнучкого валютного курсу [5, с. 25]

Тип переходу	Планомірна зміна політики	Під впливом кризи
Від фіксованого курсу до проміжного режиму	Чехія (1996) Єгипет (1999) Угорщина (1994) Індія (1995) Пакистан (2000)	Аргентина (2001) Філіппіни (1997) Таїланд (1997) Венесуела (1996)
Від проміжного режиму до плаваючого курсу	Чилі (1999) Перу (1999) Філіппіни (2000) Польща (2000) ПАР (1997) Туреччина (2001)	Бразилія (1999) Колумбія (1999) Росія (1998) Індонезія (1997) Південна Корея (1997) Мексика (1994)

Як правило, перегляд політики валютного курсу був пов'язаний з корінною модернізацією грошово-кредитної політики. Плаваючий валютний курс є необхідною умовою для таргетування інфляції – режиму грошово-кредитної політики, що отримав популярність наприкінці 1990-х рр. У 2003 р. 90% країн, що розвиваються, з плаваючим валютним курсом і 40% країн, що дотримуються проміжного режиму, використали таргетування інфляції.

Найчастіше гнучкість валютного курсу пов'язують із вибором валютного режиму. У практичному застосуванні майже кожна країна обирає власний варіант реалізації валютного режиму. При виборі режиму валютного курсу, крім раніше вказаних чинників, вагоме місце посідають такі, які більш широко характеризують інституційний та структурний розвиток країни (табл. 4).

Таблиця 4

Фактори вибору валютних режимів [7, с. 110]

Характеристика економіки	Фактори і переваги для вибору режиму
Розмір економіки	Чим більший розмір економіки, тим привабливішим є режим гнучкого курсу
Ступінь відкритості	Чим більш відкрита економіка, тим менше переваг для плаваючого курсу
Диверсифікація структури виробництва/експорту	Чим вищий ступінь диверсифікації експорту, тим вища привабливість гнучкого курсу
Географічна концентрація торгівлі	Чим більша питома вага торгівлі з однією великою країною, тим більше стимулів прив'язки курсу до валюти цієї країни
Відмінність темпів інфляції в країні та світових темпів	Чим більша відмінність внутрішньої інфляції від темпів країн основних торговельних партнерів, тим вища необхідність постійного коригування обмінного курсу. Однак для країни з надвисокими темпами інфляції фіксований обмінний курс може забезпечити більш жорстку дисципліну для економічної політики і сприяти стабілізаційній програмі
Ступінь економічного/фінансового розвитку	Чим вищий ступінь економічного та фінансового розвитку, тим більше переваг для плаваючого обмінного курсу
Мобільність робочої сили	Чим вища мобільність трудових ресурсів при негнучкості цін і зарплат до зниження, тим легше і дешевше відбувається економічне коригування при зовнішніх шоках при фіксованому курсі
Мобільність капіталу	Чим вища мобільність капіталу, тим важче підтримувати режим з фіксованим обмінним курсом

Зовнішні (номінальні) потрясіння (шоки)	При домінуючих зовнішніх потрясіннях більш ефективний гнучкий курс
Внутрішні (номінальні) потрясіння	Домінування внутрішніх потрясінь сприяє вибору фіксованого курсу
Реальні потрясіння	Чим чутливіша економіка до потрясінь реального сектора чи реальних економічних показників, тим більш ефективний гнучкий курс
Довіра до політичних лідерів	Чим менший кредит довіри до політичних лідерів, що визначають економічну стабілізаційну політику, тим більш ефективний як номінальний цільовий індикатор фіксований курс

У структурі економіки рекомендації щодо вибору режиму можна узагальнити таким чином:

- малим країнам з відкритою економікою краще мати фіксований обмінний курс;
- чим менша відкритість країни і чим менша диверсифікованість її експорту, тим вагоміші аргументи на користь фіксованого обмінного курсу (однак, такі країни можуть бути уражені коливаннями отримання валютної виручки від експорту обмеженої товарної структури або негараздами країн партнерів, і при значних курсових коливаннях основних валют утримання фіксованого курсу ставиться під сумнів);
- чим вищий ступінь мобільності факторів виробництва, тим вищою може бути доцільність упровадження гнучкого режиму.

Іншим фактором вибору режиму є політичний. У багатьох випадках фіксований обмінний курс ефективним для забезпечення необхідної фінансової дисципліни. Це дуже важливо для нових країн перехідної економіки, де ще не впроваджені адекватні інструменти фінансової політики, наявні у розвинених країнах. Фіксований курс обмежує можливості використання інфляційного податку як джерела доходів, чим стримує інфляційні очікування агентів ринку. Разом з тим, коригування фіксованого обмінного курсу (за відсутності довіри чи згоди в суспільстві та керівництві) може коштувати в політичному плані дорожче, ніж у разі зміни номінального валютного курсу такого ж ступеня при більш гнучкому режимі, оскільки перший варіант стає одразу очевидним як політична акція уряду (інший випадок можна пояснити ринковими коливаннями, що не потребує від керівництва вжиття рішучих заходів).

Загалом у нових економіках фіксований курс, як правило, впроваджувався у кризові періоди, і головним завданням було відновлення монетарної стабільності та встановлення фіскальної дисципліни. Однак парадоксальність ситуації полягає в тому, що економічні сили з часом чинили негативний тиск на прив'язку і стимулювали відмову від фіксованого курсу чи послаблення такої прив'язки. Основним аргументом, який підштовхує до вказаної відмови у середньостроковій перспективі, може стати постійне відхилення реального ефективного обмінного курсу від «конкурентоспроможної» рівноваги: підвищення ціни внутрішніх (неторговельних) товарів порівняно зі зовнішньоторговельними призводить до бажання виробників розширювати випуск перших, а споживачів – дедалі більше віддавати перевагу другій категорії, що зумовлює погіршення рахунка поточних операцій. І якщо зростаюча негативна різниця не буде профінансована припливом капіталів, то надалі інвестори, відчуваючи небезпеку щодо погіршення сальдо поточного рахунка і реального зростання валюти, зможуть ініціювати більш стрімкий відплив капіталів з наслідками девальваційного тиску та економічної депресії.

Слід зазначити, що центральні банки переважної більшості країн несуть відповідальність як за проведення валютної політики, так і за рівень внутрішніх цін. Тому позиція центрального банку в запровадженні стабілізаційних програм є вирішальною у виборі валютного режиму. При гіперінфляційних рівнях багато країн більш схильні обирати режим фіксованого курсу як центрального елементу своїх стабілізаційних програм, при цьому номінальний валютний курс є якорем, а монетарна політика повністю підпорядкована завданням утримання обраного курсу (в тому числі через інтервенції центрального банку). Однак за такого вибору завжди виникає протиріччя між необхідністю обмеження рівня інфляції та підтримки конкурентоспроможності вітчизняних товарів на міжнародних ринках (унаслідок реальної девальвації національної валюти).

За плаваючого режиму управління монетарними агрегатами і пропозиції грошей належить головне місце в ефективності впровадження та виконання стабілізаційної програми. Невиконання завдань у грошово-кредитній сфері, передбачених монетарною програмою стабілізації, супроводжується інфляційним та девальваційним тиском, що підриває довіру до фінансового керівництва країни. Водночас недотримання монетарних орієнтирів сприймається як менш видима невдача влади, ніж можливий вимушений перехід до плаваючого курсу чи суттєва девальвація.

Проте питання вибору режиму валютного курсу постає гостро у той момент, коли економіка є надто відкритою і постійно натрапляє на рифи зовнішніх факторів, хоча основне місце при виборі курсового режиму має належати саме його вмінню пристосовуватися до будь-яких змін, тобто вмінню центральних банків сприяти стримуванню негативних явищ при одночасному стимулюванні економічного зростання. Яскравим прикладом може бути ситуація на фінансових ринках у 1998 р., коли Чехія і Румунія мали змогу значною мірою відчутти на собі наслідки кризи, а на Польщу це вплинуло незначним чином.

Теорією та практикою доведено, що жоден із режимів визначення валютних курсів (чи система фіксованого, чи плаваючого курсів) не може абсолютизуватися. Кожна із зазначених систем як така не є оптимальною: вона має як позитивні, так і негативні аспекти (табл. 5, 6).

Таблиця 5

Плаваючий курс [6]

Аргументи «за»	Аргументи «проти»
1. Курс визначається переважно ринковими силами. Ринки успішно та ефективно розподіляють ресурси.	1. Ринки рідко працюють з ідеальною ефективністю, тому ризик виникнення ситуації, коли обмінний курс виявиться на рівні, не обумовленому економічними прогнозами.
2. За плаваючого валютного курсу та ефективної роботи ринків спекулянти позбавлені можливості отримувати прибуток за рахунок центрального банку.	2. Невизначена майбутня траєкторія обмінного курсу створює труднощі для планування та ціноутворення. Страхування від такої невизначеності за рахунок використання вторинних ринків (форвардів, ф'ючерсів або опціонів) супроводжується додатковими витратами.
3. Попит і пропозиція національної та іноземної валют балансується ринком. Центральному банку немає потреби здійснювати інтервенції (крім випадків, пов'язаних із виконанням доручень від імені своїх клієнтів). Зовнішні потоки не впливають на внутрішні монетарні агреговані показники, проводиться незалежна від інших країн грошово-кредитна політика.	3. За плаваючого курсу можуть виникнути проблеми з проведенням незалежної внутрішньої грошово-кредитної політики. Наприклад, уряд не маючи зобов'язань протидіяти падінню валютного курсу, може здійснювати інфляційну бюджетну та грошово-кредитну політику.

Таким чином, визначати оптимальний режим валютного курсу потрібно в комплексі з іншими заходами макроекономічної політики. Такий режим мусить бути спрямованим, з одного боку, на забезпечення внутрішньої стабілізації економіки, її грошово-кредитної системи, підвищення ефективності використання визначальних факторів виробництва – виробничих потужностей, капіталу, робочої сили, а з іншого – посилення зовнішньої конкурентоспроможності країни, погашення боргових зобов'язань.

Таблиця 6

Фіксований курс [6]

Аргументи «за»	Аргументи «проти»
1. Стабільний фіксований курс забезпечує надійну основу для планування та ціноутворення, сприяючи тим самим розвитку інвестиційної діяльності і міжнародної торгівлі.	1. Якщо фіксованому курсу якоюсь мірою не довіряють, не виключена можливість спекулятивних атак, а отже, небезпека негативних наслідків для монетарної стабільності в економіці або для іноземних резервів; урешті-решт спекуляції можуть спонукати до відмови від фіксованого курсу.
2. Фіксований валютний курс слугує стримуючим і дисциплінуючим фактором у сфері грошово-кредитної політики. Якщо економічна політика значно відрізняється від політики тієї країни, до валюти якої «прив'язана» національна валюта, є ймовірність небажаного припливу або відпливу капіталу. Приплив коштів може посилити інфляцію; відплив – відчутно зменшити валютні резерви країни.	2. Немає надійного способу для встановлення, чи є обраний курс оптимальним і стабільним; ні уряд, ні центральний банк не в змозі краще, ніж ринок, визначити точку рівноваги валютного курсу.
3. Застосування фіксованого курсу є бажаним за умови правильно визначеного курсу рівноваги.	3. Хоча запровадження фіксованого валютного курсу може бути важливим для монетарних цілей, він не відповідає реальному курсу, який у деяких випадках розглядається як індикатор або ціль.

4. Режим фіксованого курсу може застосовуватися у випадках, коли фінансові інструменти та фінансові ринки недостатньо розвинуті для проведення ринкової грошово-кредитної політики.	4. Для підтримки фіксованого курсу центральний банк має бути готовим до проведення інтервенцій на валютному ринку, після чого необхідно прийняти рішення про те, що робити з внутрішніми наслідками інтервенцій.
	5. Центральному банку потрібна достатня кількість валютних резервів.
	6. Орієнтація на грошово-кредитну політику іншої країни не завжди вигідна.

Таким чином, уся система валютно-курсової політики повинна бути узгодженою як із внутрішніми структурними характеристиками економіки, так з природою її зовнішніх позицій, а також з тими тенденціями, що розвиваються у цих сферах.

Література

1. Денежно-кредитная и валютная политика: научные основы и практика: Научный альманах фундаментальных и прикладных исследований / Под ред. А. Г. Грязновой. – М.: Финансы и статистика, 2003. – 296 с.
2. Моисеев С. Макроанализ валютного курса: от Касселя до Обстфельда и Рогоффа // Вопросы экономики. – 2005. – № 1. – С. 49–65.
3. Моисеев С. МВФ выступил (обескураживающий обзор) // Валютный спекулянт. – 2004. – № 11. – С. 10–11.
4. Петрик О. Якою має бути стратегічна ціль монетарної політики? // Вісник НБУ. – 2004. – № 1. – С. 20–23.
5. Баландин А. Валютный fine tuning // Валютный спекулянт. – 2005. – № 3. – С. 24–26.
6. Моисеев С. Р. Денежно-кредитная политика: теория и практика: Учеб. пособие. – М.: Экономистъ, 2005. – 652 с.
7. Юрчишин В. В. Макроекономічна стабілізація в Україні: факти, тенденції, проблеми: Монографія. – К.: УАДУ при Президентові України, 1999. – 256 с.