Українська Академія державного управління
при Президентові України

В.В. Юрчишин

Монетарні та валютні ризики країн з перехідною економікою

Навчальний посібник

Схвалено
Вченою радою
Української Академії
державного управління
при Президентові України.
Протокол № 47/12
від 23 грудня 1999 р.

Українська Академія
державного управління
при Президентові України
БІБЛІОТЕКА
ІНВ. № _____

Київ
Видавництво УАДУ
2000

ББК 65.88. (4 УКР)
Ю83

Ю83 Юрчишин В.В. Монетарні та валютні ризики країн з перехідною економікою: Навч. посіб. - К.: Вид-во УАДУ, 2000. - 44 с.

Ю $\frac{0607000006 - 18}{УАДУ - 2000}$

ISBN 966 - 7353 - 94 - X

© Українська Академія державного управління при Президентові України, 2000

Режими валютного курсу

Сучасний світ характеризується високим рівнем інтеграційних процесів, і геоекономічні тенденції стають домінуючими у розвиткові як окремих країн, так і цілих регіонів чи міжнародних союзів. Звичайно, ці геоекономічні тенденції мають забезпечуватись та підтримуватись світовою грошовою системою. Остання функціонує аналогічно грошовій системі окремих країн і виконує звичні основні функції, а саме, забезпечує платежі для виконная угод, стійку грошову одиницю вартості та стандарти поточних та майбутніх платежів. Основною особливістю світової грошової системи є те, що міжнародні платежі звичайно передбачають операції з іноземною валютою як мінімум для однієї із сторін, що беруть участь в угоді. І, звичайно, в глобалізованому світі валютні ринки є чи не найважливішими компонентами як світової грошової системи, так і макроекономічного середовища країн.

У свою чергу, для характеристики макроекономічного середовища країни традиційно виділяють певну сукупність показників та індикаторів, які зводять у таблицю. Звичайно, опис середовища не вичерпується навіть найдетальнішою зведеною таблицею таких основних макроекономічних індикаторів, проте дає змогу дістати досить чітке уявлення про стан і перспективи економічного розвитку країни. До найвагоміших індикаторів належать валютний курс, процентна ставка та рівень інфляції, і саме від їх динаміки багато в чому залежить стабільність економічного простору країни взагалі. Водночас валютний курс чинить певний домінуючий вплив на інші показники, тому чи не найвагомішими є ризики, пов'язані з не-

передбачуваними коливаннями валютного курсу, і значні зусилля уряду та центрального банку країни бувають спрямовані саме на досягнення стабільності чи передбачуваності динаміки валютного курсу. Тим самим макроекономічні ризики в багатьох аспектах сконцентровані у валютному курсі. У посібнику головна увага також приділятиметься валютній складовій макроекономічного середовища.

Валютний курс визначається як вартість грошової одиниці однієї країни в значеннях іншої. Для конкретизації подальшого викладу припускаємо, що обмінний курс визначається як вартість одиниці іноземної валюти у значеннях національної - звичний для нас варіант, оскільки ми говоримо: "курс 5,5 грн за **один** долар США". У цих припущеннях зростання курсу означає послаблення національної валюти, або її девальвацію (тобто зростання вартості одиниці іноземної валюти), а зниження курсу - зміцнення національної валюти, або її ревальвацію.

Причому оскільки і сама валюта будь-якої країни може виступати як товар, на який формується попит і пропозиція, то очевидно, що й на вартість такого товару впливають найрізноманітніші внутрішньо- і зовнішньоекономічні чинники. Специфічність і виділення грошей (як міри вартості, засобу обміну, накопичення тощо) зумовлює і специфічну особливу державну політику як з метою забезпечення вартості національної валюти на міжнародних ринках, так і її підтримки. Узагальненою характеристикою державного підходу до власної валюти є так званий режим валютного курсу, що практикується органами грошово-кредитного регулювання країни.

Існують різні класифікатори валютних режимів з різним ступенем деталізації (див., наприклад, [6; 14]). Разом з тим, узагальнюючи, можна виділити три режими:

- фіксований, який включає точне визначення вартості (чи прив'язки) національної валюти у значеннях окремої виділеної валюти чи кошика валют;

- плаваючий (гнучкий), де визначальним є формування валютного курсу ринковими механізмами;

- контрольований, що базується на урядовому контролі та обмеженнях у конвертованості валют.

Як бачимо, принциповим положенням при виборі режиму виступають механізми формування валютного курсу (вартості однієї валюти в значеннях іншої), а також ступінь втручання органів грошово-кредитного регулювання (центрального банку) у процес курсоутворення. Підкреслимо, що за будь-якого варіанта фіксованого курсу валютна політика вже чітко виступає інструментом економічної політики із впровадженням і розвитком політичних інструментів. Наприклад, за плаваючих режимів курсоутворення ціна формується за ринковими принципами, і як політичні вже виступають інструменти монетарної політики, насамперед процентної ставки та пропозиції грошей. Для конкретизації і уточнення далі розглянемо лише вияви валютної політики у режимі фіксованого та плаваючого валютних курсів.

Вартість валюти (або обмінний курс) та її кількість, яку хочуть утримувати агенти ринку, як і будь-якого іншого товару, визначається попитом і пропозицією, при цьому динаміка обмінного курсу залежить від плаваючого чи фіксованого режиму. Це можна проілюструвати на простій моделі досягнення рівноваги в системі координат, де курс e - обсяг купівлі-продажу валюти на ринку Q (рис. 1).

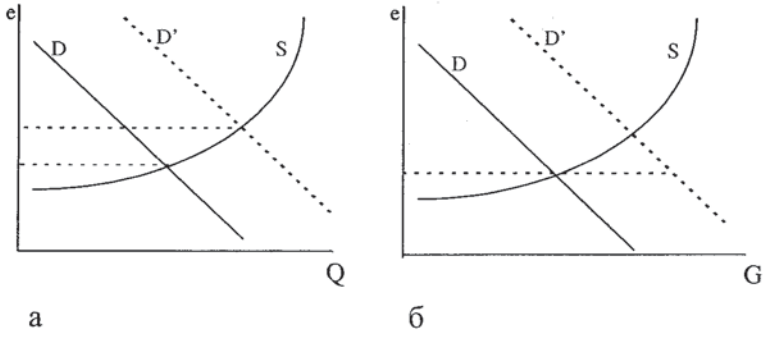


Рис. 1. Попит на валюту за різних режимів валютного курсу

За суто плаваючого режиму обмінний курс повністю визначається попитом і пропозицією з боку економічних агентів (рис. 1, а). У випадку зростання попиту на іноземну валюту крива попиту *D* зсувається праворуч до рівня *D'*. Таке зростання попиту може пояснюватися, наприклад, збільшенням імпорту або бажанням інвесторів та населення збільшити свої іноземні активи. За умови сталої пропозиції *S* вказаний зсув призводить до зростання вартості іноземної валюти (так само, як для будь-якого товару зростання попиту супроводжується зростанням ціни), тобто підвищується курс чи відбувається девальвація національної валюти.

У випадку фіксованого курсу (рис. 1, б) центральному банку необхідно підтримувати політично визначений рівень валютного курсу. Це означає зобов'язання купувати чи продавати будь-яку кількість валюти відповідно до попиту економічних агентів (готових платити вищу ціну), для того щоб урівноважити перевищення попиту над пропозицією і утримати валюту від девальвації (дисбаланс може бути спровокований також спекулятивними міркуваннями). Очевидно, що такий надлишковий продаж валюти центральним банком означає не що інше, як валютні

інтервенції. Звичайно, інтервенції не можуть продовжуватись до нескінченності (центральний банк країни не може друкувати іноземну валюту*). Тому наслідком продовження перевищення попиту над пропозицією може бути або встановлення нового вищого рівня фіксації курсу, або відмова від фіксованої прив'язки взагалі (перехід до плаваючого режиму).

Зауважимо, що центральні банки переважної більшості країн несуть відповідальність як за проведення валютної політики, так і за рівень внутрішніх цін. Тому позиція центрального банку стосовно запровадження стабілізаційних програм є вирішальною при виборі валютного режиму. При гіперінфляційних рівнях ряд країн більш схильний обирати режим фіксованого курсу як центрального елемента своїх стабілізаційних програм, при цьому номінальний валютний курс виступає "якорем", а монетарна політика повністю підпорядкована завданням утримання обраного курсу (в тому числі через інтервенції центрального банку**). Однак такий вибір завжди пов'язаний із суперечністю між необхідністю обмеження рівня інфляції і підтримки конкурентоспроможності вітчизняних товарів на міжнародних ринках (внаслідок реальної ревальвації національної валюти).

При плаваючому режимі управлінню монетарними агрегатами і пропозиції грошей вже належить чільне місце в ефективності впровадження та виконання стабілізацій-

---

* Якщо рівень резервів центрального банку знижується, то агенти економіки можуть бути занепокоєні спроможністю подальшої фіксації курсу і можливою стрімкою девальвацією. Це може призвести до нової хвилі спекулятивних атак - намагання якнайшвидше звільнитись від національної валюти на користь іноземної (щоб захистити себе від можливих втрат). Наслідком буде дуже швидка втрата центральним банком решти своїх валютних резервів.

** Як правило, інтервенції мають проводитися тільки стосовно однієї виділеної валюти, навіть якщо фіксація курсу відбувається до валютного кошика.

ної програми. Невиконання завдань у грошово-кредитній сфері, передбачених монетарною програмою стабілізації, супроводжується інфляційним і девальваційним тиском, що розбалансовує економічне середовище і підриває довір'я до фінансового керівництва країни. Водночас недотримання монетарних орієнтирів сприймається як менш помітна невдача влади, ніж можливий вимушений перехід до плаваючого курсу чи суттєва девальвація* . В останні роки все більш привабливим стає варіант так званої повзучої прив'язки, коли органи грошово-кредитного регулювання оголошують бажану динаміку чи траєкторії валютного курсу і шляхом різноманітних політичних інструментів коригують її залежно від динаміки інших головних макроекономічних показників та індикаторів.

Зауважимо, що за режимів фіксованого курсу відмова від коригування дефіцитів (бюджету і платіжного балансу) означає відкладення на майбутнє інфляційного тиску. Для такого коригування використовуються міжнародні резерви або накопичуються зовнішні борги. При гнучкому режимі недоліки державної політики можуть датися взнаки у вигляді коливання цін та курсів, тоді як втрату резервів і нарощування боргів (які найчастіше бувають наслідком негативного сальдо рахунку поточних операцій) виявити значно важче, враховуючи періодичність і особливості статистичної звітності уряду та інформації центрального банку. Тобто ринкове середовище значно рані-

---

*Іншими факторами, що також сприяють відмові від фіксованого курсу, є потрясіння на світових фінансових ринках, насамперед різке підвищення процентних ставок, погіршення умов міжнародної торгівлі, зростання боргів та вартості їх обслуговування. Важливим фактором тут також виступає мобільність капіталу, що зросла. Це може негативно впливати на стан внутрішньої та зовнішньої рівноваги країни, обмежуючи ефективність інтервенціоністської політики. У такому контексті гнучкий валютний курс все частіше застосовується як інструмент міжнародної торгівлі і балансування рахунку поточних операцій (з урахуванням міжнародної торговельної інтеграції).

ше і помітніше вказує на виникнення диспропорції в режимі плаваючого курсу, а отже, і коригування може бути менш болісним. При виборі валютного режиму взагалі та прив'язки зокрема традиційно перевага віддавалась найважливішим торговельним партнерам (країнам, на які припадало понад 50% торговельного обороту, або 50% обороту належало групі країн, що мали взаємну валютну прив'язку)* . За відсутності такої виділеної групи сьогодні вважається доцільним застосування кошика з 3-5 валют, (куди, як правило, входять американський долар, японська йєна та хоча б одна з європейських валют або екю (раніше) чи євро). Такий підхід дає можливість деякою мірою уникнути небезпечних перепадів вільного коливання найвпливовіших валют (однієї відносно іншої) на фінансових світових ринках.

Стосовно практичних застосувань для прогнозування динаміки курсу національної валюти за умови її прив'язки до "сильної"), то найчастіше для оцінки місячної зміни валютного курсу використовується методика, що базується на різниці вітчизняного і міжнародного рівнів інфляції (або рівня інфляції у країні прив'язки) у попередній період. Перевагою такого підходу є те, що з'являється можливість "узгоджувати" внутрішній і міжнародний рівні інфляції через реальний валютний курс, тим самим підтримується конкурентоспроможність вітчизняного виробництва** . Проте одним з недоліків такого підходу є попередня невизначеність майбутнього обмінного курсу чи відхилення від інфляційних показників, що може спровоку-

---

* Цікавим є також те, що вибір основних валют-орієнтирів (передусім американського долара та німецької марки) у останні роки, за оцінками експертів, відображав швидше надійність грошово-кредитної політики США та Німеччини, ніж близькість торговельних відносин чи перспективу отримання матеріальної допомоги від цих країн.

** У місячному обчисленні показники інфляції та валютного курсу не зможуть значно відрізнятися один від одного.

вати чинники спекулятивної гри, стимулюючи подальшу валютну нестабільність. Інший підхід до валютних орієнтирів полягає в завчасному оголошенні очікуваних чи бажаних змін валютного курсу у часі (так звана система табліта, що активно використовувалась у низці південноамериканських країн, зокрема в Чилі в кінці 70-х рр.). Перевагою такого підходу, звичайно, є усунення спекулятивних джерел, що зменшує ризики валютних криз. Водночас потрібно мати на увазі, що зазвичай уряди з політичних міркувань закладають оптимістичні оцінки динаміки макроекономічних показників та індикаторів, в тому числі занижують потенційний рівень девальвації, тому джерела спекуляцій зберігаються.

Додатковою перевагою повзучої прив'язки є можливість для центрального банку країни утримувати нижчий рівень міжнародних резервів (порівняно з режимом фіксованого курсу) навіть зважаючи на незадовільні показники платіжного балансу. Пояснюється це тим, що в разі повзучої прив'язки значно легше узгоджувати наявні резерви з темпами девальвації, тим самим включаючи механізми переорієнтації, чого важко досягти в режимі фіксованого курсу.

Встановлення так званого валютного коридору (виділення допустимих меж "безпечного" коливання курсу) не знімає питання управління курсом, а вимагає готовності до проведення інтервенцій на підтримку цього коридору. Наближення курсу до однієї з виділених меж (найчастіше верхньої) провокує валютних спекулянтів до активізації "атак" на валюту для отримання надприбутків (оскільки стрімкий вихід за межі вимагатиме встановлення нового коридору, а отже, й пошуку нового рівноважного рівня, який може значно відрізнятись від попереднього, що тим самим може принести спекулятивні доходи в короткотерміновій перспективі). Нагадаємо, що в Україні було вста-

новлено кілька валютних коридорів, проте практично жоден з них не був витриманий.

Базові залежності між рівнем інфляції, процентною ставкою та обмінними курсами

Коли йдеться про купівлю-продаж валюти та обмінний курс, як правило, мається на увазі номінальний обмінний курс на поточний момент, або, як практикується у більшості розвинутих країн, з виконанням укладеного контракту купівлі-продажу валюти в той самий день або протягом двох найближчих днів. Такий курс відомий як спотовий обмінний курс. Зауважимо, що цей курс встановлюється для кожної пари валют. Однак в узагальненнях, як правило, виділяється одна чи кілька іноземних валют (основних торговельних партнерів для даної країни, чи найбільш впливових для економіки даної країни), відносно яких і застосовується поняття "обмінний курс". Якщо не визначено інакше, то далі, коли йдеться про валютний курс, матиметься на увазі курс гривні до долара.

Як доповнення до спотового ринку існує форвардний ринок, на якому відбувається купівля й продаж іноземної валюти з установленням договірної ціни у поточний момент, а угода виконується у певний час в майбутньому, найчастіше через 1, 3 чи 6 місяців. Якщо агент ринку передбачає оплату чи отримання іноземної валюти у певний час у майбутньому, наприклад через 6 місяців (звичайно, курс у той період, напевно, буде відрізнятись від поточного), то він (агент) може уникнути збитків, купуючи чи продаючи так звані форвардні контракти. В цьому контексті форвардний контракт - це ціна, яку ви згодні заплатити за валюту через 6 місяців, коли вона вам знадобиться. Якщо форвардний курс, наприклад гривні, пере-

вищує спотовий, то це означає, що у майбутньому ви можете отримати більше гривень за ту саму кількість доларів, ніж через спотовий контракт сьогодні.

Як указувалось, до найважливіших показників, що характеризують економічне середовище країни, належать рівень інфляції, процентні ставки та обмінні курси. Економічні відносини та зв'язки в міжнародному економічному співтоваристві неможливі без урахування вказаних показників для кожної країни. Звичайно, всі вартісні показники у всіх країнах відрізняються, і природно можуть виникнути наступні запитання, без урахування яких ефективний міжнародний бізнес неможливий:

- чому процентні ставки i_{UH}, наприклад, в Україні відрізняються від процентних ставок у США $i_{\$}$?

- чому спотовий обмінний курс гривні за долар $s_{UH/\$}$ відрізняється від форвардного $f_{UH/\$}$?

- що і як визначає очікуваний спотовий курс гривні до долара наступного року $Es_{UH/\$}$?

- який вплив рівнів інфляції у США $\pi_{\$}$* і в Україні π_{UH} на процентні ставки чи обмінні курси?

Щоб відповісти на подібні запитання, припустимо, що маємо безризикові активи і що не існує обмежень чи бар'єрів щодо переміщення капіталів. Тоді маємо наступний "чотирикутник" рівностей:

$$(1+i_{UH})/(1+i_{\$}) = E(1+\pi_{UH})/E(1+\pi_{\$});$$

(зміна в процентних ставках) = *(очікувана зміна у рівнях інфляції)*

$$(f_{UH/\$})/(s_{UH/\$}) = E(s_{UH/\$})/s_{UH/\$}.$$

(зміна форвардного курсу відносно спотового) = *(очікувані зміни у форвардному курсі)*

---

*Очевидно, що не має бути непорозумінь, якщо інфляція вимірюється у процентах, десятковим дробом чи індексом.

Для того щоб довести наведені співвідношення, з'ясуємо, як змінюється прибутковість залежно від обраного активу.

Процентні ставки й обмінні курси. Розглянемо наступний приклад. Нехай процентна ставка на один річний депозит у США становить 5%, в Україні - 20%. Поточний (спотовий) обмінний курс дорівнює 5,5 грн за 1 дол., форвардний - 6,25. Припустимо, інвестор має 1 млн дол., які він збирається інвестувати на 1 рік. З'ясуємо, в якій країні це прибутковіше - в США чи в Україні.

Інвестуючи в цінні папери США, через рік інвестор матиме 1000000 · 1,05 (5%) = 1050000 дол. За 1 млн дол. інвестор сьогодні може отримати 5500000 грн. Отже, через рік інвестор отримає 5500000 · 1,2 (20%)= 6600000 грн. Користуючись форвардним курсом, який дорівнює 6,25 грн за 1 дол., і уклавши форвардний контракт на купівлю доларів, інвестор може бути впевненим, що через рік він отримає 6600000 / 6,25 = 1056000 дол.

Як бачимо, доход у гривнях є дещо більшим у зв'язку з вищими процентними ставками. Однак увесь виграш може бути втрачений, оскільки майбутній курс вищий за теперішній і інвестору потрібно буде більше гривень заплатити за долар. Отже, більші процентні ставки ще не гарантують більшого прибутку, оскільки навіть у безризикових ситуаціях втрати, пов'язані із зміною майбутнього курсу, можуть перекривати можливий виграш від різниці процентних ставок. Зауважимо, якщо внутрішні процентні ставки тривалий час перекривають курсову різницю, то ми матимемо так звану грошову машину (постійне отримання прибутку шляхом реінвестування).

Отже, одним з наслідків взаємодії та взаємовпливу валютного курсу та процентних ставок є так званий ***паритет процентних ставок***, згідно з яким різниця в про-

центних ставках має дорівнювати процентній різниці між форвардним та спотовими курсами*, що можна записати у вигляді формули

$$(1+i_{UH})/(1+I_{\$}) = (f_{UH/\$})/(s_{UH/\$}).$$

(зміна в процентних ставках) *(зміна форвардного курсу відносно спотового)*

Валютні премії. Розглянемо тепер, як валютні премії пов'язані із змінами спотових курсів при торгівлі валютою. У разі відсутності ризику форвардні курси фактично залежать від того, на які спотові курси очікують агенти ринку. Наприклад, річний форвардний курс гривні відносно долара 6,25 означає, що торговці валютою через рік очікують спотовий курс на рівні 6,25. Якщо ж з якихось міркувань переважатимуть очікування, що курс буде вищим (наприклад, 6,5), то, очевидно, буде все менше бажаючих укладати форвардний контрант для купівлі гривні за долари за ціною 6,25 (купівля 6,5 млн грн за курсом 6,5 потребуватиме 1 млн дол., водночас за курсом 6,25 - 1,04 млн дол. з неминучими втратами).

Тому згідно з ***теорією очікувань*** стосовно валютного курсу зміна форвардного курсу щодо спотового має дорівнювати очікуваним змінам у спотовому курсі:

$$(f_{UH/\$})/(s_{UH/\$}) = E(s_{UH/\$})/s_{UH/\$}.$$

(зміна форвардного курсу відносно спотового) *(очікувані зміни у спотовому курсі)*

---

* Інакше неодмінне перетікання капіталів у країну з вищою прибутковістю.

Тим самим ми також маємо прояв так званого міжнародного ефекту Фішера:

$$(1+i_{\text{UH}})/(1+I_{\$}) = E(s_{\text{UH/\$}})/s_{\text{UH/\$}}.$$

(зміна в процентних ставках) *(очікувані зміни у форвардному курсі)*

Зміни в обмінному курсі та рівні інфляції. Розглянемо третю пару взаємодії - зміни у спотовому обмінному курсі та рівні інфляції. Припустимо, що торговець помічає, що певний товар може купуватись чи продаватись у Нью-Йорку по 10 дол. за одиницю, а Києві - по 60 грн за одиницю. Тоді він, купивши товар по 10 дол. у Нью-Йорку, продасть його у Києві по 60 грн, і, обмінявши 60 грн за поточним курсом 5,5, отримає доход у 10,9 дол., тобто прибуток становитиме 0,9 дол. за одиницю товару. Звичайно, треба врахувати транспортні, страхові та митні витрати (якими тут нехтуємо). Проте саме завдяки арбітражним можливостям ціна певного товару вирівнюється з часом у різних країнах. Товари, які можна купити дешевше за кордоном, звичайно можна буде імпортувати, що сприятиме зниженню ціни на подібні вітчизняні товари. Так само, якщо вітчизняні експортноспроможні товари дешевші, ніж зарубіжні, то буде відбуватись стимуляція експорту з відповідним зменшенням цін на зарубіжні товари. Такий механізм називається *законом єдиної ціни* або *паритету купівельної спроможності*. Закон єдиної ціни гарантує, що зміни у рівнях інфляції мають бути "врівноважені" змінами у обмінному курсі. Наприклад, якщо очікується, що рівень інфляції у США 3%, а в Україні 18%, то для того, щоб врівноважити ціну в доларах в обох країнах, потрібно розглянути

очікувані зміни у курсах, тобто відслідкувати схему, згідно з якою

$$E(1+\pi_{UH}) / E(1+\pi_{\$}) \quad = \quad E(s_{UH/\$}) / s_{UH/\$}.$$

(очікувані зміни в рівнях інфляції) — *(очікувані зміни у форвардному курсі)*

У нашому прикладі (після нескладних перетворень) дістанемо: 5,5 · (1,18/1,03) = 6,30, тобто очікуваний спотовий курс відрізняється від форвардного за нашими умовами.

Процентні ставки і рівень інфляції (ефект Фішера*). Як відомо, капітал завжди спрямовується туди, де вища реальна прибутковість. І у стані рівноваги для фінансових ринків очікувана реальна прибутковість однакова у різних країнах (рівновага капіталу вимагає рівності реальних процентних ставок у партнерських країнах). Тому номінальні процентні ставки на гроші відображають також очікувані рівні інфляції. З огляду на це як у США, так і в Україні очікується однаковий реальний рівень прибутковості, і відносні зміни у процентних ставках на гроші дорівнюватимуть очікуваним інфляційним змінам:

$$(1+i_{UH}) / (1+I_{\$}) \quad = \quad E(1+\pi_{UH}) / E(1+\pi_{\$}).$$

(зміна в процентних ставках) — *(очікувана зміна у рівнях інфляції)*

У нашому прикладі (1,2 / 1,05) = 1,1429, що не дорівнює (1,18 / 1,03) = 1,1456.

Очевидно, узагальнення для українського інвестора, у якого для інвестування в цінні папери є 1 млн грн, матимуть такий вигляд. Купивши безризикові українські активи (річні державні облігації)**, через рік інвестор от-

---

* Номінальні ставки процента в країні еквівалентні реальному прибуткові інвестора плюс очікуваний рівень інфляції.

** Припускаємо, що контракти за державними цінними паперами завжди виконуються і ніяка реструктуризація не допускається.

римає $(1 + i_{UH})$ млн грн. Альтернативним шляхом отримання прибутку є наступний:

1. За 1 млн грн купити на поточному валютному ринку долари, отримавши при цьому $1/s_{UH/\$}$ млн дол.

2. Отримані $1/s_{UH/\$}$ млн дол. покласти на доларовий депозитний сертифікат, за яким через рік інвестор одержить $(1/s_{UH/\$})(1+ i_{\$})$ млн дол.

3. Нарешті, продати $(1/s_{UH/\$})(1+ I_{\$})$ дол. на поточному форвардному валютному ринку і отримати $(1/s_{UH/\$})(1+ +I_{\$})\cdot f_{UH/\$}$ млн грн, де $f_{UH/\$}$ - встановлений на момент операції форвардний курс гривні за долар. Оскільки форвардний курс розглядається відносно моменту інвестування, то повна послідовність операцій розглядається як безризикова в доларових значеннях.

Який же шлях отримання прибутку обере інвестор, купуючи українські безризикові цінні папери чи американські активи з використанням форвардного ринку? Наприклад, якщо виконується співвідношення

$$(1+ i_{UH}) < (f_{UH/\$})/(s_{UH/\$})(1+ i_{\$}),$$

то інвесторові доцільно купувати американські активи.

Слід зауважити, що одержання прибутків через використання різних ринків можливе навіть без початкового капіталу - для цього досить отримати кредит (бажано на рівні тих самих внутрішніх процентних ставок) і після виконання контрактних угод у вказаній послідовності та отримання доходу (так звані арбітражні операції) повернути боргові платежі (з процентами) з отриманням прибутку. Якщо трансакційні витрати низькі, такий арбітраж може продовжуватись, поки не буде досягнуто *процентного паритету:*

$$(1+ i_{UH}) = (f_{UH/\$})/(s_{UH/\$})(1+ i_{\$}). \qquad (1)$$

Для фінансових ринків важливим є поняття форвардного дисконту, який визначається так:

$$fd = (f_{UH/\$} - s_{UH/\$})/(s_{UH/\$}).$$

Академія державного управління при Президентові України
БІБЛІОТЕКА

Якщо форвардний курс вищий від спотового, то це означає, що іноземна валюта стає дорожчою (або національна - дешевшою) на форвардному ринку порівняно з поточним. Інакше кажучи, форвардний дисконт на національну валюту означає відсотковий рівень девальвації національної валюти. Тобто якщо поточний курс є 5,5 грн за долар, а форвардний 6,5 грн за долар, то мається на увазі форвардний дисконт у 18%. Зауважимо, що якщо форвардний курс менший ніж спотовий (тобто у майбутньому очікується ревальвація національної валюти), мається на увазі форвардна премія. Таким чином, рівняння (1) можна переписати у вигляді

$$(1+ i_{UH}) = (1 + fd)\,(1+ i_{\$}), \qquad (2)$$

або

$$(1+ i_{UH}) = (1 + fd + i_{\$} + fd \cdot i_{\$}). \qquad (3)$$

У разі малих значень процентних ставок і форвардного дисконту* (що характерно для стабільних економік) рівняння (3) перетворюється на таке:

$$i_{UH} = fd + i_{\$}. \qquad (4)$$

(Також зауважимо, що при високих процентних ставках чи значній різниці спотового і форвардного курсів, що характерне для високого рівня інфляції, складова $fd \cdot i_{\$}$ вже не може бути відкинута.)

Приклади девальваційного впливу на процентну ставку

Указані паритети звичайно спостерігаються швидше в довгостроковому аспекті, ніж у короткостроковому. А політичні заходи короткострокової чи антикризової дії можуть вимагати від керівництва країни зовсім інших заходів. На деяких особливостях взаємодії валютного курсу

* Нагадаємо про перетворення процентів у десяткові дроби.

та процентної ставки спинимось більш докладно, оскільки саме вони забезпечують необхідне розуміння ефективного практичного застосування політичних заходів стабілізації та стимулювання економіки країни.

Спочатку наведемо деякі теоретичні зауваження. Високий девальваційний тиск на українську гривню в останні два роки ставив (і, очевидно, ставитиме) перед українським керівництвом завдання захисту національної валюти, одним з монетарних інструментів якого є підвищення процентної ставки. Зрозуміло, що негативним наслідком таких заходів є зниження інвестицій і доходу країни. Водночас альтернативою політики "захисту" валюти може стати пом'якшення монетарної політики (розширення пропозиції грошей та зниження процентної ставки) для прискореного кредитування економіки і економічного зростання. Проте навіть якщо керівництво країни і визначиться з альтернативою "захист національної валюти чи зниження процентної ставки", зовсім не очевидними будуть результати, які можуть навіть суперечити очікуванням. Так, девальвація може знизити тиск на валютних ринках, що дасть можливість збалансувати не тільки попит і пропозицію валюти, а й стимулювати внутрішнє виробництво і зовнішню торгівлю. Разом з тим девальвація може сприйматись як посилення дестабілізаційних виявів, внаслідок чого підвищиться процентна ставка з несприятливим впливом на виробництво. І розуміння базових чинників валютної нестабільності вкрай принципове для визначення стабілізаційних заходів державної політики.

Продемонструємо ці теоретичні положення на прикладах проявів і розгортання валютних криз у різних країнах.

У 1992-94 рр. у цілому ряді європейських країн розгортались кризи на валютних ринках, в тому числі спричинені спекулятивними чинниками, що змушувало уряди країн відшукувати ресурси та інструменти підтримки своєї

валюти. Першочергово уряди намагалися стримати тиск на національні валюти перевіреним заходом - підвищенням процентної ставки. Однак унаслідок скорочення реального сектора західноєвропейські уряди через певний час "відпустили" валютні курси і використали можливість для зниження процентних ставок. Коливання як курсу, так і ставок (у межах кризового вияву) були значними (рис. 2, 3). За відносно короткий період процентна ставка, наприклад в Італії, зросла з 12% у передкризовий період до 18% під час кризового "піку", знизившись після встановлення рівноваги до 9% у наступні місяці (рис. 2). В Англії завдяки стрімкій девальвації знизилися процентні ставки вдвічі - до 5% у післякризовий період (рис. 3). Позитивним також було те, що в обох випадках вплив послаблення національної валюти на рівень внутрішніх цін був мінімальним.

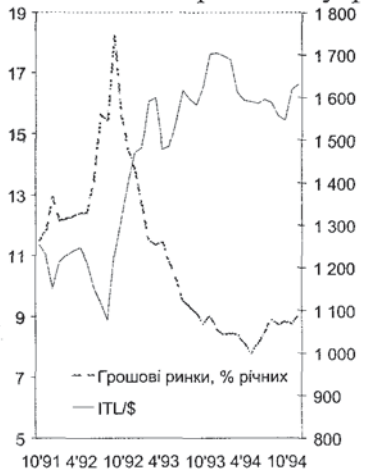


*Рис. 2. Італія: валютний курс ліри до долара та процентна ставка на грошових ринках (ліва шкала)**

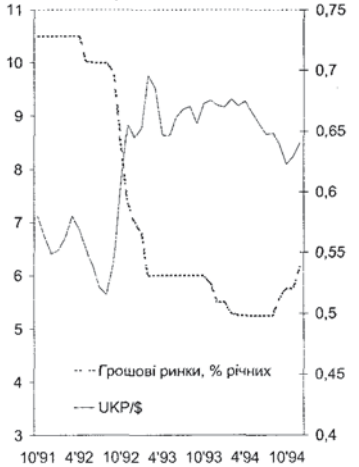


*Рис. 3. Великобританія : валютний курс фунта до долара та процентна ставка на грошових ринках (ліва шкала)**

* Дані взяті з [14].

Як показав розвиток подій на валютному та грошовому ринках Європи у 1992-94 рр., дійсно доцільною може бути девальвація національної валюти разом зі зниженням процентних ставок, що дає змогу економіці як розширити виробництво через стимулююче кредитування, так і підвищити конкурентоспроможність на зовнішніх ринках. При цьому звичайно досягалось одне з найважливіших завдань - зниження негативного тиску на національну валюту.

Таким чином, послаблення "підтримки" національної валюти у Європі спричинило:

- зниження процентної ставки;
- стримання інфляційного тиску;
- зростання виробництва.

Однак у низці країн, що розвиваються, ситуація була зовсім іншою. Наприклад, у Мексиці в грудні 1994 р. уряд оголосив про впровадження політики контрольованої девальвації (як реакція на напруження на валютних ринках країни). Проте по-справжньому захистити песо вдавалося тільки протягом кількох днів після оголошення нової курсової політики - подальші девальваційні хвилі разом зі стрімкими зростаннями процентних ставок (рис. 4) були не в змозі стримати навіть масовані фінансові допомоги з боку США та міжнародних фінансових інститутів. У подібній послідовності події відбувалися і в Бразилії на початку 1999 р. - масовані інтервенції центрального банку країни не втримали реал від 60% девальвації, що супроводжувалася зростанням процентних ставок (рис. 5) та інфляцією. В обох випадках лише "заспокоєння" на валютних ринках і встановлення нових паритетних курсів повернуло процентні ставки до "звичного" рівня.

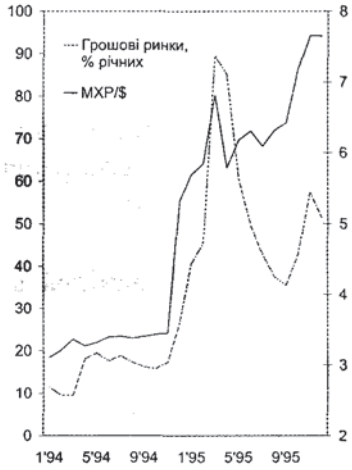


*Рис. 4. Мексика: валютний курс песо до долара та процентна ставка на грошових ринках (ліва шкала)**

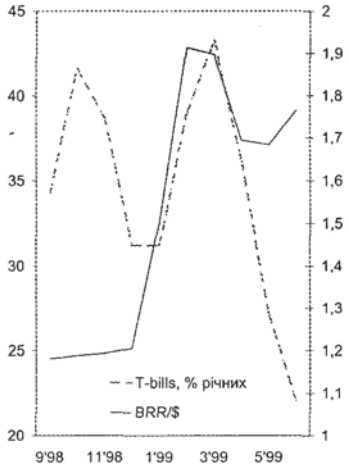


*Рис. 5. Бразилія: валютний курс реала до долара та процентна ставка на грошових ринках (ліва шкала)**

Таким чином, досвід низки країн Південної Америки показує, що послаблення національної валюти призводить до таких наслідків:

- зростання процентної ставки;
- підвищення інфляційного тиску;
- скорочення виробництва і зменшення доходу країни.

Тобто подібні явища та процеси у валютній політиці (девальвація національної грошової одиниці) у Європі та Латинській Америці протилежно впливали на вартість капіталу та рівень інфляції. Звичайно, найвагомішими чинниками виступають кваліфіковане та послідовне застосування інструментів валютної та грошової політики, а також раціональні очікування учасників ринків, які оцінюють поточні зміни як такі, що ведуть до стабілізації валют-

* Дані взяті з [14].

ного середовища, чи навпаки, призводять до його розбалансування. (Звичайно, слід пам'ятати, що вагомим чинником також виступають спекулятивні операції: у Англії саме вони були каталізатором розгортання валютної кризи.)

Проаналізуємо ситуацію в Україні. Продовження економічного спаду, слабка фінансова та фіскальна дисципліна, вкрай незадовільні темпи приватизації, відсутність структурних реформ та інституційного розвитку утримували високі ризики країни, і будь-які напруження на валютних ринках відразу позначалися і на процентних ставках як у середньо-, так і в довгостроковому аспекті (рис. 6, 7). Тобто узагальнення курсового та процентного взаємовпливу для України повністю збігаються з такими, які спостерігалися для країн Латинської Америки. Зробимо простий висновок: поки зберігатиметься невизначеність на валютних ринках України, немає можливості очікувати зниження вартості кредитування реального сектора, якими б гаслами чи закликами не оперувало керівництво країни.

*Рис. 6. Динаміка зміни курсу гривні (права шкала) та ставки кредитування економіки (відсоток річних)**

* За інформаційними даними НБУ, "Українських новин".

*Рис. 7. Динаміка зміни курсу гривні (права шкала) та ставки кредитування економіки (відсоток річних), 01'2000-04'2000**

Зауважимо, що після виходу України на міжнародні ринки останні також відіграють роль індикатора економічного середовища та його ризиковості. Одним з найвагоміших критеріїв довіри до країни у світовій практиці є вартість чи доходність міжнародних активів. Українські євробонди демонструють високу негативну "стійкість" - доходність 120-150% євробондів, які мали б погашатися в 2001 р., утримувана з другої половини 1999 р. (рис. 8), означала нульовий рівень довіри. Тобто міжнародні інвестори вже за півроку були впевнені у наближенні кризових явищ на українських фінансових ринках і вірогідній так званій реструктуризації. (Зауважимо, що у середині січня 2000 р. доходність євробондів, що мали погашатись навесні, досягла 700% і продовжувала зростати аж до офіційного проголошення "реструктуризації.")

*За інформаційними даними НБУ, "Українських новин".

*Рис. 8. Динаміка курсу гривні та доходність (спред) українських євробондів (права шкала), вересень 1999 - березень 2000**

Причому економічна і соціально-політична ситуація в Україні, на думку західних інвесторів, змінювалась незначно. Так, ні президентські вибори (жовтень-листопад 1999 р.), ні скандальні публікації в Financial Times (кінець січня - лютий 2000 р.) помітно не вплинули на очікування зарубіжних інвесторів (див. рис. 8). Лише призначення нового Прем'єр-міністра внесло позитивне пожвавлення. Однак зниження кредитного рейтингу України (внаслідок очевидної неможливості обслуговування своїх зобов'язань), парламентська криза, неврегульованість бюджету, нова девальваційна хвиля, безуспішні переговори з місією МВФ, що відбулася відразу після Нового року, означали подальше зниження довіри до України. Звичайно, вдала реструктуризація зовнішніх боргів у березні 2000 р. надала Україні ще один шанс впорядкувати свої державні фінанси, і за кілька років можна буде оцінити їх успішність.

* За даними "Українських новин", Bloomberg.

Цікаво, що настрої представників національного бізнесу повністю відповідали очікуванням західних інвесторів (рис. 9) - різниця у процентних ставках кредитування української економіки у національній та міжнародній валютах, яка є досить надійним індикатором ризиковості вітчизняного економічного простору, повністю повторює динаміку доходності євробондів (рис. 9).

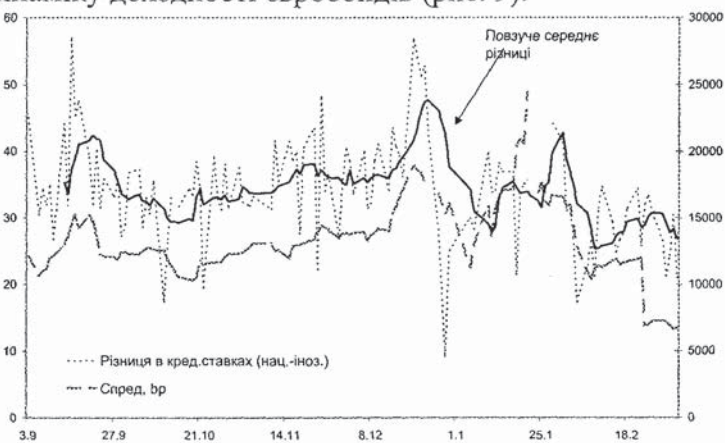


*Рис.9. Динаміка ставок кредитування економіки (різниця ставок кредитування у національній та іноземній валютах) і доходність (спред, права шкала) українських євробондів**

Зауважимо, що внутрішній фінансовий ринок позитивно не прореагував ні на зниження ставки рефінансування та ломбардної ставки, ні на норми резервування, починаючи з лютого. Слабкість фінансових ринків не стимулює ні активізацію кредитування реального сектора, ні фондове наповнення, а надлишок ліквідності, безперечно, підвищує ризик нової девальваційної хвилі.

Звичайно, НБУ у періоди припливу капіталів мав би проводити так звані інтервенції, викуповуючи надлишок

* За даними "Українських новин", Bloomberg.

пропозиції валюти. Очевидно, приплив капіталів сприяв стабільності валютного курсу, водночас напруження на валютних ринках призводили до необхідності продажу доларів для підтримки гривні (рис. 10, 11). Так само приплив ресурсів сприяв зниженню процентних ставок і проведенню стимулюючої монетарної політики (рис. 12).

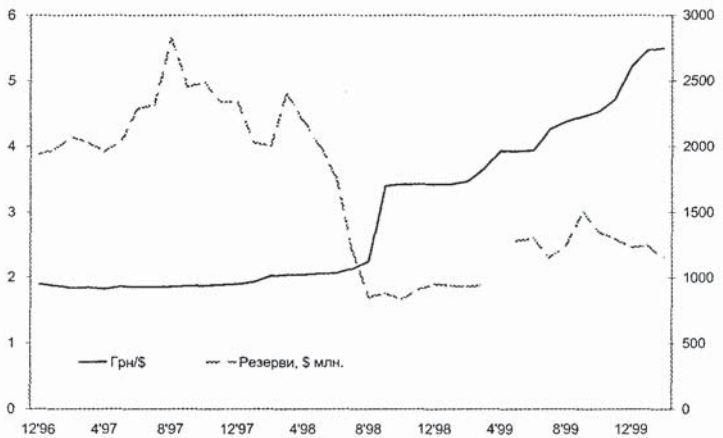


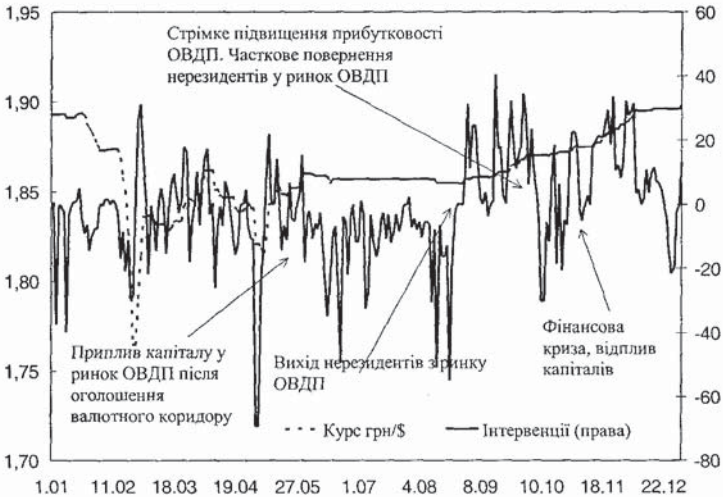
*Рис. 10. Динаміка курсу гривні (ліва шкала) та валових резервів НБУ, млн грн**

Як зазначалося, іншим виявом розгортання валютних криз є втрата міжнародних резервів країни, спричинена необхідністю проведення валютних інтервенцій для підтримки національної грошової одиниці. Проте навіть масовані інтервенції не захищають національну валюту від обвалів. Стосовно України у 1996-97 рр. НБУ вдавалося утримувати гривню у визначеному валютному коридорі, не допускаючи високих коливань курсу. Проте висока прибутковість облігацій внутрішньої позики призвела до припливу портфель-

*За інформаційними даними НБУ, "Українських новин".

них інвестицій в Україну, внаслідок чого підвищилися валютні резерви (див. рис. 10).

Підкреслимо при цьому, що покращання відбилося практично на всіх показниках монетарної політики (рис. 11-14).



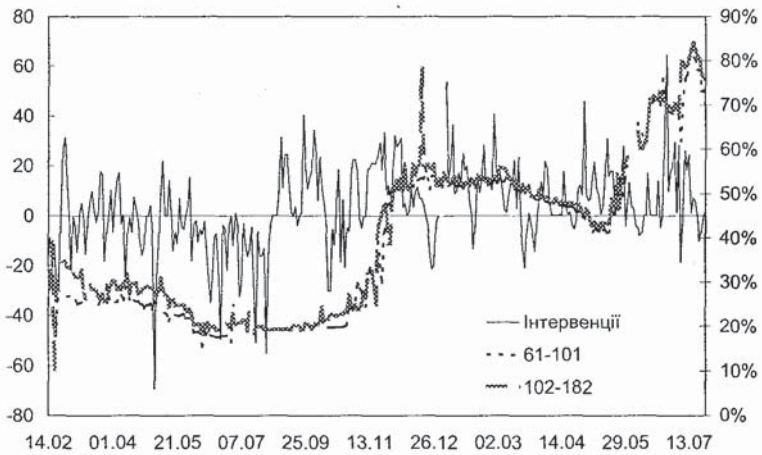
Негативні інтервенції означають купівлю доларів центральним банком.

*Рис. 11. Інтервенції НБУ на УМВБ з підтримки курсу, 1997 р. $ млн**

З огляду на це необхідно звернути увагу на рівень покриття грошової бази міжнародними резервами - один з найвагоміших індикаторів наближення валютної кризи. Згідно з "кривою валютних криз", побудованою в Інституті економічного аналізу (Москва), для країн, що пережили в останні роки валютні кризи чи спекулятивні ата-

*За інформаційними даними НБУ, "Українських новин".

ки [3; 4], темпи ймовірної девальвації національної валюти безпосередньо пов'язані з рівнем забезпечення (покриття) валютними резервами грошової бази. В країнах з високим рівнем покриття (близько 100%) темпи девальвації не перевищували 15-25%, а в країнах, де забезпеченість бази резервами менше від 70%, темпи девальвації можуть досягати 45-85%. Україна у 1998-2000 рр. "довела" справедливість цієї тези (рис. 14).



Негативні інтервенції означають купівлю доларів центральним банком.

*Рис. 12. Динаміка інтервенцій НБУ, $ млн, і прибутковості вторинного ринку ОВДП (відсоток річних) за днями до пагашення, період: 1997 р. - липень 1998 р.**

*За інформаційними даними НБУ, "Українських новин".

*Рис. 13. Інтервенції НБУ на УМВБ і чисті міжнародні валютні резерви НБУ, 1997 р.**

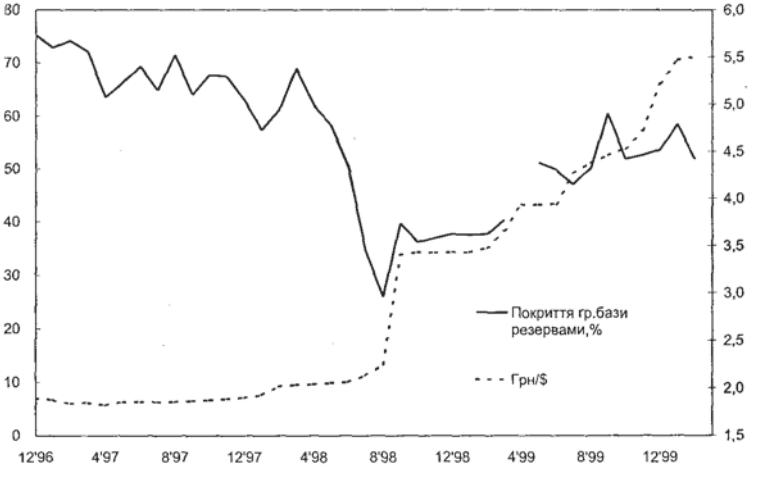


*Рис. 14. Частка валових резервів у грошовій базі, % (права шкала)**

*За даними "Українських новин".

Зауважимо, що відкладання "на майбутнє" девальвації шляхом валютних інтервенцій здебільшого не має тривалого успіху. З допомогою простої макроекономічної моделі можна пояснити недосконалість механізму "відкладання" на валютних ринках (рис. 15). Тимчасові заходи щодо підтримки національної валюти шляхом валютних інтервенцій за відсутності реформувань, що підвищували б інвестиційну привабливість країни, означають лише "накопичення" девальваційного тиску. Загальний результат може виявитись навіть гіршим, ніж той, якого керівництво країни намагається уникнути - внаслідок подальшої втрати міжнародних резервів девальваційний шок буде більш руйнівним для економічного середовища.

Рис. 15. Проблема девальвації національної валюти за валютної кризи

"Вартість" антикризових заходів досить чітко проявляється при аналізі наслідків стримування шокового девальваційного тиску у країнах Латинської Америки. Починаючи із середини 1997 р., країни Південної Америки практично постійно перебували під тиском різноманітних зовнішніх шоків та криз. Спочатку - фінансова криза в Південно-Східній Азії, далі - погіршення умов торгівлі, спричинене падінням цін на нафту, метали, сільськогосподарську продукцію (в цей же період регіон потерпав від серії природних катаклізмів - вулканів, землетрусів, нищівних ураганів); нарешті - російська криза влітку-восени 1998 р. з масовим відпливом капіталів з ринків, що розвиваються. Очевидно, що країни намагалися захистити себе від руйнівної дії зовнішніх шоків, застосовуючи різноманітні інструменти монетарної та валютної політики. Оцінка таких захистів є вкрай корисною для збагачення досвіду застосування антикризових заходів.

У табл. 1 наведені зміни у міжнародних резервах, обмінному курсі та процентних ставках з травня 1997 р. по жовтень 1998 р. у країнах Південної Америки [12]. Причому тут доцільне виділення трьох часових інтервалів залежно від виду зовнішніх шоків. Зауважимо, що визначені країни застосовували різні режими валютних курсів: повністю фіксованого (Аргентина - валютна рада, Панама), повзучої прив'язки (Бразилія, Чилі, Колумбія, Уругвай), керованого гнучкого (Мексика, Перу). І деякі висновки-наслідки видаються цікавими.

Як видно з табл. 1, першим наслідком є те, що країни використовували гнучкість валютного курсу досить обережно - девальвація слугувала лише для утримання курсу відповідно до рівня інфляції. Навіть Чилі, що постраждала від значного падіння цін на мідь, стримувала девальваційні тенденції. І тільки Мексика та Колум-

бія дозволили своїм національним валютам значно подешевшати.

Другим наслідком є те, що країни для захисту своєї валюти "агресивно" використовували політику процентних ставок. Бразилія суттєво підвищила процентні ставки у період азіатських та російських фінансових крахів. Чилі, Мексика, Перу значно підвищували свої ставки у періоди торговельних криз та російської кризи.

Третім наслідком є те, що найменше процентні ставки зростали у країнах з низькою гнучкістю режиму валютного курсу. В Аргентині та Панамі процентні ставки не зазнали суттєвих змін. На противагу цьому країни з плаваючим режимом (Мексика, Перу) допускали високий рівень флуктуації. Те саме стосується Чилі з її режимом повзучої прив'язки.

Таблиця 1

Резерви, обмінний курс та процентні ставки за кризових виявів, відсоток зміни*

Країна*	Криза								
	Азіатська 05'97-11'97			Торговельна 12'97-07'98			Російська 07'98-10'98		
	*d*R	*d*E	*d*i	*d*R	*d*E	*d*i	*d*R	*d*E	*D*i
Аргентина	4,4	0	2,4	0,8	0	-2,13	0,98	0	0,81
Бразилія	-12,11	33,56	18,68	33,79	4,12	-15,31	-40,45	2,65	17,66
Чилі	10,72	3,91	6,5	-16,3	5,78	8,29	3,66	-0,58	2,15
Колумбія	-2,38	21,06	0,26	-8,57	5,96	8,76	...	12,87	0,89
Мексика	10,25	3,69	1,26	10,01	10,32	1,16	-3,17	13,9	12,94
Панама	-39,94	0	-0,26	13,05	0	0,03	-2,37	0	-0,09
Перу	4,89	1,87	-0,94	0,64	7,33	7,6	-3,9	4,78	12,44
Уругвай	22.08	5,82	-1,77	9,47	4,94	-6,42	…	1,4	8,82

* За даними [12].

Потоки капіталів - найвагоміші чинники валютного курсу

Традиційно торговельний надлишок розглядається як позитивний чинник підтримки національної валюти, джерело поповнення міжнародних резервів і виконання

зовнішньоекономічних зобов'язань країни, а торговельний дефіцит чи дефіцит рахунку поточних операцій спричиняє негативний тиск на динаміку валютного курсу. Разом з тим в останні роки у зв'язку з широкою лібералізацією потоків капіталів ситуація значно змінилася - торговельний надлишок практично не має ніякого значення для стабільності національної валюти. Як видно з табл. 2, приватні іноземні інвестиції (і, зокрема, прямі іноземні інвестиції) у країни світу, що розвиваються, більш ніж на порядок перевищують рівень рахунку поточних операцій платіжного балансу (отже, саме від них залежить і рівень тиску на національну валюту).

Таблиця 2

Економіки країн світу, що розвиваються, млрд дол. США*

Показник	1998	1999 (о)	2000 (п)
Сальдо рахунку поточних операцій платіжного балансу	-10,1	8,3	-15,7
Чистий приплив приватних капіталів	147,8	148,7	193,1
Прямі інвестиції	117,9	138,8	119,8
Портфельні інвестиції	13,7	17,0	33,7
Резерви (- = збільшення)	-42,2	-52,0	-74,5

* За даними [9; 11; 14].

Указаний глобальний вияв повною мірою належить до "регіональних" рівнів - тенденція ринків Європи, що розвиваються, збігається зі світовою (табл. 3). Причому втрачають свою значимість спрямовані ресурси офіційних фінансових інститутів та кредиторів (МВФ, Світовий банк, ЄБРР тощо) як за обсягами, так і за впливом на поведінку приватних інвесторів.

Таблиця 3

Європейські економіки, що розвиваються, млрд дол. США*

Показник	1998	1999 (о)	2000 (п)
Сальдо рахунку поточних операцій платіжного балансу	-16,0	-1,6	-6,9
Чистий притплив приватних капіталів	35,1	31,9	32,5
Прямі інвестиції	12,3	14,7	15,9
Портфельні інвестиції	3,6	3,6	3,5
Чистий приплив офіційних капіталів	8,1	3,0	4,4
Резерви (- = збільшення)	-1,9	-9,3	-7,7

* За даними [9; 11; 14].

Домінування потоків приватних капіталів у встановленні рівноважних валютних курсів підтверджується практикою країн, що розвиваються, незалежно від режиму валютного курсу. Тому практично всі східноєвропейські країни, і насамперед ті, які беруть участь у європейському процесі, важливе місце у своїй економічній політиці відводять створенню привабливого інвестиційного середовища, що стимулювало б приплив капіталів у економіку, які не тільки сприяють впровадженню нових технологій та менеджменту, а й створюють умови для стабільної і передбачуваної динаміки валютного курсу. При цьому навіть через високий рівень дефіциту рахунку поточних операцій у структурі ВВП не виникають проблеми з його фінансуванням (у тому числі за рахунок лише прямих інвестицій, табл. 4): країни з успішним реформуванням, у тому числі і країни "другої хвилі" приєднання до ЄС, хоча і втратили у 1998-99 рр. низку ринків у Східній Європі та країнах СНД внаслідок російської кризи, погіршивши свої торговельні баланси (див., наприклад, табл. 4, 5), продовжували політику залучення капіталів і зберегли стабільність своєї національної валюти.

Таблиця 4

Платіжний баланс Болгарії, млн дол. США*

Показник	1998	1999 (о)	2000 (п)
Сальдо рахунку поточних операцій платіжного балансу	-118	-650	-820
Прямі інвестиції	537	500	900
Резерви (- = збільшення)	-461	-400	-564

* За даними [9; 11; 14].

Таблиця 5

Рахунок поточних операцій платіжного балансу, % ВВП*

Країна	1998	1999 (о)	2000 (п)
Латвія	-11,1	-10,7	-9
Литва	-12,1	-10,9	-11,1
Словаччина	-10,1	-7,8	-5,8

* За даними [9; 11; 14].

Україна в цьому контексті не є винятком. У 1997 р., незважаючи на економічний спад, що продовжувався, і негативне торговельне сальдо внаслідок високого припливи портфельних інвестицій на ринок ОВДП, валютний курс залишався досить стабільним при одночасному зростанні резервів центрального банку. У другій же половині 1999 р. ні економічне пожвавлення, ні стрімке покращання зовнішньоторговельного сальдо не змогли втримати гривню від нового обвального падіння (див. рис. 1-4,14). Звичайно, чи не найголовнішою причиною цього є втрата резервів у попередній період, а також недовіра іноземних інвесторів до українського економічного середовища, послідовності економічної політики, що і стримували приплив капіталів у економіку.

Загалом країни, де було успішним реформування (і такі, що зуміли спрямувати іноземні капітали у національну економіку), не мали негативних наслідків своєї валютної політики (рис. 16-17) на противагу таким, що були непослідовними в перетвореннях (затримка приватизаційних та реструктуризаційних процесів), а тому зазнали валютної кризи, ризик якої залишається високим (рис. 10, 14, 18, 19). (Зауважимо, що румунська динаміка повністю нагадує українську, а причиною поширення валютних кризових проявів у цих країнах є слабкі успіхи у структурних та інституційних перетвореннях).

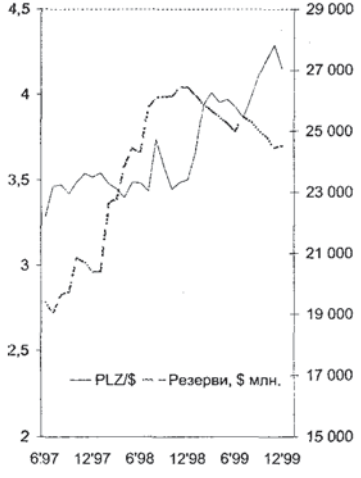


*Рис. 16. Польща: валютний курс злотого до долара та міжнародні резерви (права шкала)**

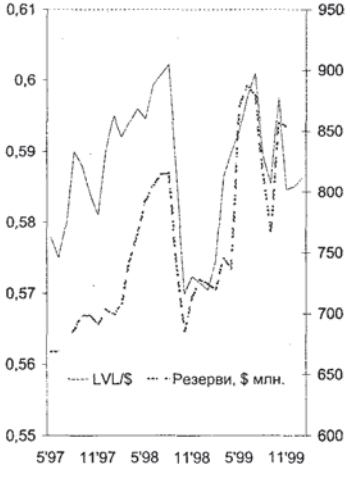


*Рис. 17. Латвія: валютний курс лата до долара та міжнародні резерви (права шкала)**

*За даними [11; 14].

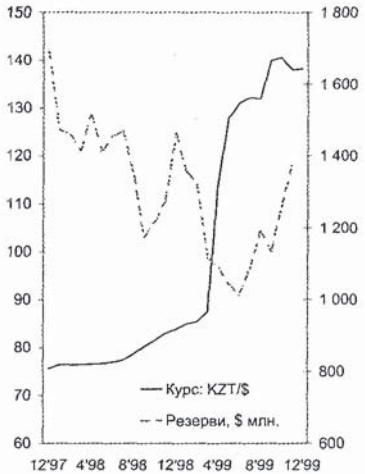


*Рис.18. Казахстан: валютний курс тенге до долара та міжнародні резерви (права шкала)**

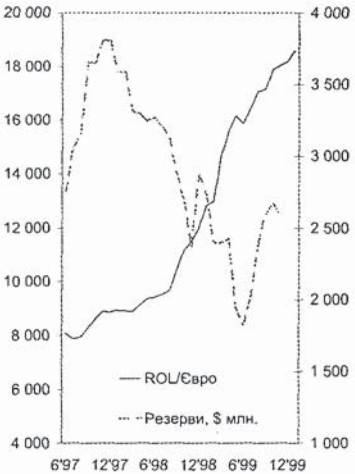


*Рис. 19. Румунія: валютний курс леї до долара та міжнародні резерви (права шкала)**

Нагадаємо, що з погляду "якості" капіталів для підтримки національної валюти прямі іноземні інвестиції є найбільш надійним і привабливим джерелом порівняно з короткотерміновими "гарячими грошима", що легко залучити в країну, проте їх легко можна повернути назад, як тільки економічні умови погіршаться або власники ресурсів вважатимуть, що вони можуть погіршитись найближчим часом. Серед боргових потоків коштів найбільш стійкими є кредити офіційних інвесторів, які, маючи низьку вартість, не надто чутливі до короткотермінових змін, однак можуть пов'язуватись з політичними вимогами. Очевидно також, що кредити міжнародних та великих іноземних банків є більш стійкими, ніж портфельні інвестиції інших фінансо-

*За даними [11; 14].

вих установ чи приватних інвестиційних фондів. Проте в разі появи симптомів наближення валютної чи боргової кризи навіть значні міжнародні резерви не здатні протистояти кризовим розкручуванням, оскільки зростаючі ризики і недовіра спричинюють надзвичайно швидке "вимивання" існуючих у країни фінансових ресурсів практично незалежно від їх структури та джерела походження.

Безумовно, приплив капіталів на ринки, що розвиваються, залежить також від економічної ситуації в розвинутих країнах - основних донорах приватних фінансових ресурсів. Прогноз продовження економічного зростання у США, відновлення зростання в країнах Європейського Союзу і очікування глобального покращання економічного середовища створюють надійну основу розширення припливу капіталів на ринки, що розвиваються. При цьому на перше місце висуваються не стільки безпосередньо показники економічного зростання (ВВП, доход), скільки довіра інвесторів до політики держави, прогнозованості економічного середовища. Стосовно таких ринків, як в Україні, необхідно зауважити, що тільки широка відкрита ефективна приватизація, яка супроводжується структурними реформами та інституційним будівництвом, здатна закласти надійний фундамент припливу капіталів, посилить впевненість інвесторів у незворотності ринкових перетворень, що, в свою чергу, гарантуватиме міцність національної валюти.

Контрольні запитання та завдання для самостійної роботи

1. Назвіть характерні відмінності режиму плаваючого (гнучкого) валютного курсу від режиму фіксованого.

2. Якими чинниками може бути викликане зростання пропозиції іноземної валюти? Як таке зростання пропозиції вплине на курс та рівень міжнародних резервів країни за різних режимів валютного курсу? Поясніть за допомогою діаграм.

3. Припустимо, що національна валюта зазнає девальваційного тиску. Якщо центральний банк утримує фіксований курс, то яким чином цей тиск буде відображено в процентних ставках, міжнародних резервах?

4. За якого режиму валютного курсу помилки і недоліки економічної політики виявляться раніше? Чому?

5. Депозитна річна ставка у США 5%, в Україні 20%, поточний курс - 5,5 грн за долар, форвардний річний - 6,5 грн за долар. Маючи 1 млн грн, якому з безризикових депозитів ви б віддали перевагу?

6. За яких умов можливе існування "грошової машини"?

7. Порівняйте механізм ефекту Фішера та міжнародного ефекту Фішера отримання прибутку. Яким би активам ви віддали перевагу при інвестуванні?

8. Назвіть позитивні та негативні наслідки девальвації для економіки країни (платіжного балансу, інвестицій, обслуговування зовнішніх боргів).

9. Якщо темпи нарощування грошової бази перевищують темпи зростання міжнародних резервів, що можна очікувати від динаміки валютного курсу?

10. Порівняйте кризові прояви курсу та процентних ставок у Європі та в Латинській Америці (див. рис. 2-5). Чим можна пояснити різницю?

11. Проаналізуйте наслідки припливу-відтоку капіталів в Україні у 1997-98 рр. (див. рис. 10-13). Як приплив впливав на прибутковість ринку ОВДП, на курс? Чому? Вкажіть вияв азіатської кризи 1997 р.

12. Як впливає негативне (позитивне) сальдо рахунку поточних операцій на валютний курс? Визначте також місце потоків капіталів у впливі на динаміку курсу.

13. Порівняйте динаміку курсу та міжнародних резервів країн успішного реформування (див. рис. 16, 17) з відповідною динамікою країн, що потерпали від валютних криз (див. рис. 18,19). Чим можна пояснити різницю?

14. Який вид потоків капіталів є найбільш сприятливим для довгострокового розвитку економіки. Чому? Які потоки капіталів домінують в Україні. Чому?

15. Яким заходам економічної політики ви б віддали перевагу для прискореного залучення капіталів в Україну? Відповідь обгрунтуйте.

Список використаної літератури

1. Бюлетень НБУ. - 1999.- № 9, 12.

2. *Домбровски М.* Причины финансового кризиса в Украине и возможные методы его преодоления // Финансовые риски. - 1998. - № 4.

3. *Илларионов А.* Критерии экономической безопасности // Вопр. экономики. - 1998. - № 10.

4. *Илларионов А.* Как был организован российский финансовый кризис // Вопр. экономики. - 1998. - № 11, 12.

5. Примара Європи: Аналіт. доп. / Наук. ред. В. Юрчишин. - К., 1999. - 100 с.

6. *Цеттельмейер Д., Ситрин Д.* Стабилизация: сравнение политики фиксированных и плавающих обменных курсов: Курс по финансовому программированию и макроэкономической политике. - К.: Ин-т МВФ, 1998. - Т. 3.

7. *Юрчишин В.* Макроекономічна стабілізація в Україні: факти, тенденції, проблеми. - К.: Вид-во УАДУ, 1999. - 256 с.

8. Approaches to exchange rate policy: choices for developing and transition economies / Eds. R.C. Barth, C.-H. Wong. - IMF, 1994.

9. *Bergsten C.* The Global Trading System and the Developing Countries in 2000 / Institute for International economics, Working Paper 99-6, 1999. - 14 p.

10. Capital Flows to Emerging Market Economies / Institute of International Finance (IIF), January 2000. - 12 p.

11. Economic & Financial Outlook / Deutsche Bank Research (DBR), January 2000. - 54 p.

12. *Gavin M.* Latin American Central Banks: Reticent to React / Latin-American Economic Policies. V.7, 1999.

13. *Hausmann R.* etc. Financial Turmoil and Choice of Exchange Rate Regime / Latin American Economic Policies, 1999. - 35 p.

14. International Financial Statistics / (IFS) IMF, January 2000. - 828 p.

15. World Economic Outlook. - IMF. - Sept. 1999.

Зміст

Режими валютного курсу 3
Базові залежності між рівнем інфляції, процентною ставкою та обмінними курсами 11
Приклади девальваційного впливу на процентну ставку 18
Потоки капіталів - найвагоміші чинники валютного курсу 33
Контрольні запитання та завдання для самостійної роботи 39
Список використаної літератури 41

Навчальне видання

Юрчишин Василь Володимирович

Монетарні та валютні ризики країн з перехідною економікою

Навчальний посібник

Відповідальна за випуск *Н.А. Гегеля*
Редактор *В.Г. Шевельова*
Комп'ютерна верстка *Н.Ю. Копайгора*
Коректор *Т.В. Пантелеймонова*

Підписано до друку 15. 06. 2000. Формат 60 х 84 $^{1}/_{16}$.
Тираж 500 прим. Обл.-вид. арк. 2,64.

Видавництво
Української Академії державного управління
при Президентові України
03057, Київ-57, вул. Ежена Потьє, 20.