339.747

Українська Академія державного управління
при Президентові України

Василь Юрчишин

Валютна політика країн з перехідною економікою

Навчальний посібник
до модуля "Міжнародна економіка
і стабілізаційна політика"

абонем

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

Київ
Видавництво УАДУ
2001

УДК 339.74
Ю 83

Схвалено Вченою радою Української Академії державного управління при Президентові України. Протокол № 58/12 від 21 грудня 2000 р.

Рецензенти:

І.В. Бураковський, доктор економічних наук, професор Національного університету "Києво-Могилянська Академія"

О.П. Романюк, кандидат економічних наук, доцент Української Академії державного управління при Президентові України

Ю 83 Юрчишин В.В.

Валютна політика країн з перехідною економікою: Навч. посіб. до модуля "Міжнародна економіка і стабілізаційна політика". - К.: Вид-во УАДУ, 2001. - 28 с.

ISBN 966-619-034-6

У посібнику розглядаються окремі питання розвитку валютної політики у країнах з перехідною економікою. Наводяться численні приклади динаміки валютних курсів та інших найважливіших макроекономічних показників, які безпосередньо впливають на курсоутворення та визначення валютної політики у країнах Центральної та Східної Європи, Латинської Америки, СНД та в Україні.

Призначений для слухачів, аспірантів, докторантів УАДУ.

УДК 339.74

ISBN 966-619-034-6

© В.В. Юрчишин, 2001

© Оригінал-макет.
Видавництво УАДУ, 2001

Вступ

Валютний курс та валютна політика належать до ключових характеристик економіки країни. І від стану та динаміки валютного курсу як у коротко-, так і довгостроковій перспективі залежать стабільність та привабливість економічного простору країни взагалі. Водночас макроекономічні ризики в багатьох аспектах сконцентровані у валютному курсі, тому успіхи чи прорахунки у впровадженні ефективної валютної політики мають безпосередній адекватний вплив на економічний розвиток країни.

У пропонованому посібнику розглядаються окремі аспекти розвитку валютної політики у країнах з перехідною економікою у кінці 90-х рр. Важливою особливістю цього періоду була ціла низка валютних криз у різних країнах світу, а також початок впровадження єдиної європейської валюти євро. На жаль, зарубіжний досвід, так само як і статистична інформація стосовно навіть найважливіших макроекономічних показників, все ще переважно недоступні для глибокого аналізу та дослідження в Україні. Тому поряд з теоретичними викладками розглядатимуться численні приклади валютної динаміки та розвитку валютної політики в країнах світу та в Україні, на яких базуватимуться питання для обговорення.

Особливості валютної політики в європейських країнах з перехідною економікою

Упровадження євро наприкінці 90-х рр. є характерною особливістю економічного середовища країн Європи, включаючи країни з перехідною економікою. Починаючи з 1 січня 1999 р., країни Європейського Союзу (ЄС), крім Данії, Великобританії та Швеції, мають спільну валюту - євро. Ще десять[1] країн Центральної та Східної Європи[2] (ЦСЄ) почали процес приєднання до єдиної Європи, тим самим, зорієнтувавшись щодо валюти також на євро. Розширення монетарного союзу означає, що країни можуть скористатись перевагами єдиного валютного простору, до яких належать:

- прозорість і стабільність цін;
- зниження торговельних та інвестиційних ризиків;
- покращання інформаційного середовища;
- підвищення мобільності робочої сили та капіталів;
- зниження трансакційних витрат.

Виграш країн також сприятиме покращанню координації монетарної та фіскальної політики у країнах для досягнення довгострокового зростання. Аналіз спрямуємо на вияви і розвиток валютної політики у європейських країнах з перехідною економікою. Україна ще перебуває тільки на початковому етапі впровадження стабілізаційної політики, тому досвід країн успішного реформування може сприяти і визначеності політики нашої держави.

З початком демократизації Європи роль ЄС для країн Центральної та Східної Європи (ЦСЄ) постійно зростала. Наприклад, експорт з ЦСЄ в ЄС у 1998 р. становив 114,8 млрд екю[3] і зріс в чотири рази порівняно з 1992 р. (28,3 млрд екю). Для порівняння: за цей самий період для вказаних країн загальний експорт за винятком експорту в ЄС зріс лише на 130%.

[1] Десятка країн для приєднання до ЄС: Болгарія, Естонія, Латвія, Литва, Польща, Румунія, Словаччина, Словенія, Угорщина, Чехія.

[2] Крім вказаної десятки до країн ЦСЄ також відносять Білорусь, Молдову, Росію та Україну.

[3] 1 екю = 1 євро.

Водночас третина зовнішньоторговельного обороту країн ЦСЄ припадає на країни ЄС (з нього приблизно половина - на Німеччину) і ще 31% - на зовнішню торгівлю країн ЦСЄ між собою. Частка ж Росії, США та Японії у зовнішній торгівлі досягала відповідно лише 8, 4 та 2%. Звичайно, з подальшим наближенням до ЄС і розширенням зони євро значення європейського партнерства буде тільки зростати.

Розширенню зв'язків сприяла інвестиційна діяльність. Так, на початок 1998 р. інвестори з країн ЄС вклали в регіон 27 млрд екю, причому 90% цієї суми - в Чехію, Угорщину, Польщу, Естонію та Словенію. У середньостроковій перспективі нижча вартість робочої сили, а також розширення місцевих ринків у поєднанні з політичною стабільністю мають стимулювати подальший приплив прямих інвестицій у регіон, що надасть додаткового імпульсу його розвиткові.

Проте навіть стрімкі та успішні перетворення не гарантують автоматичного приєднання країн ЦСЄ до єдиного монетарного союзу, про що часто розмірковують політики. Мінімальними необхідними передумовами інтеграції є стан і динаміка рівня інфляції, процентної ставки, бюджету, боргу та обмінного курсу. Причому обмінний курс виступає вже не тільки і не стільки критерієм готовності країни до входження у європейське співтовариство. Євро у недалекому майбутньому стане і "вітчизняною" валютою цих країн, тому ніякого пом'якшення у валютній сфері звичайно бути не може, що однаковою мірою стосується фіскальної і монетарної політики. Звичайно, різні країни впроваджують євро з різним успіхом (рис. 1, 2).

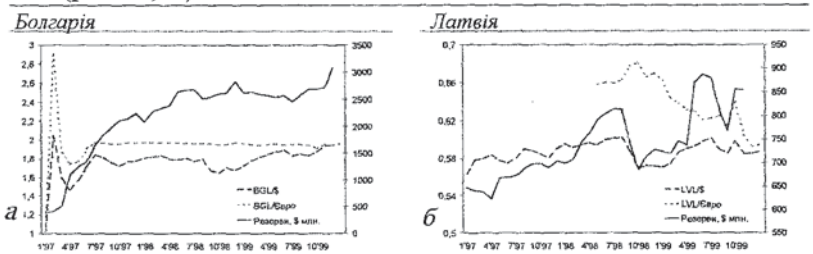
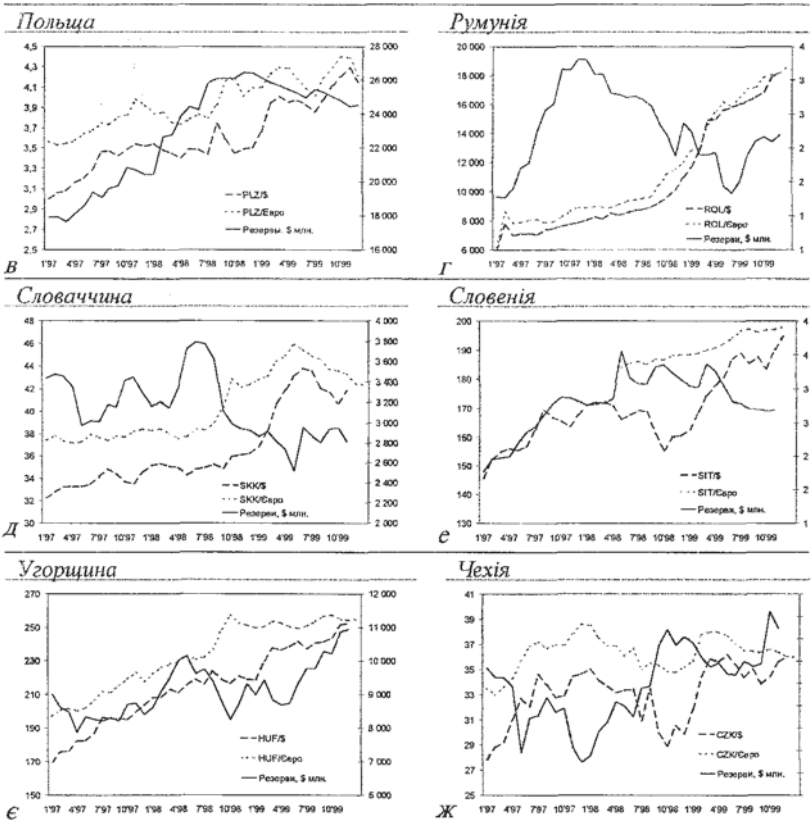


Рис.1. Валютний курс та резерви (права шкала) [19]:
а - Болгарія; б - Латвія; в - Польща; г - Румунія;
д - Словаччина; е - Словенія; є - Угорщина; ж - Чехія



Закінчення рис. 1

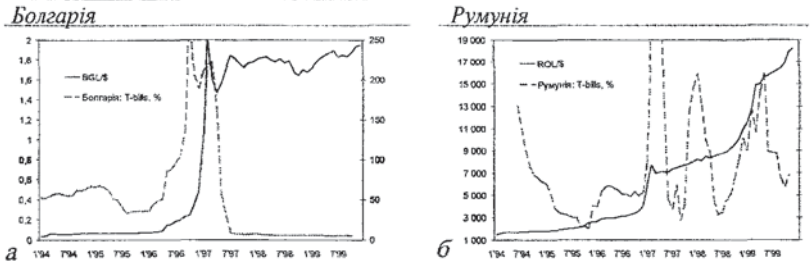
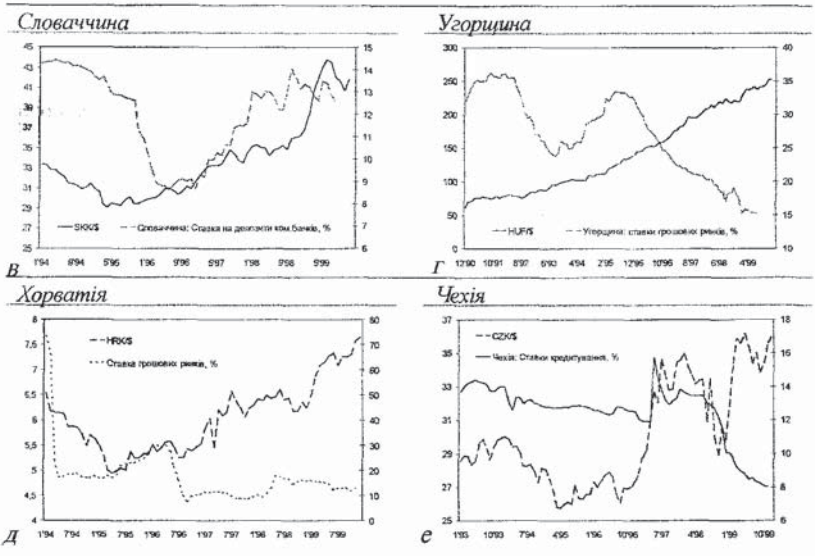


Рис.2. Курс та процентна ставка (права шкала) [19]: а - Болгарія; б - Румунія; в - Словаччина; г - Угорщина; д - Хорватія; е - Чехія



Закінчення рис. 2

Упровадження євро і зміни на фінансових ринках Європейського Союзу стимулювали і відповідні зміни в країнах ЦСЄ. Так, якщо у 1998 р. тільки 41% випущених бондів у країнах ЦСЄ було деноміновано у валютах країн ЄС, то на кінець 1999 р. вже 72% нових боргових зобов'язань деноміновано у євро, і перерозподіл відбувся за рахунок долара та йєни. Водночас слід мати на увазі, що навіть більшість зовнішніх боргів країн, які досягли найбільшого успіху (Польща та Угорщина), виражені в доларах, що, звичайно, обмежує доцільність їх переорієнтації з долара на євро, оскільки тільки-но курс євро знижується відносно долара, відразу підвищується вартість обслуговування зовнішніх боргів.

Однак на сьогодні використання євро у країнах ЦСЄ все ще обмежене тим, що ця грошова одиниця у вигляді банкнот та монет не з'явиться раніше 2002 р. Очевидно, що в найближчому майбутньому євро в цих країнах поступово витіснятиме долар як засіб платежу і як основну валюту міжнародних резервів (явище так званої євроїзації). Нагадаємо, що вже зараз євро використовується як валюта "прив'язки" чи "орієнтації" для більшості країн "десятки". Так, Болгарія та Естонія жорст-

ко прив'язали свою валюту до євро через валютну раду. Донедавна Польща була прив'язана до валютного кошика, де 55% становив євро, а з квітня 2000 р. перейшла в режим плаваючого курсу з метою ринкового встановлення рівноважного рівня злотого до євро. Угорщина, у валютному кошику якої для орієнтації форинта було 70% євро, з початку 2000 р. повністю переорієнтувалась на євро і має намір наслідувати Польщу, встановивши режим плаваючого валютного курсу для визначення рівноважного валютного курсу з допомогою ринкових механізмів. Так званий керований плаваючий курс у Чехії, Словаччині та Словенії насправді неформально зорієнтований на євро. Фактично тільки Литва залишає свій літ фіксованим відносно американського долара (4 літи за 1 долар), проте керівництво країни оголосило, що в найближчі два роки літ буде переорієнтований на євро. Розширення євро як валюти прив'язки означає і поступову переорієнтацію міжнародних резервів країн на євро. Проте очевидно, що така переорієнтація матиме характер лише поступових змін (на кінець 1998 р. у країнах з орієнтацією на євро лише 17,7% резервів було деноміновано у європейських валютах і 60,3% - у доларах).

Слід нагадати, що за рік з моменту впровадження євро девальвував відносно долара на 18%, англійського фунта на 15%, йєни на 21%. Очевидно, такий відносно значний стрибок означав тиск на валюти країн ЦСЄ (див. рис.1, а - ж), причому "напрямок" тиску залежав від ступеня прив'язки національної валюти до євро. Так, для Болгарії та Естонії зміни євро відносно долара не мали ніякого впливу на економічні відносини цих двох країн з країнами ЄС. Однак зниження національних валют відносно долара та йєни відразу сприяло підвищенню вартості імпорту (зокрема енергетичного, який традиційно оплачується в доларах) та обслуговування боргів. Водночас девальвація національної валюти позитивно впливали на експорт і підтримку конкурентоспроможності цих країн на зовнішніх ринках. Разом з тим Польща та Угорщина, у валютному кошику яких долар посідав досить значне місце, менше відчули коливання євро відносно долара, і валютна динаміка національних валют до євро характеризувалась більшою стабільністю. Проте оскільки інфляція залишалась як у Польщі, так і в Угорщині вищою, ніж у країнах ЄС, то конкурентоспроможність

певної товарної групи обох країн у Європі знизилася. Для інших країн, таких, наприклад, як Чехія, курс валюти яких у 1999 р. зріс відносно євро (крона за рік подорожчала на 6% незважаючи на те, що центральний банк кілька разів знижував процентні ставки), зменшення експорту супроводжувалось зростанням імпорту, що підвищувало внутрішнє споживання. Іншим позитивним наслідком ревальвації стало подешевшання обслуговування зовнішніх боргів.

Загалом для валютної політики країн, в яких реформування є успішним і таких, що зуміли спрямувати іноземні капітали в національну економіку (Польща, Угорщина, Естонія, Словенія тощо) в останні роки не існувало критичної загрози, на противагу таким, що були непослідовними в проведенні перетворень (затримка приватизаційних та реструктуризаційних процесів), а тому стикнулися з валютною кризою (Болгарія до 1997 р., Румунія; для останньої ризик кризи продовжує залишатись високим).

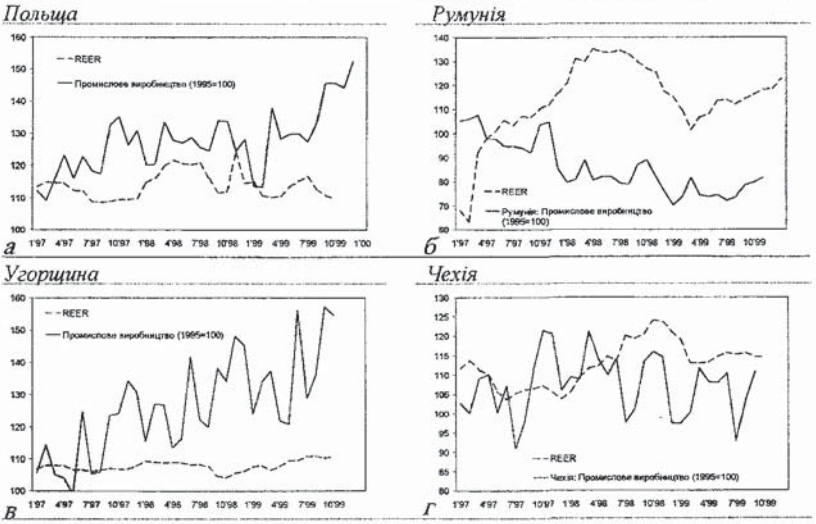


Рис. 3. Реальний ефективний обмінний курс (REER) та індекс промислового виробництва [19]: а - Польща; б - Румунія; в - Угорщина; г - Чехія

Взагалі, парадоксальним для більшості країн десятки "входження" в ЄС є те, що країни могли б схвалювати помірну девальвацію у середньостроковій перспективі. Значно нижчі темпи девальвації порівняно з рівнем інфляції призводять до підвищення реального ефективного обмінного курсу, що негативно впливає на динаміку промислового виробництва (рис. 3, а - г).

Вплив потоків капіталів на динаміку 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 - як чинник, що негативно впливає на динаміку валютного курсу. Разом з тим в останні роки у зв'язку з широкою лібералізацією потоків капіталів ситуація значно змінилася: практичне значення торговельного надлишку для стабільності національної валюти зменшується. Як видно з табл. 1, приватні іноземні інвестиції (і, зокрема, прямі іноземні інвестиції) як у країни світу, так і в європейські країни, що розвиваються, більш ніж на порядок перевищують рівень рахунку поточних операцій платіжного балансу (з огляду на це саме від них залежить і рівень тиску на національну валюту).

Таблиця 1

Європейські економіки, що розвиваються млрд дол. США [12; 13]

Показник	1998	1999	2000 (о)
Сальдо рахунку поточних операцій платіжного балансу	-15,8	1,9	12,0
Чистий приплив приватних капіталів	34,9	34,3	36,6
Прямі інвестиції	12,6	14,8	18,1
Портфельні інвестиції	3,9	1,5	3,0
Чистий приплив офіційних капіталів	8,8	0,8	1,3
Резерви (- = збільшення)	-1,9	-12,7	-23,1

Численні підтвердження домінування потоків приватних капіталів у встановленні рівноважних валютних курсів можна знайти у країнах, що розвиваються. Стосовно припливу капіталів виявляється, що чим успішніше країна реформує

свою економіку, тим легше їй залучати "необхідний" рівень зовнішніх інвестицій. Така тенденція характерна для більшості національних ринків, що розвиваються.

Більш того, приплив приватних капіталів практично не залежить від динаміки реального ВВП; у всякому разі, така динаміка вже не має вирішального впливу. Тому практично всі східноєвропейські країни, і, насамперед, залучені до участі в європейський процес, чільне місце в економічній політиці відводять створенню привабливого інвестиційного середовища, що стимулювало б приплив капіталів у економіку, які не тільки сприяють запровадженню нових технологій та нового менеджменту, але й створюють умови для стабільної і передбачуваної динаміки валютного курсу. При цьому навіть високий рівень дефіциту рахунку поточних операцій у структурі ВВП не призводить до виникнення проблем щодо його фінансування (можливо, навіть лише за рахунок прямих інвестицій, табл. 2).

Таблиця 2

Сальдо рахунку поточних операцій та прямі іноземні інвестиції, млн доларів [13; 19]

Країна, показник	1996	1997	1998	1999(о)	2000(о)
Болгарія					
CAB*	88	428	-118	-650	-820
NFDI**	138	507	537	500	900
Угорщина					
CAB	-1522	-864	-2089	-2300	-2400
NFDI	1791	1525	948	1200	1200
Мексика					
CAB	-2331	-7448	-15964	-14020	...
NFDI	9186	12830	10238	9500	...
Чилі					
CAB	-3512	-3728	-4144	-1475	-1980
NFDI	3445	3353	1842	5300	3400

**CAB - сальдо рахунку поточних операцій платіжного балансу*
***NFDI -чисті прямі іноземні інвестиції*

Країни, в яких реформування було успішним, у тому числі й країни "другої хвилі" приєднання до ЄС, хоча і втратили у 1998-1999 рр. низку ринків у Східній Європі та країнах СНД внаслідок російської кризи (погіршивши свої торговельні баланси), зуміли продовжити політику залучення капіталів і

утримати стабільність своєї національної валюти. Крім того, незважаючи на певні складності, обсяги капіталів залишаються високими, а їх портфель все більше набуває "продуктивного" інвестиційного вигляду (рис. 4).

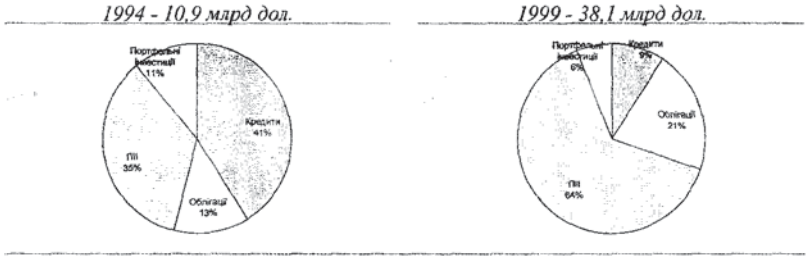


Рис. 4. Структура припливу приватних капіталів у країни Центральної та Східної Європи, % [11]

З 2000 р. та в найближчі роки очікується подальше збільшення припливу приватних капіталів у регіон. Насамперед це пов'язується з продовженням і розширенням (а в деяких країнах і започаткуванням) приватизаційних процесів та структурних перетворень. Офіційне рішення у грудні 1999 р. в Гельсінкі про запрошення шести країн регіону до членства в ЄС слугувало значним моральним і матеріальним поштовхом для подальшої економічної розбудови. Решта країн також зможуть виграти внаслідок загального покращання клімату довіри і сприяння, а також можливої переорієнтації частини ресурсів у ринки поза прямим впливом ЄС.

Досвід Польщі щодо зміни валютного режиму

Звернемось до аналізу економічної ситуації і чинників валютної політики у нашого найближчого західного сусіда в останні два роки. З 12 квітня 2000 р. в Польщі офіційно введений режим вільно плаваючого валютного курсу. До цього польський злотий був прив'язаний до кошика валют, що складався з євро (55%) і долара США (45%), із цільовою девальвацією у 0,3% щомісяця. При цьому злотий міг коливатися стосовно встановленого до кошика валют паритету у валютному

коридорі 15% в обидва боки (тим самим з огляду на визначений мінімальний контроль капіталів на практиці злотий і раніше наближався до "вільноплаваючого").

Режим прив'язки до валютного кошика (що існував раніше) ставав все більш недоцільним у міру того, як зовнішня торгівля Польщі все більше зорієнтовувалась на ЄС. У 1999 р. близько 70% торгівлі Польщі припадало на регіон дії євро і ще 15% - на країни регіону, що також використовують євро як валюту прив'язки. Більш того, згадане підвищення курсу долара США стосовно євро призвело до підвищення курсу злотого стосовно євро з осені 1999 р. у результаті значної частки долара США у валютному кошику. Безумовно, така тенденція негативно позначилася на торговельному балансі країни, насамперед з країнами Європи, оскільки експорт Польщі став більш дорогим і, що важливіше, ніж подешевшання імпорту. Зазначимо, що оскільки загальною тенденцією валютної політики східноєвропейських країн є послідовна орієнтація на євро, то вказані негативні прояви (в тому числі внаслідок зниження курсу євро відносно долара та інших валют) характерні для більшості країн регіону.

Валютні резерви країни залишаються на досить стабільному рівні. Незначне зниження обсягу резервів порівняно з початком 1999 р. (деномінованих у доларах, див. рис. 3) в основному пояснюється переоцінкою резервів, деномінованих в євро внаслідок його послаблення щодо долара. Більш високий рівень девальвації (близько 15% за 1999 р.) порівняно з інфляцією навіть дав змогу поліпшити реальний обмінний курс, що стимулювало розвиток промислового виробництва (див. рис. 15). Проте продовження припливу капіталів призвело до зміцнення злотого, особливо щодо євро.

Водночас ряд дослідників зазначають, що прийняття плаваючого режиму злотого чинитиме незначний вплив на дефіцит рахунку поточних операцій. Основна проблема полягатиме, як і раніше, у несприятливій структурі експорту Польщі (в якому значну частку становлять продукти харчування, сировина і продукти хімічної промисловості), внаслідок чого Польща не може скористатися всіма перевагами пожвавлення економі-

ки в ЄС. Більш дешевий злотий тільки незначно може сприяти збільшенню обсягів експорту з урахуванням жорсткої конкуренції з боку країн із низькими виробничими витратами. Тим самим незначна девальвація матиме лише короткостроковий позитивний ефект. Тільки значна девальвація злотого зможе підвищити цінову конкуренцію польського експорту, але найближчим часом такий сценарій розвитку подій малоймовірний, насамперед через необхідність утримання стабільної і прогнозованої динаміки валютного курсу як одного з фундаментальних критеріїв приєднання до ЄС.

Порівняльні показники валютного курсу країн Центральної та Східної Європи

Зауважимо, що рішення Польщі щодо режиму валютного курсу є непоодиноким у Східній Європі. Безсумнівно, й інші країни першої хвилі приєднання орієнтують свою валютну політику на євро. Водночас коливання національних валют відносно однієї з найважливіших (долара чи євро) значно залежить від коливань євро відносно долара (рис. 1, а - ж, 5).

Рис. 5. Динаміка індексу курсів національних валют до долара США (червень 1997 = 100) [19]

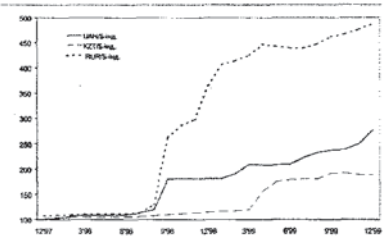


Рис. 6. Індекси валютних курсів України, Росії та Казахстану (грудень 1997 = 100) [19]

Щоб запобігати валютній нестабільності, що виникає, країни "першої хвилі" приєднання до ЄС бажали б введення євро як "своєї" єдиної валюти ще до повного і формального приєднання. Проте зараз керівництво Європейського центрального банку негативно ставиться до такої ідеї, а відтак при-

єднання до монетарного союзу для зазначених країн навряд чи буде можливим раніше 2005 р. (країни зобов'язані принаймні 2 роки дотримуватися маастрихтських критеріїв).

Російська криза 1998 р. зумовила неминучі зміни у валютній та монетарній політиці всіх країн регіону, зокрема в Україні, яка має порівняно відкриту економіку. Казахстан, який проводить політику досить закритих валютних ринків, зміг запобігти кризі 1998 р. (рис. 6) і далі утримував слабку девальвацію, проте за рахунок втрати міжнародних резервів - з серпня 1998 р. до квітня 1999 р. (коли Казахстан допустив стрімку девальвацію) міжнародні резерви зменшилися з 1349 млн дол. до 1090 млн дол., навіть незважаючи на фінансову підтримку міжнародних фінансових інститутів.

Утримання значно меншого рівня девальвації порівняно з російською в сусідніх країнах означало, що фактично тільки Росія значно виграла у своєму реальному курсі (рис. 7). Крім того, необхідно зазначити, що ризик економічного середовища й уразливість щодо криз залишаються високими (навіть для Польщі, яка чітко зорієнтована на входження в ЄС, російська криза значно вплинула на доходність єврооблігацій, рис. 8).

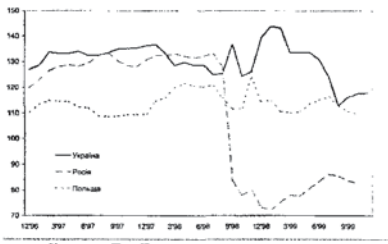


Рис. 7. Реальні валютні курси: Україна, Росія, Польща [19]

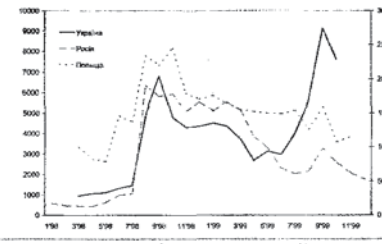


Рис. 8. Спред по європейських облігаціях (bps): Україна, Росія, Польща (права шкала) [19]

Для України (після переходу східноєвропейських країн на плаваючий режим валютних курсів) також підвищуються валютні і цінові ризики. Сьогодні українські товари практично витіснили з внутрішніх ринків споживчі товари з країн Східної Європи. Проте високі темпи економічного зростання в країнах

"першої хвилі", підвищення продуктивності (що означає зниження витрат) і послаблення валют східноєвропейських країн знову можуть чинити тиск на споживчий ринок України.

Протидія валютним кризам у Латинській Америці

Звичайно, не тільки країни - кандидати у ЄС піклуються про валютну стабільність. Заходи щодо запобігання валютним кризам вживали також країни Латинської Америки у 1997-99 рр. Може здаватися дивним, але хоча всі країни досить чітко зорієнтовані на США, їх навряд чи можна віднести до "споживачів" уніфікованої політики, в тому числі внаслідок використання різних режимів валютних курсів (фіксованого: Аргентина - валютна рада, Панама; повзучої прив'язки: Бразилія, Чилі, Колумбія, Уругвай; керованого плаваючого: Мексика, Перу). Кожна із згаданих країн по-своєму застосовували антикризові заходи.

Саме власні шляхи та їх "вартість" досить чітко можна виявити з аналізу наслідків усунення шокового девальваційного тиску у країнах Латинської Америки (рис. 9-14). 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 зниженням цін на нафту, метали, сільськогосподарську продукцію (в цей самий період регіон потерпав від серії природних катаклізмів - виверження вулканів, землетрусів, нищівних ураганів). Нарешті, російська криза влітку-восени 1998 р., що супроводжувалася 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 накопичення досвіду запобігання колапсу.

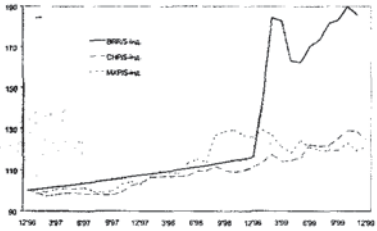


Рис. 9. Індекс валютних курсів країн Латинської Америки (грудень 1996=100) [19]

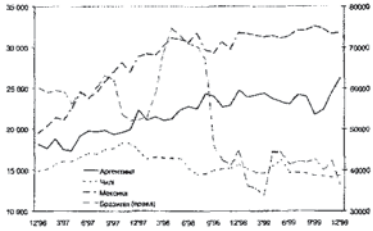


Рис. 10. Резерви країн Латинської Америки, млн дол. [19]

Рис. 11. Аргентина: процентна ставка та резерви (права шкала) [19]

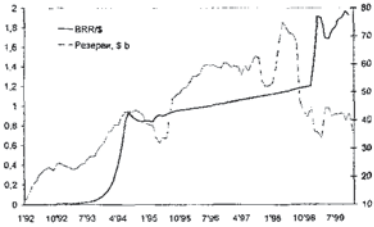


Рис. 12. Бразилія: курс та резерви (права шкала) [19]

Рис. 13. Чилі: курс (права шкала), процентна ставка та резерви [19]

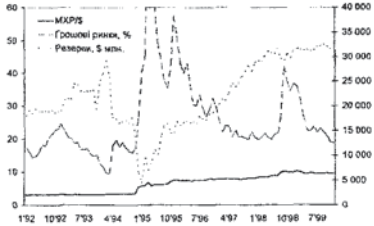


Рис. 14. Мексика: курс, процентна ставка та резерви (права шкала) [19]

У табл. 3 наведені зміни у міжнародних резервах, обмінному курсі та процентних ставках з травня 1997 р. по жовтень 1998 р. у країнах Південної Америки [18]. Причому тут виділено три часових інтервали залежно від виду зовнішніх шоків.

БІБЛІОТЕКА

Першим наслідком аналізу (див. табл. 3) є те, що країни використовували гнучкість валютного курсу досить обережно - девальвація слугувала лише для підтримки курсу відповідно до рівня інфляції і забезпечення конкурентоспроможності. Навіть Чилі, яка постраждала від значного зниження цін на мідь, наполегливо стримувала девальваційні тенденції без значної втрати резервів. І тільки Мексика та Колумбія дозволили своїм національним валютам значно подешевшати. **Другим наслідком** є те, що країни для захисту своєї валюти активно використовували політику процентних ставок. Бразилія суттєво підвищила процентні ставки у період азіатських та російських фінансових криз, Чилі, Мексика, Перу - 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 зрущень. Навпаки, країни з плаваючим валютним курсом (Мексика, Перу) допускали високий рівень флуктуації. Це стосується Чилі з її режимом "повзучої прив'язки".

Таблиця 3

Резерви, обмінний курс та процентні ставки за кризових виявів, відсоток зміни [18]

Країна	Азіатська криза 05.97-11.97			Торговельна криза 12.97-07.98			Російська криза 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	3,56	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

Складові формування валютної політики України у 2000 році

У 2000 р. в Україні спостерігався цікавий феномен - практично весь рік утримувався стабільний валютний курс гривні відносно долара, хоча НБУ ще в кінці 1999 р. впровадив плаваючий режим валютного курсу. Підтримка курсу в 2000 р. стала мож-

ливою завдяки активізації зовнішнього сектора, що також відіграв вирішальну роль у зафіксованому економічному зростанні. Практично все зростання пропозиції грошей відбулося завдяки активним інтервенціям НБУ на міжбанківському ринку з купівлі доларів (рис. 15, 16). За 2000 р. НБУ викупив на валютному ринку України близько 1,6 млрд доларів. Поповнення валютних резервів супроводжувалось випуском в обіг додаткової гривневої маси. Однак при цьому структура монетарних агрегатів набула позитивних тенденцій - незважаючи на значне зростання пропозиції грошей (грошова база зросла на 40%, агрегат М3 - на 45%), коефіцієнт покриття грошової бази резервами перевищив 50%, що також стало стабілізуючим валютним чинником (див. рис. 15).

Безумовно, стабільний курс був найважливішим чинником зниження процентних ставок кредитування в національній валюті (рис. 18), а також зменшення різниці у ставках кредитування у національній та іноземній валютах, що, в свою чергу, свідчило про посилення тенденцій до стабілізації.

Стабільність курсу (а тому і зниження валютних ризиків) давала можливість агентам зовнішньоекономічної діяльності розширювати взаємовигідне співробітництво. Більш того, справедливим є і протилежне - саме успіх зовнішньоторговельного нарощування дав змогу уникнути валютної кризи, ризик якої на початку року був високий внаслідок очікуваних високих боргових виплат і низьких резервів. Зростаючі протягом усього року обсяги торгів і промислового виробництва дали змогу утримувати надходження в резерви на достатньо стабільному рівні (рис. 17).

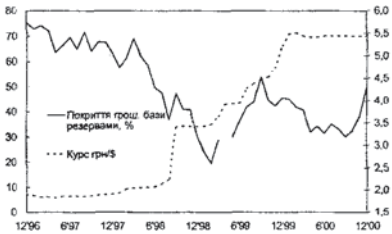


*Рис. 15. Курс (права шкала) і покриття грошової бази резервами**

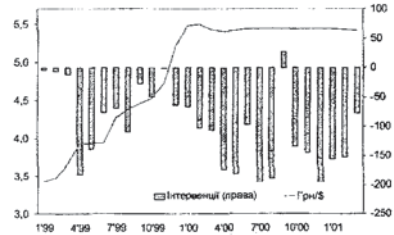


Рис. 16. Курс та інтервенції НБУ, млн дол.

* Рис. 15, 16 побудовано за даними НБУ, на рис. 15 подана оцінка автора.

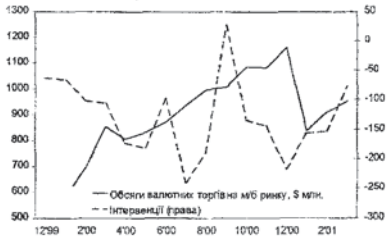


Рис. 17. Участь НБУ на міжбанківському валютному ринку

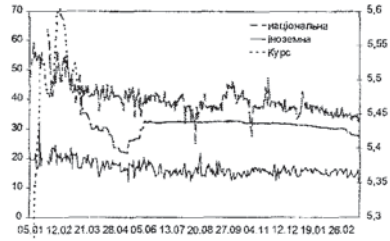


Рис. 18. Курс (права шкала) та ставки по кредитах у національній та іноземній валютах

З інших ключових проблем, що стосуються валютної політики, відзначимо боргову, яка ще 2-3 роки буде слугувати причиною формування високих економічних ризиків - реструктуризація 2000 р. не усунула і не скасувала ризик дефолту, підтвердженням чого є те, що агентство Moody's на початку 2001 р. залишило без змін кредитний рейтинг України Caa1. Хоча структура зовнішніх боргів у 2000 р. значно поліпшилася внаслідок зменшення боргу до 10 млрд доларів і стабільності валютного курсу, проте у 2001-2004 рр. Україні необхідно відшукувати 1,6-1,7 млрд дол. щорічно для своєчасного виконання своїх зовнішніх зобов'язань. Такі ресурси не можна відшукати "традиційними" методами запозичень на зовнішніх ринках (унаслідок їх високої вартості для України). І єдино прийнятною альтернативою запобігання фінансовій чи валютній кризі є стимулювання і сприяння припливу приватних капіталів. Зазначимо: якщо в подальшому не будуть поповнюватися валютні резерви, що є необхідною умовою для успішного обслуговування зовнішніх боргів, то за відсутності припливу капіталів (у контексті збільшення обсягів іноземних інвестицій) уряду буде потрібно вживати заходи щодо підтримки позитивного торговельного сальдо, у тому числі через прискорену девальвацію, що не зможе сприяти стабілізації економічного середовища.

Завдання та питання для обговорення та дискусій

1. Охарактеризуйте економічні передумови приєднання країн Центральної та Східної Європи до ЄС. Які чинники могли слугувати визначальними? Чому окремі країни ЦСЄ хотіли якнайшвидше впровадити євро як єдину валюту?

2. Проаналізуйте динаміку валютного курсу (відносно долара та євро) та міжнародних резервів країн ЦСЄ (див. рис. 1-8). Які країни мали ускладнення у валютній політиці, як це впливало на рівень валютних резервів? Оцініть, чи успішними були заходи щодо стабілізації валютного курсу.

3. Проаналізуйте взаємозв'язок валютного курсу та процентної ставки (див. рис. 9-14). Які заходи процентної політики вживалися щодо підтримки стабільності чи бажаної динаміки валютного курсу?

4. Чому на зміну "доларизації" приходить "євроїзація"в країнах ЦСЄ? Які чинники стимулюють і як стримують такий процес?

5. Яким чином валютні коливання впливали на зовнішньоекономічний сектор та динаміку промислового виробництва (див. рис. 15-18)?

6. Чому, хоча в деяких країнах утримується негативне сальдо рахунку поточних операцій платіжного балансу, валютний курс залишається стабільним чи навіть має тенденцію до закріплення?

7. Який вплив мала російська валютна криза на валютну динаміку країн СНД? Як ця криза позначилася на процентних ставках? Які б заходи економічної політики ви б запропонували для уникнення розкручування валютної кризової спіралі?

8. Проаналізуйте (за допомогою відповідних графіків) вияв валютних криз в Південно-Східній Азії 1997 р. та в Росії 1998 р. на динаміку валютних курсів країн ЦСЄ, Латинської Америки, України.

9. Чи узгоджувався стабільний курс в Україні у 2000 р. з іншими макроекономічними показниками та індикаторами (див. рис. 15, 18)? Якби НБУ не проводив інтервенції на валютних ринках України, то якою могла б бути динаміка курсу гривні?

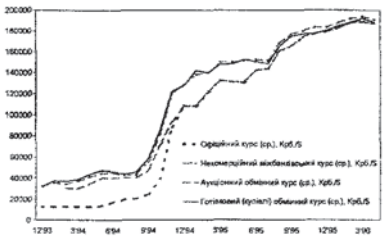
10. Наскільки ефективною була в Україні реалізація політики фіксованого та плаваючого валютного курсу, системи множинних курсів? Проаналізуйте переваги й недоліки вказаних валютних режимів. Який режим і які інструменти валютної політики ви можете рекомендувати НБУ, виходячи з існуючої макроекономічної ситуації?

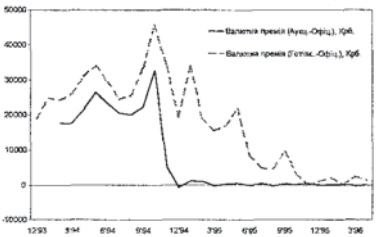
ДОДАТКИ

Додаток 1

Система множинних курсів в Україні у 90-х рр.

Нагадаємо, що до кінця 1994 р. в Україні практикувалися множинні обмінні курси (рис. Д. 1.1). Необхідність їх була зумовлена вимогами адміністративного обмеження доступу на валютні ринки (для штучного зменшення попиту, насамперед готівкового). Нагадаємо, що у 1993 р. був зафіксований рекордний рівень інфляції - понад 10000% на рік, а також широким лобіюванням експортно-імпортних операцій (насамперед пов'язаних зі значним реекспортом сировинних та низькотехнологічних матеріалів).





Источник: НБУ, Госкомстат. Оценка: автор

Рис. Д. 1.1. Множинні курси в Україні

Рис. Д. 1.2. Валютні премії на різних ринках України

Така множинність утримувала як високі спекулятивні тенденції внаслідок високих валютних премій на різних ринках (рис. Д. 1.2), так і підвищувала реальний обмінний курс, роблячи товари українських виробників неконкурентоспроможними внаслідок переоцінки національної валюти. Офіційний та ринково-формовані курси відрізнялись у 2-3 рази. Лише

з листопада 1994 р. офіційний курс почав визначатись за результатами аукціонних торгів, а в 1996 р. після впровадження нової грошової одиниці - гривні - вдалося скоротити різницю між курсами на біржових та готівкових ринках.

Зазначимо, що валютні премії, які виникають внаслідок різниці множинних курсів, часто безпосередньо пов'язуються з перевагами тіньового сектора чи тіньових валютних ринків. Тому утримання множинних курсів також пов'язується з поширенням корупції, що, звичайно, шкодить як розвитку підприємницького середовища, так і репутації країни.

Додаток 2

Макроекономічна модель української економіки у 2000 році

Корисно простежити вплив монетарної і фіскальної політики на зростання у 2000 р. на модельному рівні. Зазначимо, що монетарна політика була експансіоністською (пропозиція грошей за рік зросла більш ніж на 40% при інфляції близько 25%). Щодо ж фіскальної політики зробимо такі зауваження. Хоча рівень доходів у структурі ВВП становив 28,4% у 2000 р. при 25,9% ВВП в 1999 р., проте в бюджеті 1999 р. відображались також власні надходження бюджетних установ, що раніше були винесені з бюджету. Загальні ж доходи без власних надходжень бюджетних організацій і фонду соціального страхування в 2000 р. скоротилися до 24,1% ВВП порівняно з 25,9% у 1999 р. Тому можна вважати, що фіскальна політика в 2000 р. мала слабко виражений експансіоністський характер.

Рис. Д. 2.1. Монетарна і фіскальна політика в Україні у 2000 р.

Як показано на рис. Д.2.1, експансіоністська монетарна політика в Україні відображена на зсуві кривої LM праворуч униз, а послаблення фіскального навантаження призвело до

зсуву кривої IS праворуч вгору, проте рівень останнього зсуву дещо менше від зсуву монетарної кривої. Нова рівноважна точка С означає: зазначена комбінація політичних інструментів справді знизила реальну процентну ставку і стимулювала виробництво (у тому числі внаслідок більшої доступності грошових ресурсів) разом з утриманням валютного курсу.

Список використаної літератури

1. Аналітичні матеріали німецької консультативної групи при уряді України, 1999-2000. - К., 1999-2000.

2. *Дурманова Е., Юрчишин В.* Смены валютных ориентиров // Финансовые риски. - 2000. - № 2.

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

4. *Леттер Т.* Выбор режима валютного курса: Справочники о деятельности центральных банков. - Bank of England, 1996.

5. *Мау В.* Политическая природа и уроки финансового кризиса // Вопр. экономики. - 1998. - № 11.

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

7. *Чернецький В.* Євро проти долара // Вісн. Нац. банку України. - 1998. - № 12.

8. *Юрчишин В.* Макроекономічна стабілізація в Україні: факти, тенденції, проблеми. Моногр. - К.: Вид-во УАДУ, 1999.

9. *Юрчишин В.* Валютні кризи: Моногр. - К.: Вид-во УАДУ, 2000.

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

11. Capital Flows to Emerging Market Economies // Institute of International Finance (IIF). - 2000. - September.

12. Economic & Financial Outlook / Deutsche Bank Research (DBR), 2000.

13. Economic Report (Ukraine, Russia, Kazakhstan, etc.) // The Institute of International Finance (IIF), 2000.

14. Exchange rate policies in developing and post-socialist countries // Ed. E.-M. Claassen. - 1990.

15. Exchange Rate Policy in Developing Countries: Some Analytical Issues / IMF. Occasional paper 78. - S. l., 1991.

16. *Gros D., Steinherr A.* Winds of change: Economic Transition in Central and Eastern Europe. - 1995.

17. *Halpern L., Wyplosz C.* Equilibrium Exchange Rates in Transition Economies // IMF Working Papers. - 1996. - № 125.

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

19. International Financial Statistics. - IMF, 2000.

20. *Kern S.* Eastern Europe and EMU: economic relations and outlook on membership // In Research Topic. Deutscher Bank Research (DBR), Febr. 2000.

21. *Krugman P.* Currency Crises. - S. l., 1998.

22. *Lewis M.* The Euro and the Global Power of the U.S. Dollar // In Global FX Outlook & Strategy. - DBR, Jan. 2000.

23. *Mundell R.* The European Monetary System 50 Years after Bretton Woods. 1994.

24. *Noyer C.* The international impact of the euro // European Central Bank (ECB). Jan., 2000.

25. *Rivera-Batiz F.L., Rivera-Batiz L.A.* International Finance and Open Economy Macroeconomics. - Macmillan Publishing Co., 1994.

26. Road maps of the transition: the Baltics, the Czech republic, Hungary and Russia / B. Banerjee [et al.] - IMF. Occasional paper 127. - 1995.

27. *Rosenberg M.R.* The Euro's Long-Term Struggle // In Deutsche Bank Foreign Exchange Research. Jan., 2000.

28. *Roubini N.* An Introduction to Open Economy Macroeconomics, Currency Crises and the Asian Crisis. - S. l., 1997.

29. *Schneider S.* Euro: Around parity until summer? / In Research Topic. - DBR, Febr., 2000.

30. Theoretical Aspects of the Design of Fund-Supported Adjustment Programs // IMF Occasional paper 55, 1987.

31. Ukraine: accelerating the transition to market: proceeding of an IMF//World Bank seminar / Eds. P.K. Cornelius, P. Lenain. - IMF, 1997.

32. *Williamson J.* A Comparison of Exchange Rate Regimes / In the Crawling Band as an Exchange Rate Regime // Institute for International Economics (IIE), 1996.

Зміст

Вступ 3
Особливості валютної політики в європейських країнах з перехідною економікою 4
Вплив потоків капіталів на динаміку валютного курсу 10
Досвід Польщі щодо зміни валютного режиму 12
Порівняльні показники валютного курсу країн Центральної та Східної Європи 14
Протидія валютним кризам у Латинській Америці 16
Складові формування валютної політики України у 2000 році 18
Завдання та питання для обговорення та дискусій 21
Додатки 22
Список використаної літератури 24

Навчальне видання

Юрчишин Василь

Валютна політика країн з перехідною економікою

Навчальний посібник

до модуля "Міжнародна економіка і стабілізаційна політика"

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