

Олександр ДЗЮБЛЮК

## **РЕГУЛЯТИВНИЙ МЕХАНІЗМ ВАЛЮТНОЇ ПОЛІТИКИ В ПЕРІОД КРИЗОВИХ ЯВИЩ НА ФІНАНСОВИХ РИНКАХ**

---

*Розглянуто основні аспекти механізму реалізації валютної політики як головного інструменту держави у подоланні наслідків фінансової кризи. Обґрунтовано необхідність забезпечення стабільності обмінного курсу національної валюти, а також застосування обмежувальних заходів валютної політики як необхідної умови нормалізації ситуації на фінансовому ринку.*

---

Валютна політика – це невід’ємний елемент усього складного механізму державного впливу на економіку тими засобами й інструментами, що є у розпорядженні центрального банку. Сучасна світова фінансово-економічна криза породила низку нових викликів перед валютною політикою, що обумовило об’єктивний процес удосконалення її інструментарію. Нині особливої актуальності набуває завдання співвіднесення результатів реалізації валютної політики із основними тенденціями функціонування фінансової та банківської системи в країні. А відтак, удосконалення регулятивного механізму практичної реалізації валютної політики має враховувати усі ті зовнішні й внутрішні ризики для економічного розвитку, котрі набули яскравого прояву саме в період розгортання фінансової кризи. У цьому зв’язку потрібно розуміти, що від того, наскільки ефективними виявляться дії щодо забезпечення стабільності національної валюти, здебільшого залежать перспективи подальшого економічного розвитку і можливості подолання фінансової кризи.

Водночас валютно-курсова стабільність, на забезпечення якої спрямовуються

головні зусилля центрального банку в нашій країні, не може бути єдиним пріоритетом у побудові дієвого регулятивного механізму валютної політики, позаяк ефективність функціонування як фінансового, так і реального сектору економіки значною мірою залежить від результативного застосування усього комплексу різноманітних засобів і методів валютної політики, спрямованої не лише на підтримання фіксованого курсу національної валюти на певному рівні, а й на забезпечення довготривалого економічного зростання й реалізацію інших важливих макроекономічних завдань. Тому метою статті є обґрунтування напрямів оптимізації регулятивного механізму валютної політики з урахуванням стратегічних цілей державного регулювання національного господарства та необхідності зниження негативного впливу зовнішніх шоків на вітчизняну економіку.

Особливості впливу світової фінансової кризи на банківський та реальний сектор економіки України були пов’язані, передусім, із передумовами, що визначалися значним дефіцитом платіжного балансу, зниженням пропозиції іноземної валюти на внутрішньому валютному ринку, впливом

іноземних капіталів за кордон, зниженням надійності банківських установ. За таких умов валютна політика Національного банку України об'єктивно набула спрямування відповідно до завдань щодо стримування девальваційного тиску на гривню та стабілізації вітчизняної банківської системи. Серед основних заходів регулятивного механізму валютної політики найбільш дієвими були наступні: проведення активних валютних інтервенцій на валютному ринку із продажу долара США; надання значних обсягів кредитів рефінансування на подолання кризи ліквідності банківської системи; запровадження заборони на проведення операцій в іноземній валюті з похідними фінансовими інструментами; заборона на здійснення банками спекулятивних операцій з іноземною валютою між собою; обмеження обсягів купівлі іноземної валюти з метою повернення портфельних іноземних інвестицій; запровадження цільових валютних аукціонів для продажу іноземної валюти; обмеження сум переказів іноземної валюти за межі України фізичними особами та ін.

Таким чином, у період загострення кризових явищ на фінансовому ринку України спрямованість регулятивного механізму валютної політики Національного банку мала, передусім, обмежувально-адміністративний характер. Водночас, необхідно зазначити, що такі заходи у часовому вимірі можуть мати порівняно недовготривалий характер, позаяк жорстка обмежувальна політика центрального банку як у грошово-кредитному, так і у валютному вимірі, справляє негативний вплив на ключові функції банківської системи країни у забезпеченні фінансового посередництва і наданні належного обсягу кредитних ресурсів реальному сектору економіки. А відтак, у найближчій перспективі може бути поставлено під сумнів самі можливості банківських установ сприяти забезпеченню сталого економічного зростання у

реальному секторі господарства через його кредитне стимулювання, що, цілком очевидно, потребує об'єктивного врахування і в процесі визначення як стратегічних орієнтирів, так і обранні практичних інструментів реалізації грошово-кредитної і валютної політики. З іншого боку, потрібно також врахувати і наявність усіх тих зовнішніх ризиків для вітчизняної економіки, котрі ще зберігають свою силу і зумовлені дією низки ризиків у розвитку глобального господарства, а тому адміністративно-обмежувальні заходи валютної політики зберігають свою актуальність на сучасному етапі економічного розвитку.

Отож, вплив зовнішніх ризиків на вітчизняну економіку із надзвичайно високим ступенем відкритості є дуже важливим, а відтак, валютна політика може як пом'якшити, так і посилити передачу дії зовнішніх шоків на національне господарство. Адже вона, по суті, пов'язує вітчизняну економіку із зовнішнім світом, причому головним елементом такого взаємозв'язку слугує, передусім, валютний курс, вплив на динаміку якого і є одним із основоположних завдань валютної політики центрального банку та її головної складової – валютно-курсового регулювання. Тому валютно-курсова політика виявляє неабиякий вплив не лише на такі показники зовнішньоекономічної діяльності, як конкурентоспроможність національних виробників на світових ринках, обсяги експортно-імпортних операцій, вартість запозичень на зовнішніх ринках капіталів, рентабельність зарубіжних інвестицій, а й на усі ключові внутрішні параметри економічного розвитку, позаяк динаміка обмінного курсу є одним із найважливіших елементів впливу центрального банку і на темпи інфляції, і на функціонування фінансового та реального секторів економіки загалом.

Нехтування важливістю валютно-курсової політики як найважливішої складової

усього механізму монетарного регулювання економіки може призвести до значних негативних наслідків в умовах поширення кризових явищ між національними господарствами саме через сферу зовнішньоекономічних відносин. Розвиток міжнародної економіки за останні роки свідчить про те, що більшість кризових явищ у цій сфері мала місце саме у тих країнах, котрі не приділяли достатньо вагомому значення валютній політиці як важливій формі державного впливу на економічні процеси, а у валютних відносинах дотримувалися так званих проміжних режимів валютного курсу без чіткої орієнтації на фіксований або плаваючий режим.

Відтак, можна з упевненістю зробити висновки, що в умовах глобалізації економічних процесів із високим ступенем інтеграції та високою взаємозалежністю ринків усе більшого значення набуватимуть дві основні форми реалізації режиму курсоутворення національної валюти у вигляді вільного плавання чи жорсткого фіксування обмінного курсу. Очевидно, що обрання таких крайніх форм режиму валютного курсу буде пов'язано із відмовою у найближчій перспективі від проміжних форм валютно-курсового регулювання у вигляді всіляких валютних коридорів, повзучих прив'язок та ін., оскільки саме такі режими підтвердили свою нежиттєздатність і навіть небезпечність кризовими наслідками у ситуації, коли країни відкривають свої національні ринки капіталу для залучення зовнішнього фінансування. І крім того, неадекватний вибір режиму валютного курсу може негативно відобразитися на дієвості трансмісійного механізму усєї монетарної політики центрального банку.

Так, відсутність чіткого вибору у дотриманні певного режиму курсоутворення знижує дієвість каналів трансмісійного механізму. Наприклад, у зв'язку із сегментацією міжбанківського ринку вплив процентної по-

літики у цьому передавальному механізмі недостатньо ефективний і не сприяє нормальному перерозподілу коштів у банківській системі. Дія процентного каналу трансмісійного механізму ускладнюється саме впливом зовнішнього фактора – можливістю доступу позичальників до альтернативних фінансових джерел. До початку світової фінансової кризи значні надходження експортної валютної виручки, зовнішніх запозичень, іноземних інвестицій змушувало центральний банк активно проводити валютні інтервенції шляхом викупу іноземної валюти, що негативним чином відобразилось на його можливостях керувати грошовою пропозицією. Із початком кризових явищ на фінансовому ринку склалася протилежна ситуація і зменшення валютних надходжень у країну змушувало центральний банк активно витрачати міжнародні резерви. За таких умов дієвість традиційних каналів передавального механізму грошово-кредитної політики була суттєво обмежена, а тому найбільш реалістичним нині, на нашу думку, є збереження режиму керованого курсу національної валюти.

Об'єктивна потреба у виборі оптимального режиму валютно-курсового регулювання визначається тим, що від того, якої спрямованості набуває регулятивний механізм валютної політики центрального банку щодо підтримання фіксованого або плаваючого валютного курсу, значною мірою залежить взаємозв'язок між ним і сальдо платіжного балансу, а також притоком чи відтоком іноземного капіталу в країну, відображаючи її здатність протистояти зовнішнім загрозам. Відтак, вибір оптимального режиму курсоутворення варто вважати одним із ключових завдань валютної політики як на національному, так і на світовому рівні, позаяк адекватна валютна політика центрального банку тільки за таких умов спроможна забезпечити ефективну протидію зовнішнім

шокам у глобальному фінансовому середовищі. Особливо актуальним це завдання є для економіки України, рівень відкритості якої визначає усю складність і суперечливість проявів кризових явищ на національному рівні. Адже попри те, що згідно з офіційними даними курс національної валюти є плаваючим і встановлюється на підставі котирувань на міжбанківському ринку, насправді упродовж останніх років Національний банк України доклав немало зусиль щодо обмеження рівня волатильності обмінного курсу національної валюти. Відступ від цієї позиції (особливо у 2008 р.) негативним чином позначився на перебігу економічного розвитку і на стані банківського сектору (обмінний курс гривні до долара США знизився тільки у жовтні-грудні на 58,4%). У цьому ж контексті можна розглядати декларовані Національним банком в "Основних засадах грошово-кредитної політики" наміри про відмову від зобов'язань щодо утримання на певному рівні або в певних межах обмінного курсу гривні на певному рівні [1, 5], тобто йдеться, по суті, про перехід до плаваючого валютного курсу.

Справді, плаваючий курс розширює можливості центрального банку в забезпеченні досягнення різних цілей монетарної політики й не обмежує його дії потребою нагромадження належного обсягу міжнародних валютних резервів. Разом із тим, потрібно враховувати і ті суттєві ризики, котрі несе в собі використання плаваючого валютного курсу для національної економіки. Так, зокрема, у період економічного піднесення припливи іноземного капіталу можуть призвести до зміцнення номінального обмінного курсу валюти. Однак це, в свою чергу, може спричинити пригнічення реального сектору економіки, а центральний банк буде змушений регулярно проводити валютні інтервенції, стримуючи надмірну ревальвацію національної валюти. За таких умов плава-

ючий валютний курс лише посилюватиме циклічність розвитку економіки, оскільки у разі підвищення курсу національної валюти обмежується експорт, скорочується виробництво і зайнятість у відповідних галузях, а в разі зниження курсу дорожчає імпорт і посилюється інфляція. Плаваючий курс визначає постійні коливання зовнішньої вартості національної валюти, що створює ситуацію невизначеності і ризику у зовнішній торгівлі. Режим вільного плавання не дозволяє центральному банку управляти валютними ризиками і згладжувати вплив зовнішніх шоків на національну економіку. Крім того, знецінення національної валюти може не лише спричинити імпорт інфляції, а й негативно відобразитися на фінансовому стані позичальників, котрі залучали фінансування в іноземній валюті, погіршити стан капітального рахунку платіжного балансу, зумовити подорожчання обслуговування державного й корпоративного боргу.

Наслідки використання плаваючого курсу є вкрай неоднозначними. З одного боку, центральний банк має більші можливості щодо досягнення основних цілей грошово-кредитного регулювання, не обмежуючи його дій обсягами золотовалютних резервів, а також зменшується негативний вплив на економіку і банківську систему короткострокових спекулятивних потоків капіталів. А з другого боку, надмірна волатильність курсу національної валюти в умовах значного рівня залежності національної економіки від масштабів експортно-імпорتنих операцій лише сприятиме посиленню макроекономічної нестабільності та диспропорцій у реальному секторі.

Потрібно наголосити, що наслідки використання фіксованого обмінного курсу є також неоднозначні. Такий режим курсоутворення може обмежити, з одного боку, інфляційні очікування економічних агентів, що за умов високого рівня доларизації ві-

тчизняної економіки і недостатньої довіри до національної валюти і банківського сектору є дуже важливим. Однак, з другого боку, при фіксованому обмінному курсі приплив іноземного капіталу потенційно може також посилити інфляцію, а якщо центральний банк не матиме можливості стерилізувати надмірну емісію грошей, зумовлену викупом іноземної валюти в офіційні золотовалютні резерви, то приплив капіталу із-за кордону може призвести до надмірної кредитної експансії банків, що стане причиною додаткового інфляційного тиску на економіку, власне, це і мало місце в Україні у докризовий період. Крім того, підтримання валютного курсу на заданому рівні обмежуватиме центральний банк у реалізації інших цілей грошово-кредитної політики й потребуватиме нагромадження значних обсягів золотовалютних резервів.

Та все ж під час вибору такого режиму валютного курсу, котрий найбільшою мірою відповідав би потребам національної економіки в умовах глобалізації та інтеграції фінансових ринків, необхідно виходити із тих міркувань, що саме фіксований режим курсоутворення на сьогодні може найбільшою мірою відповідати ключовим макроекономічним завданням державної регулятивної політики. Йдеться, передусім, про обмеження інфляційних очікувань, усунення негативного впливу активного переміщення спекулятивних потоків капіталів, стабілізацію грошового обігу і роботу банківської системи, що відобразатиметься у впевненості економічних агентів у збереженні вартості їхніх депозитів та активів, виражених в національній валюті по суті, – про можливості впливу банківської системи через кредитні важелі стимулювання на забезпечення стійкого зростання у реальному секторі економіки.

Крім того, вести мову про те, що вільний режим курсоутворення через засо-

би девальваційної політики може сприяти зростанню експортного потенціалу, не зовсім доречно. Річ у тім, що лише за низької частки зовнішньоторговельного обороту у ВВП в умовах зниження курсу національної валюти відбувається прогнозоване збільшення експорту, а також зменшення обсягів імпорتنих операцій. А для такої відкритої економіки, як вітчизняна, у якій масштаби експортно-імпорتنих операцій перевищують обсяг ВВП країни, можливості центрального банку щодо стимулювання експортного потенціалу за рахунок зниження курсу національної валюти є досить обмеженими. Це пов'язано із наступними основними причинами.

По-перше, за наявності значних обсягів експортно-імпорتنих операцій центральний банк незалежно від стратегічних цілей державної економічної політики змушений орієнтуватися на обмеження волатильності валютного курсу, а не на стимулювання національного експорту, оскільки в останньому випадку такі заходи спричинили б лише зростання цін на імпортовану продукцію, що провокувало б розкручування інфляції. Крім того, така цінова динаміка призвела б до подорожчання експортованої продукції, у виробництві якої використовуються імпортні комплектуючі. По-друге, у глобальній економіці зі стійкими взаємопов'язаними виробничими зв'язками і розгалуженою мережею взаємопов'язаних структур транснаціональних корпорацій зміна динаміки валютних курсів не сильно відображається на динаміці зовнішньої торгівлі в короткостроковому періоді. По-третє, експортно-імпортні операції і відповідні поставки продукції фіксуються зазвичай у довгострокових контрактах, що далеко не завжди надає можливості щодо їх швидкого перегляду в умовах зміни ситуації на валютному ринку і девальвації національної валюти. По-четверте, девальвація національної

валюти у нашій країні може піти на користь лише галузям із низьким ступенем доданої вартості, тобто сировинної спрямованості і виробництва напівфабрикатів, а не тих секторів господарства, які спрямовані на інноваційний розвиток і залучення іноземних інвестицій, позаяк нестабільність національної валюти є радше антистимулом для притоку іноземних інвестицій, що не може сприяти інноваційній трансформації вітчизняної економіки. По-п'яте, питання відновлення кредитної активності банківської системи безпосередньо пов'язане із забезпеченням стабільності національної валюти, оскільки значні курсові коливання спричиняють зростання не лише валютних, а й кредитних ризиків, що негативно позначається на стимулюванні виробничого зростання за рахунок залучення позичок банків у реальний сектор.

Тому на сучасному етапі економічного розвитку доцільними слід вважати зусилля центрального банку щодо підтримання обмінного курсу на незмінному рівні, що може деякою мірою обмежувати короткострокові спекулятивні потоки капіталів і знижувати уразливість фінансової системи країни. За таких умов головною метою обрання оптимального режиму валютного курсу має бути забезпечення довгострокової валютно-курсової стабільності і врівноваження кон'юнктури внутрішнього валютного ринку задля мінімізації валютного ризику і зниження рівня невизначеності суб'єктів зовнішньоекономічної діяльності. Варто зазначити, що навіть розвинуті країни останнім часом усіляко намагались уникати різких коливань обмінних курсів національних валют. Вони підтримували відносно фіксований обмінний курс щодо валют країн, з якими в них склалися тісні зовнішньоторгові зв'язки.

Відтак, якщо вести мову про оптимальний курсовий режим в нинішніх умовах економічного розвитку, то найбільш доцільним

є такий, який можна було б визначити як "фіксований паритет", тобто такий курс національної валюти, який створює достатню впевненість в економічних агентів у збереженні стійкості національної грошової одиниці щодо валют країн – основних зовнішньоторгових партнерів упродовж тривалого періоду часу. При цьому обраний режим валютного курсу має відповідати загальній спрямованості монетарної політики держави, за допомогою якої вирішуються як внутрішні завдання (стабілізація цін, забезпечення виробничого зростання і зайнятості), так і зовнішні (урівноваження сальдо платіжного балансу, підтримання курсової стабільності).

Водночас потрібно розуміти, що на сьогодні головним чинником, який обмежує можливість Національного банку України у реалізації зазначеного завдання, є дефіцит платіжного балансу, який у 2012 р. склав 4,2 млрд. дол., що на 70% більше ніж у попередньому році. Таке зростання дефіциту у зовнішній торгівлі товарами та виплат дивідендів за прямими іноземними інвестиціями призвело до того, що у III кварталі 2012 р. дефіцит поточного рахунку платіжного балансу зріс до 4,1 млрд. дол. порівняно із 2,6 млрд. дол. США за аналогічний період попереднього року [2].

Також негативним чинником впливу на валютно-курсову стабільність можна вважати зростання (передусім, унаслідок додаткових залучень підприємств реального сектору) валового зовнішнього боргу, котрий станом на 1 жовтня 2012 р. становив 132,4 млрд. дол. США, тобто 75,3% ВВП України [3]. Зростання сукупної зовнішньої заборгованості, на нашу думку, є причиною того, що до світової фінансової кризи зовнішні валютні запозичення підприємств і банківських установ розглядались як одне із джерел розвитку економіки. Доступність запозичень на світовому фінансовому рин-

ку, а також відносно привабливі умови зовнішніх запозичень щодо обсягу, терміну, нижчих процентних ставок порівняно із вітчизняними призвели до такої ситуації. До того ж використання значної частки таких запозичень (через передавальний механізм банківського сектору) на споживчі, а не на інвестиційні цілі створює об'єктивні передумови для структурної розбалансованості вітчизняної економіки.

Задля забезпечення макроекономічної, цінової та валютно-курсової стабільності Національному банку України доводилося витратити кошти із власних міжнародних резервів, оскільки доступ України до міжнародних фінансових ринків уже нині є обмеженим, а кредити МВФ недоступні. У результаті обсяг міжнародних резервів НБУ за перші три квартали 2012 р. скоротився на 2,5 млрд. дол. США – до 29,3 млрд. дол. США [4, 2; 5, 44]. У 2011 р. міжнародні резерви НБУ скоротилися на 2,8 млрд. дол. США або на 8,1% [6, 56].

Разом із тим, потрібно наголосити, що саме зусилля Національного банку, спрямовані на забезпечення стабільності грошової одиниці (навіть ціною втрати міжнародних резервів) сприяли посиленню стійкості банківської системи та розширенню ресурсної бази комерційних банків. Однак регулятивний механізм валютної політики, не може тривалий час базуватися винятково на проведенні центральним банком валютних інтервенцій, оскільки це в кінцевому підсумку може призвести до вичерпання золотовалютних резервів, розмір яких на сьогодні і так наблизився до критичної межі і перебуває на рівні 3,3 місяці фінансування імпорту майбутнього періоду. Очевидно, що в подальшому використання валютних інтервенцій можливе лише в якості допоміжного інструменту валютної політики, котрий змушений використовувати центральний банк в процесі підходу обмінного курсу до певної

небезпечної межі. А у перспективі можна розглядати більш активне використання процентних ставок (в т. ч. і за депозитами й кредитами та борговими інструментами самого центрального банку) в якості активного механізму впливу як на динаміку обмінного курсу, так і на міжнародні потоки капіталів. Необхідно наголосити, що валютна політика, окрім згладжування курсових коливань, має ґрунтуватися на оцінці цілісної картини наслідків встановлення певного режиму валютного курсу для економічного розвитку.

Центральний банк має вживати й інші заходи щодо забезпечення валютно-курсової стабільності у загальному механізмі реалізації валютної політики, а саме: згладжування коливань кон'юнктури внутрішнього валютного ринку шляхом обмеження попиту на іноземну валюту та збільшення її пропозиції.

Позитивно можна розцінювати здійснені Національним банком України певні обмежувальні заходи наприкінці минулого року, спрямовані на збільшення пропозиції іноземної валюти. Зокрема, згідно з постановою НБУ № 475 від 16 листопада 2012 р. було встановлено, що розрахунки за операціями з експорту й імпорту товарів повинні здійснюватися в термін, який не перевищує 90 днів, а також було передбачено вимогу щодо обов'язкового продажу на міжбанківському валютному ринку України надходжень в іноземній валюті у вигляді валютної виручки резидентів від продажу товарів за зовнішньоекономічними договорами [7]. А іншою постановою НБУ (№ 479) розмір цієї вимоги було визначено в обсязі 50% валютної виручки експортерів [8]. Таким чином, Національний банк скоротив термін повернення валютної виручки зі 180 до 90 днів, а також зобов'язав експортерів продавати половину цієї виручки. При цьому обов'язковий продаж надходжень в іноземній валюті повинен здійснюватися без дору-

чення клієнта, не пізніше ніж на наступний робочий день після дня зарахування таких надходжень на розподільний рахунок.

Крім того, чи не вперше у вітчизняній практиці подібні обмеження були застосовані і щодо фізичних осіб. Зокрема, згідно з постановою НБУ № 476 від 16 листопада 2012 р. було передбачено встановлення строком на шість місяців вимоги щодо обов'язкового продажу на міжбанківському валютному ринку надходжень із-за меж України в іноземній валюті на користь фізичних осіб (резидентів та нерезидентів) у сумі, що дорівнює або перевищує в еквіваленті 150 тисяч гривень за місяць [9]. І в цьому випадку уповноважений банк повинен здійснювати продаж валютних надходжень без доручення клієнта не пізніше ніж на наступний робочий день після зарахування надходжень.

Очевидно, що такі заходи Національного банку можуть сприяти збільшенню пропозиції валюти на міжбанківському валютному ринку в умовах зростаючого негативного дисбалансу зовнішньоторговельної діяльності та нестабільності на світових фінансових ринках. Адже високі зовнішні ризики та девальваційні очікування суб'єктів ринку призвели уже до того, що українські компанії-експортери накопичили на своїх рахунках обсяг валюти, який вдвічі перевищує розрахункову величину дефіциту платіжного балансу. Цілком зрозуміло, що запровадження обмежувальних заходів із обов'язкового продажу іноземної валюти і скорочення строків повернення валютної виручки спроможне знизити ажіотаж на внутрішньому валютному ринку та стабілізувати ситуацію принаймні у короткостроковій і середньостроковій перспективі, поліпшивши роботу банківського сектору загалом. За інших умов валютні ризики для вкладень у гривневі активи залишатимуться на високому рівні, що аж ніяк не сприятиме

зростанню інвестицій у реальний сектор. А невпевненість інвесторів у стабільності обмінного курсу гривні і загроза її подальшої девальвації може спонукати їх до продажу гривневих активів у вигляді цінних паперів, вкладень у кредитних установах та до переведення коштів в активи, номіновані в іноземній валюті. До того ж ключовим фактором, який обмежує ефективність реалізації центральним банком як грошово-кредитної, так і валютної політики, є високі інфляційні очікування, що зумовлюють недовіру економічних агентів до національної валюти та доларизацію заощаджень. А відтак, підтримання стабільності валютного курсу може сформувати у підприємств і населення стійкі очікування низької інфляції, високий рівень довіри до гривні та політики Національного банку України в цілому.

Тому, Національному банку доцільно було б розглянути також можливості активного використання регулятивного механізму валютної політики у напрямку обмеження волатильності обмінного курсу, тобто запровадження додаткових валютних обмежень на вивезення капіталів із країни для резидентів-суб'єктів господарської діяльності. Необхідність валютних обмежень навіть без зв'язку із конкретними обставинами розгортання світової фінансової кризи об'єктивно зумовлена дією таких факторів, як: суттєве розширення й активізація світової торгівлі; інтеграція національних економік у світове господарство і міжнародні фінансові структури; збільшення обсягів спекулятивних операцій із валютами; зростання імовірності кризових явищ у валютній сфері. Їхня дія визначає можливість порушення макроекономічної стабільності, різких коливань кон'юнктури валютного ринку, а відтак, і розладнання внутрішнього грошового обігу в країні. Задля усунення таких негативних явищ виникає об'єктивна потреба реалізації певних адміністратив-



них заходів впливу держави на валютні відносини, передусім в плані контролю за міжнародним рухом капіталів.

До того ж навіть у Міжнародному валютному фонді, котрий завжди був прихильним до ліберальної спрямованості валютної політики, нині вже допускають, що “тимчасові обмеження можуть бути обґрунтовані і корисні під час економічного шоку, а також коли інші засоби грошово-кредитної політики вичерпано”, про що йдеться у черговій доповіді Ради директорів МВФ [10]. У МВФ вважають, що ризики від лібералізації безпосередньо залежать від розвитку економіки країни, а дерегулювання ринку капіталу повинно застосовуватися у міру проходження якихось порогових рівнів розвитку. Основними рекомендаціями фонду щодо зниження припливу спекулятивного капіталу, як і раніше, залишається зменшення процентних ставок (у разі значного тиску на інфляцію), зміцнення курсу національної валюти та нарощування міжнародних резервів. Водночас обмеження доступу нерезидентів до фінансування в місцевій валюті може в кілька разів знизити обсяг спекуляцій. Що стосується відтоку капіталу, то запроваджувати прямі обмеження слід лише у випадку гострого економічного шоку, аби пом'якшити негативні ефекти рецесії, йдеться в доповіді фонду.

Варто наголосити, що відсутність контролю за рухом капіталу може мати негативні наслідки для економіки. Адже нерегульований притік іноземного капіталу призводить до надлишкової грошової пропозиції, виникнення “мільної бульбашки” на фондовому ринку і розкручування маховика інфляції. Так само і неконтрольований відтік капіталів із країни обумовлює дестабілізацію усього фінансового сектору, підриє ресурсної бази банківських установ, девальваційний тиск на національну валюту, що у кінцевому підсумку лише загострює

проблеми, пов'язані із зовнішнім впливом на національне господарство, оскільки банківський сектор за таких обставин не може нормально виконувати свої функції щодо кредитного забезпечення функціонування підприємств і споживчих потреб населення.

Отже, потрібно визнати, що наслідки світової фінансової кризи довели неспроможність ліберальної моделі економічного, в т.ч. і валютного регулювання, що призвело до послаблення нагляду і контролю за діяльністю учасників міжнародних фінансових ринків, посиливши нестабільність у глобальних масштабах. Відтак, спрямованість сучасного механізму реалізації валютної політики має набути форм посилення заходів контролю за суб'єктами валютного ринку на національному рівні, регламентації їхньої діяльності й особливо посилення контролю за міжнародним переміщенням капіталів. Адже глобалізація економічних відносин, включаючи їх валютну сферу, формує об'єктивні передумови того, що саме неконтрольоване переміщення значних мас грошових коштів між країнами спроможне найбільшою мірою дестабілізувати ситуацію на фінансових ринках у світових масштабах. Саме ті країни, котрі у докризовий період дозволяли неконтрольований притік значних обсягів іноземного капіталу, мали значні масштаби зовнішнього боргу та масштабні зовнішні інвестиції у фінансовий сектор, постраждали від наслідків світової економічної кризи.

Таким чином, на сьогодні доцільними видаються ті заходи регулятивного механізму валютної політики, реалізація котрих спрямована на обмеження операцій, які пов'язані із рухом капіталів. Серед них: обмеження прав комерційних банків країни надавати міжнародні кредити в іноземній валюті; обмеження на виплату процентів за вкладами нерезидентів у національній валюті; примусова конверсія позичок, отриманих на зовнішніх ринках в іноземній

валюти, у національну валюту; отримання резидентами дозволів від органів валютного контролю на залучення іноземних кредитів чи на випуск зовнішніх позик; централізація права на отримання зовнішніх кредитів у руках державних органів; отримання дозволів нерезидентами на здійснення інвестицій у дану країну і придбання цінних паперів національних компаній. А в тому разі, коли потрібні конкретні заходи, спрямовані на обмеження відтоку капіталу за кордон, можуть бути розглянуті такі варіанти практичного застосування регулятивного механізму валютної політики, як: обмеження вивозу національної й іноземної валюти, золота, цінних паперів, надання кредитів; контроль за функціонуванням ринку позичкових капіталів; заборона участі національних банків у наданні міжнародних кредитів у валюті.

Якщо центральний банк не зможе реалізувати відповідні заходи валютного контролю за переміщенням капіталів, то в національній економіці можуть виникнути істотні викривлення, здатні підірвати конкурентоспроможність виробництва, посилити валютні ризики діяльності як державного, так і приватного секторів. Притоки капіталів за відсутності контролю й обмежень з боку центрального банку можуть негативно впливати на реальну ціну фінансових активів, знецінювати кредитні вкладення, збільшувати ризики банківської діяльності, формувати "фінансові бульбашки", спроможні дестабілізувати усе національне господарство.

У цьому ж зв'язку, якщо вести мову про можливість Національного банку України застосовувати певні обмежувальні заходи, то варто було б, на наш погляд, проаналізувати, зокрема, ще й такі, як: обмеження можливостей банків збільшувати процентні ставки за депозитами в іноземній валюті; жорсткий контроль за дотриманням заборони на використання іноземної валюти для номінування цін на товари, роботи і по-

слуги всередині країни; посилення заходів валютного контролю за своєчасним поверненням валютної виручки; жорстке лімітування величини відкритої валютної позиції фінансових інститутів; обмеження можливостей запозичення коштів на зовнішніх ринках капіталів суб'єктами господарської діяльності, а також зведення до мінімуму практики надання державних гарантій за зовнішніми кредитами.

Природно, що вибір та оптимальне поєднання усіх цих заходів, як, власне, й адекватне обрання найбільш придатного режиму валютного курсу, необхідно визначати не лише поточними кон'юнктурними чинниками короткострокової стабільності на валютному ринку й обмеження волатильності курсової динаміки, а й такими факторами, як: стан економіки, грошового обігу і платіжного балансу країни, її участь у міжнародному розподілі праці і світовій торгівлі; динаміка імпорту й експорту; масштаби зовнішніх інвестицій і величина зовнішнього боргу, наявність належних запасів золотовалютних резервів; величина інфляційного диференціалу; різниця між внутрішніми процентними ставками і ставками на світових фінансових ринках. Лише за таких умов можна вважати, що регулятивний механізм валютної політики справді спрямовано на досягнення важливих макроекономічних завдань щодо послідовного подолання наслідків кризових явищ у всіх секторах національного господарства. Необхідно зазначити, що навіть в офіційних документах Національного банку України [1] валютна політика займає порівняно скромне місце й обмежена в основному проблемами курсової динаміки і міжнародних резервів. Тоді як цілісна державна валютна політика, розроблена саме як стратегія та практичний механізм оптимального застосування відповідних інструментів, повинна включати також інші напрями – ре-

гулювання валютного ринку, застосування валютних обмежень і заходів валютного контролю, удосконалення управління міжнародними резервами, вирішення проблем конвертованої гривні, валютне забезпечення інноваційного процесу. А головна цільова установка валютної політики має бути орієнтована, передусім, на забезпечення інноваційного розвитку економіки.

Таким чином, на основі проведеного дослідження можна зробити висновки, що регулятивний механізм валютної політики в умовах посткризового економічного розвитку має бути спрямований на відновлення стабільності обмінного курсу національної валюти і забезпечення довіри до неї з боку суб'єктів ринку. Саме валютна політика Національного банку України на сьогодні спроможна не лише забезпечувати національне господарство від зовнішніх негативних шоків, а й дає змогу центральному банку, як головному інституту реалізації валютної політики, ефективно впливати на основні макроекономічні показники, включаючи темпи інфляції, економічне зростання, зайнятість, стан зовнішньоекономічних відносин. Навіть попри те, що окремі заходи регулятивного механізму валютної політики можуть мати адміністративно-обмежувальний характер, вони є виправданими з огляду на значну вразливість національної економіки до зовнішніх ризиків і нестабільність на внутрішньому фінансовому ринку. Утім, саме такі заходи можна охарактеризувати як найоптимальніші для вітчизняної економіки на найближчу перспективу з огляду на необхідність протидії зовнішнім шокам, які пов'язані із транскордонним переміщенням капіталів, а також мінімізації негативного впливу на валютно-курсову динаміку і стабільність банківського сектору високих інфляційних очікувань з боку економічних агентів. За таких обставин регулятивний механізм валютної політики варто роз-

глядати як невід'ємну складову державної економічної політики, спрямованої на відновлення стійких темпів виробничого зростання, розширення внутрішнього ринку, а також забезпечення належного рівня зайнятості і високих соціальних стандартів.

### Література

1. Основні засади грошово-кредитної політики на 2013 рік / Схвалено рішенням Ради Національного банку України № 16 від 5.12.2012 р.
2. Про стан платіжного балансу у III кварталі 2012 року // Національний банк України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat\\_id=58128](http://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=58128)
3. Зовнішній борг України на кінець III кварталу 2012 року // Національний банк України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=71174>
4. Монетарний огляд за III квартал 2012 року // Національний банк України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=126387>
5. Бюлетень Національного банку України. – 2012. – № 12. – 187 с.
6. Національний банк України: Річний звіт за 2011 рік. – 186 с.
7. Про зміну строків розрахунків за операціями з експорту та імпорту товарів і запровадження обов'язкового продажу надходжень в іноземній валюті: Постанова Правління Національного банку України № 475 від 16.11.2012 р.
8. Про встановлення розміру обов'язкового продажу надходжень в іноземній валюті: Постанова Правління Національного банку України № 479 від 16.11.2012 р.
9. Про порядок виплати переказів із-за кордону фізичним особам: Постанова Правління Національного банку України № 476 від 16.11.2012 р.
10. МВФ допускає можливість обмеження руху капіталу [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.newsru.ua/finance/05dec2012/kjkd.html>