

УДК 336.74



Олександр Дзюблюк, завідувач кафедри банківської справи Тернопільського національного економічного університету, доктор економічних наук, професор

ЗРОСТАННЯ РОЛІ ВАЛЮТНОЇ ПОЛІТИКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ФІНАНСОВИХ ДИСБАЛАНСІВ

Розглядаються особливості розгортання світової фінансової кризи та її вплив на міжнародні валютні відносини. Визначаються умови виникнення дисбалансів у розвитку глобальної економіки, що обумовлюють зростання ролі і значення валютної політики як основного інструменту макроекономічного регулювання на національному і світовому рівні.

Ключові слова: валютна політика, фінансова криза, глобальні дисбаланси, міжнародний капітал, глобалізація, валютний контроль, обмінний курс.

Сучасний етап економічного розвитку України визначається впливом кризових явищ на всі аспекти життя суспільства, що обумовлює необхідність розробки і запровадження активних заходів державного регулювання із тим, щоб мінімізувати й локалізувати дію негативних наслідків світової фінансової кризи для національного господарства. За таких обставин особливо актуальним є дослідження проблем, пов'язаних із оптимізацією впливу валютної політики центрального банку як на фінансовий, так і на реальний сектор економіки. Адже валютна сфера економічних відносин, що робить єдиним цілим надскладний механізм організації світогосподарських зв'язків, є по суті тим фундаментом, на якому базується розвиток усіх відкритих національних економік у їх тісному взаємозв'язку та взаємозалежності. При цьому власне глобалізація як процес, що передбачає зростання інтеграції національних економік у єдиний загальносвітовий ринок товарів, послуг, капіталів і робочої сили, приводить до того, що значення національних кордонів різко зменшується, а колишні зовнішні фактори економічного розвитку починають активно впливати не лише на транснаціональний бізнес, але й на національні господарства. За таких умов саме валютна система набуває домінантних властивостей у впливі на всі внутрішньогосподарські процеси

національних економік, засвідчуючи важливість та необхідність розгляду валютної політики центрального банку як одного із найважливіших елементів у загальній системі заходів, спрямованих на підтримання макроекономічної і фінансової стабільності в країні, стимулювання економічного зростання та підвищення соціальних стандартів для суспільства. Якщо врахувати масштаби інтеграції української економіки у зовнішньоекономічну діяльність, а також такі внутрішні диспропорції економічного розвитку, як низькі обсяги інвестицій, переважання споживчого кредитування над виробничим, слабкість ресурсної бази банків і її залежність від зовнішніх запозичень, значні масштаби доларизації економіки, стає зрозумілим, що реалізація ефективного валютного регулювання є важливим елементом загальної системи заходів держави, спрямованих на забезпечення макроекономічної стабілізації та подолання негативних тенденцій, які були спричинені факторами розгортання світової фінансової кризи.

Світова фінансова криза та її вплив на міжнародні валютні відносини

Розвиток ситуації на міжнародних фінансових ринках упродовж декількох останніх років попри досвід попередніх кризових явищ засвідчив неготовність державного регулятивного механізму ефективно протидіяти тим негативним процесам, які через фінансовий сектор вводять у рецесію все світове господарство. Така неготовність виявилась не лише у країнах, які розвиваються чи перебувають у стані ринкових трансформацій і в яких немає або ще не налагоджені належним чином засоби і методи реалізації державної економічної політики, але і в розвинутих країнах, що мають величезний досвід як організації саморегулювання ринкових відносин, так і регулювання з боку держави.

Потрібно зазначити, що для докризового періоду в економічному розвитку була характерна істотна переоцінка можливостей саме ринкового саморегулювання. Вона стала результатом помірною, але досить стійкого виробничого зростання і ефективного функціонування системи ринкового господарства у 90-ті роки ХХ ст. Однак розгортання світової фінансової кризи виявило суттєві недоліки не лише ринкового саморегулювання, але й неефективність чинної в цей період системи державного регулювання фінансових ринків, яка склалася в розвинутих країнах і була по суті мінімізована за останнє десятиліття. Наприклад, скасування у США обмежень на операції комерційних банків із цінними паперами призвело до широкомасштабної сек'юритизації банківських активів. Вона передбачала, що облігації банків емітувалися під забезпечення раніше наданих кредитів, причому ці облігації могли бути закладені в інший банк під забезпечення кредиту. У такому разі складалася парадоксальна ситуація, за якої забезпеченням нового кредиту ставали кредити, видані раніше, а це, у свою чергу, цілком очевидно формувало "кредитну піраміду", котра неминуче могла зруйнуватися першими ж неплатниками за банківськими кредитами, що і сталося у секторі іпотечного кредитування США.

Бурхливе зростання іпотечного ринку в цій країні у період, що передував кризі, значною мірою зумовлене активною державною підтримкою, передусім збереженням Федеральною резервною системою США процентних ставок на низькому рівні. Зростання ж цін на нерухомість підігрівалося також і спекулятивними настроями учасників ринку, і лі-

беральною кредитною політикою банків, що передбачала суттєве зниження вимог до потенційних позичальників, а це, у свою чергу, створювало величезний обсяг субстандартних кредитів низької якості. Мінімізація ризику за цими кредитами здійснювалася шляхом випуску похідних фінансових інструментів, котрі об'єднувалися у пули, які включали цінні папери різної якості і яким у цілому присвоювався рейтинг більш високого рівня, ніж реальна якість компонентів таких пулів. Оцінка рейтинговими агентствами таких цінних паперів як достатньо надійних інструментів для розміщення коштів робила їх привабливими для багатьох банків, інвестиційних та пенсійних фондів у різних країнах світу. А відтак підвищені ризики американського іпотечного ринку у зв'язку з тенденціями глобалізації та практично безперешкодного транскордонного переміщення капіталів поширювалися на решту країн, що і визначило світовий характер сучасної фінансової кризи. Коли процентні ставки почали зростати, а вартість нерухомості знижуватися, виникла проблема із погашенням кредитів і розпочалася світова фінансова криза.

Отже, можна впевнено стверджувати, що одним із факторів розгортання кризових явищ у світовій економіці стала надмірно ліберальна валютна політика, результатом реалізації якої стало фактично дерегулювання процесів міжнародного руху капіталів. А відтак міжнародні валютні відносини виявилися надзвичайно вразливими до негативних наслідків діяльності транснаціональних кредитно-фінансових інститутів, котрі у гонитві за надприбутками нагромаджували на своїх балансах активи низької якості, ризики за якими саме через послаблення ключових елементів валютної політики — валютного регулювання і валютного контролю — перекладалися з розвинутих економік на решту країн світу.

З огляду на це потрібно розуміти, що власне організація валютних відносин в умовах глобалізації світового господарства має передбачати не лише національний, але і міжнародний аспекти державного регулювання економіки засобами і методами валютної політики. Адже використання валют розвинутих країн у міжнародних розрахунках, їх рух на світовому фінансовому ринку для міжнародного переміщення капіталів викликає, по суті, ефект мультиплікації цих валют поза межами їх країн-емітентів. Ідеться про ефект вторинної емісії, коли валютна ліквідність формується міжнародними банками, зокрема офшорними. Зрозуміло, що офшорні банки не підпадають під національне валютне регулювання і не оприлюднюють звітність. Це обумовлює відсутність статистичних даних, які б характеризували процес переміщення резервних валют у процесі їх обігу поза національними кордонами країн-емітентів. За таких умов пропозиція міжнародної ліквідності формується значною мірою стихійно, що у свою чергу є причиною непрозорості і нестійкості світової фінансової системи, дестабілізує міжнародні валютні відносини і посилює вірогідність глобальних фінансових криз, що мають головним каналом свого поширення саме валютну сферу.

Із цього випливає, що дестабілізація міжнародних валютних відносин лише посилює негативні наслідки світової фінансової кризи, знижуючи темпи економічного зростання, знецінюючи національні валюти та загострюючи проблеми дефіциту державного бюджету і зовнішнього боргу країн. Відтак реалізація валютної політики має набувати усе більш глобальних масштабів з огляду передусім на глобалізацію самих валют-

них відносин. Слід зазначити, що загальне розуміння необхідності посилення ролі валютного регулювання саме у глобальних масштабах спостерігається упродовж усього повоєнного періоду, свідченням чого є хоча б зростання кількості країн, котрі беруть участь у світовій валютній системі — із 44 у 1944 р. при створенні Бреттонвудської системи до 187 у сучасній Ямайській валютній системі, а розвиток валютного регулювання на глобальному рівні проявляється у систематичній розробці різних нормативних документів — міждержавних валютних угод, декларацій, конвенцій, рекомендацій тощо. При цьому, окрім діяльності МВФ, до такого регулювання нині можна віднести і сукупність рекомендацій, що їх розробляють учасники регулярних нарад на вищому рівні країн Великої сімки (G7), яка в умовах глобалізації валютного регулювання у період розгортання світової фінансової кризи була перетворена на більш представницьку “Групу 20” за участю не лише розвинутих країн, а й країн, що розвиваються. Її рекомендації, в тому числі й у сфері валютної політики, щодо подолання кризи і забезпечення фінансової стабільності набувають обов’язкового і наднаціонального характеру.

Утім, навіть такі заходи із глобального валютного регулювання, як власне і сама структура сучасної світової валютної системи, не відповідають умовам кризового розвитку міжнародної економіки з урахуванням тенденцій до змін у розстановці сил між світовими економічними і фінансовими центрами, а також посиленням процесів поліцентризму і регіоналізму. Відтак попри недовість чи недостатню ефективність регулятивних заходів, котрі вживаються на глобальному рівні, та збереження загроз відновлення кризових явищ (а це дуже вірогідно, позаяк світова фінансова архітектура по суті залишається незмінною) принципово зростає роль і значення ефективної реалізації валютної політики саме на національних рівнях роботи центробанків, що вочевидь усе ж таки мають координувати свої зусилля і у глобальному вимірі.

Водночас потрібно розуміти, що перебіг кризових явищ у світовому масштабі виявив недоліки саме ліберальної моделі валютного регулювання, що призвела до послаблення контролю і нагляду за діяльністю учасників світового фінансового ринку. Природно, що зазначені обставини мають безпосередньо вказувати на зростаючу роль валютної політики саме у глобальних вимірах регулятивного впливу на світову економіку, що має спрямовуватися на усунення дисбалансів її розвитку.

Дисбаланси розвитку глобальної економіки і необхідність регулювання валютної сфери

Глобалізаційні процеси сформували сприятливе середовище для розгортання фінансової кризи з огляду на збільшення взаємозв’язку і взаємозалежності національних економік, інтенсивне зростання транскордонних операцій і руху капіталів. Особливе посилення вказаних кризових ефектів спостерігалось насамперед через наявність глобальних дисбалансів розвитку світової економіки і передусім її валютної сфери. Адже через ліберальну світову валютну систему і м’яку валютну політику провідних розвинутих країн щодо контролю за переміщенням капіталів грошові ресурси переміщувалися з країн із профіцитом бюджету і платіжного балансу, а також високим рівнем заощаджень у країни із дефіцитами та високим рівнем споживання. Надмірний же приплив капіталів у ці країни зумовлював зниження процентних ставок, змушуючи учасників

грошового ринку віднаходити більш дохідні й водночас ризикованіші фінансові інструменти, сприяючи зниженню якості активів попри нестабільність джерел формування пасивів, яка була пов'язана саме з легкістю переміщення капіталів. Така транскордонна взаємозалежність національних господарств попри надмірний валютний лібералізм і створила сприятливе підґрунтя для розгортання однієї з найбільш широкомасштабних фінансових криз за всю історію економічного розвитку.

Вільне переміщення капіталів при цьому посилює фінансові дисбаланси у вигляді розриву за ключовими макроекономічними показниками між розвинутими країнами і країнами, що розвиваються, унаслідок нерівномірного розподілу і перерозподілу грошових ресурсів. І це попри те, що посилюється нерівномірність розвитку окремих країн і регіонів у зв'язку зі значними відмінностями між ними у часі проходження різних стадій економічного розвитку. Крім того, вільне переміщення капіталів призводить до переоцінки значення іноземних інвестицій і до зростання зовнішнього боргу, але водночас зумовлює і надмірну вразливість національної економіки до зовнішніх шоків. При цьому висока кредитна заборгованість домашніх господарств, що складається під впливом низьких процентних ставок, зумовлює перевищення споживання над заощадженнями і тим самим дестабілізує інвестиційний процес. А зростання фондових ринків під впливом спекулятивних чинників, викликаних надмірним припливом капіталу, спотворює формування фундаментальної вартості фінансових активів, унеможливаючи адекватне регулювання усього фінансового сектору як засобами валютної, так і грошово-кредитної політики.

Наслідком таких дисбалансів у розвитку глобальної економіки є надлишок в одних країнах грошових ресурсів, тоді як інші країни повинні залучати кошти для фінансування їх подвійних дефіцитів — зазвичай платіжного балансу і державного бюджету. Зрозуміло, що в умовах глобалізації фінансові дисбаланси автоматично переміщуються у валютну сферу. Адже у багатьох країнах політика запозичень в іноземній валюті в цілому лібералізована, у той час як в інших використовуються певні обмеження для захисту національних економік від масштабного притоку і відтоку короткострокового спекулятивного капіталу. Водночас потрібно розуміти, що валютний контроль за капітальними операціями як елемент валютної політики має протиріччя у своєму застосуванні. З одного боку, він допомагає центральному банку обмежувати ризики фінансової нестабільності, спричинені надмірною волатильністю валютного курсу як наслідком відповідних міжнародних потоків капіталів і кредитів. Однак, з іншого боку, він зменшує доступність фінансування для суб'єктів господарювання, знижує ефективність розміщення ресурсів на світових ринках капіталів і підвищує ризики зовнішньої торгівлі.

В умовах розгортання світової кризи, коли фінансовий сектор країн із ринками, що тільки формуються, суттєво постраждав внаслідок стрімкого відпливу капіталу, перевага у прийнятті кінцевого рішення має бути все ж на боці посилення валютного контролю саме з метою ефективного управління і протидії волатильності транскордонних потоків капіталу. І це тим більш важливо з огляду на той факт, що різке збільшення валютно-обмінних операцій у світі в докризовий період відбувалося саме за рахунок обслуговування валютними потоками переважно фінансових угод,

що саме по собі посилює нестабільність на світових валютних ринках. Якщо у період, котрий передував глобальній кризі, середній обсяг валюто-обмінних операцій перевищував 4 трлн дол. США на добу, то лише близько 1 % із них припадало на обслуговування торгівлі товарами. У таких умовах обмежувальна валютна політика, спрямована на посилення валютного контролю, мала б на меті скорочення масштабів транскордонних валютних спекуляцій, що дало б можливість істотно скоротити дисбаланси глобальної економіки, пов'язані саме із дефіцитами платіжних балансів, зумовлених неконтрольованим переміщенням капіталів.

Значення таких заходів залежить ще і від особливостей національного економічного розвитку та організації зовнішньоекономічної діяльності у тій чи іншій країні. Так, в умовах розвинутої економіки з добре диверсифікованими зовнішньоекономічними зв'язками забезпечується відносна збалансованість грошових потоків, які надходять з-за кордону, і потоків, які направляються з країни. У зв'язку з цим валютний курс здатний бути нейтральним по відношенню до динаміки основних макроекономічних показників. Проте таку ситуацію не можна розглядати як звичайну і поширену. Зазвичай у відкритій економіці спостерігається інтенсивний рух спекулятивного капіталу, котрий значно спотворює курсову динаміку і відхиляє курсові співвідношення від пропорцій, визначених на основі паритетів купівельної спроможності.

Із цього, вочевидь, випливає, що саме ефективна реалізація валютної політики у системі заходів державного впливу на механізм формування обмінних курсів і підвищення ефективності контролю за транскордонним переміщенням капіталів має бути одним із напрямів нівелювання негативного впливу глобальних дисбалансів економічного розвитку.

Валютна політика як необхідний важіль макроекономічного регулювання і подолання фінансових дисбалансів

В умовах глобалізації економічних процесів за необхідності подолання наслідків світової фінансової кризи валютна політика має відповідати й бути цілком адекватною тим макроекономічним умовам, у яких перебувають національні господарства країн з незавершеними ринковими трансформаціями, в тому числі й Україна. Адже за високого ступеня відкритості вітчизняної економіки валютна політика неабияк впливає 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, але і на всі ключові внутрішні параметри економічного розвитку, позаяк динаміка обмінного курсу є одним із найбільш важливих елементів впливу центрального банку і на темпи інфляції, і на функціонування фінансового та реального секторів економіки загалом.

В умовах же глобальних фінансових дисбалансів, що супроводжують розгортання світової економічної кризи, валютна політика може як пом'якшити, так і посилити передачу дії зовнішніх шоків на національну економіку. Адже вона, по суті, пов'язує національне господарство із зовнішнім світовим, причому головним елементом такого взаємозв'язку є валютний курс, вплив на динаміку якого і є одним із основоположних завдань валютної політики центрального банку та її головної складової — валютно-курсного регулювання.

Оптимальний вибір режиму валютного курсу для національної економіки є одним із головних завдань валютної політики. Особливості економічного розвитку світового господарства й організації міжнародних валютно-кредитних відносин за останні декілька десятиліть свідчать про те, що переважна більшість кризових явищ у валютній сфері спостерігалася у тих країнах, котрі дотримувались так званих проміжних чи змішаних режимів валютного курсу без чіткої орієнтації на фіксований або плаваючий режим. Тому сьогодні більш поширеною є думка провідних економістів і фахівців центральних банків різних країн, що в умовах глобалізації економічних процесів із високим ступенем інтеграції фінансових ринків усе більшого поширення набуватимуть полярні форми реалізації валютно-курсової політики у вигляді вільного плавання чи жорсткої фіксації. При цьому обрання крайніх форм режиму валютного курсу супроводжується відмовою від проміжних форм регулювання валютного курсу (т. зв. “валютного коридору”, “повзучої прив’язки” тощо), оскільки режими “м’якої прив’язки” виявилися нежиттєздатними у ситуації, коли країни відкривають свої національні ринки капіталу для залучення зовнішнього фінансування, прикладом чого може слугувати криза Європейської валютної системи 1992—1993 рр. і подальша серія криз на ринках, що розвиваються.

Вибір режиму валютного курсу, котрий найбільшою мірою відповідає потребам національної економіки в умовах глобалізації та інтеграції фінансових ринків і може сприяти вирішенню проблеми негативного впливу фінансових дисбалансів на макроекономічну ситуацію, слід вважати одним із ключових завдань валютної політики як на національному, так і на світовому рівні. Особливо це питання важливе для країн із ринками, що формуються, оскільки валютно-курсова політика з урахуванням переважно відкритого характеру економік таких країн має не лише забезпечувати національне господарство від зовнішніх негативних шоків, але і дозволяє центральному банку як головному інституту реалізації валютної політики ефективно впливати на основні макроекономічні показники, включаючи темпи інфляції, економічне зростання, зайнятість, стан зовнішньоекономічних відносин. Саме від вибору режиму валютного курсу — фіксованого або плаваючого — значною мірою залежить об’єктивний взаємозв’язок між ним і сальдо платіжного балансу, а також притоком чи відтоком іноземного капіталу в країну, що відображає її здатність протистояти глобальним фінансовим дисбалансам. А це означає об’єктивну потребу виваженого і ретельного підходу до вибору найбільш оптимального режиму валютно-курсового регулювання саме у посткризовий період економічного розвитку.

Так, незважаючи на те, що теоретично однією з переваг фіксованого режиму валютного курсу традиційно розглядають обмеження інфляційних очікувань та внутрішньої інфляції унаслідок прив’язки обмінного курсу до валюти країни із низькими темпами інфляції, на практиці потрібно враховувати, що при фіксованому обмінному курсі приплив іноземного капіталу потенційно може також і посилити інфляцію. При цьому масштаби інфляційного тиску на економіку залежать не лише від обсягу внутрішнього попиту на гроші, але й від реакції центрального банку на надмірний приплив іноземного капіталу. Адже якщо центральний банк не матиме можливості нейтралізувати надмірну емісію грошей, зу-

мовлену викупом іноземної валюти в офіційні золотовалютні резерви, то приплив капіталу з-за кордону може призвести до надмірної кредитної експансії банків. А зростання унаслідок цього пропозиції грошей спричинить додатковий інфляційний тиск на економіку. Крім того, вкладення коштів з міжнародних резервів в іноземні активи з нижчими процентними ставками, ніж внутрішні, зумовлюватиме втрати і для самого центрального банку. Зайвим буде наголошувати, що підтримання валютного курсу на заданому рівні обмежує центральний банк у реалізації інших цілей грошово-кредитної політики й потребує нагромадження значних обсягів золотовалютних резервів.

Плаваючий валютний курс, поза сумнівом, розширює можливості центрального банку в досягненні різних цілей монетарної політики й не обмежує його дії потребою нагромадження відповідних золотовалютних резервів. При цьому приплив іноземного капіталу може призвести до зміцнення номінального обмінного курсу валюти країни-реципієнта. Тому при використанні такого режиму обмінного курсу центральний банк може до певної міри обмежувати короткострокові спекулятивні потоки капіталів і знижувати уразливість фінансової системи країни. Однак якщо валютний курс почне формуватися під впливом припливу капіталу, зумовленого підвищеними процентними ставками, то зміцнення номінального обмінного курсу почне пригнічувати реальний сектор економіки, а центральний банк буде змушений регулярно проводити валютні інтервенції, стримуючи надмірну ревальвацію національної валюти. Це означає, що плаваючий валютний курс лише посилює циклічність розвитку економіки, оскільки у разі підвищення курсу національної валюти обмежується експорт і скорочується виробництво і зайнятість у відповідних галузях, а в разі зниження курсу дорожчає імпорт і посилюється інфляція.

В Україні вибір режиму курсоутворення значною мірою визначається політичними мотивами, зокрема пов'язаними з організацією співпраці з МВФ, що передбачає вимоги останнього щодо запровадження вільного курсоутворення та обмеження втручання Національного банку у формування динаміки обмінного курсу. Утім, реалізація цих вимог на практиці у самий розпал фінансової кризи в нашій країні наприкінці 2008 р. і в 2009 р. виявилась передусім у зменшенні участі НБУ в операціях на міжбанківському валютному ринку, наслідком чого стало посилення спекулятивних атак на курс гривні, що посилювало девальваційний тиск на неї. Що ж до можливостей використання девальваційного ефекту як стимулювального фактора нарощування експортного потенціалу і засобу стимулювання виробничого зростання та подолання наслідків фінансової кризи, то тут є низка суперечливих моментів. Адже потрібно розуміти, що лише в умовах достатньо закритої економіки з малою часткою зовнішньоторговельного обороту у ВВП країни при зниженні курсу національної валюти відбувається досить точно прогнозоване збільшення експорту, а також зменшення обсягу імпортних операцій. Особливості відкритої економіки визначають досить обмежені можливості стимулювання експортного потенціалу за рахунок зниження курсу національної валюти. Це пов'язано з такими основними моментами.

По-перше, у глобальному економічному просторі зі стійкими взаємопов'язаними виробничими відносинами і розгалуженою мережею

афільованих структур транснаціональних корпорацій зміна динаміки валютних курсів незначною мірою позначається на динаміці зовнішньої торгівлі в короткостроковому періоді. По-друге, експортно-імпорتنі поставки фіксуються у контрактах на досить тривалу перспективу, що не дає можливості їх швидкого перегляду при змінах ситуації на валютному ринку і девальвації національної валюти. По-третє, за наявності у тих чи інших країнах значних обсягів експортно-імпорتنих операцій центральні банки цих країн проводять політику, спрямовану радше на згладжування волатильності валютного курсу, ніж на стимулювання національного експорту, оскільки в останньому випадку такі заходи викликали б лише зростання цін на імпорتنу продукцію, що провокувало б розкручування маховика інфляції. До того ж така цінова динаміка спричинила б подорожчання експортованої продукції, при виробництві якої використовуються імпортні комплектуючі.

Підтвердженням практичної реалізації зазначених моментів є ситуація в Україні, де значна девальвація гривні упродовж 2008—2009 рр. не позначилася на скороченні імпорту і збільшенні експорту, а радше зумовила скорочення усіх напрямів зовнішньоекономічної діяльності, тобто, по суті, девальвація гривні не вплинула на підвищення конкурентоспроможності національних експортерів. І це природно, адже в міру розширення економічних зв'язків із зовнішнім світом диверсифікації експорту і зростання залежності від імпортних поставок значення стимулювальної валютної політики знижується. Цілком очевидно, що за таких умов головною метою обрання оптимального режиму валютного курсу має бути забезпечення довгострокової валютно-курсової стабільності і врівноваження кон'юнктури внутрішнього валютного ринку з метою мінімізації валютного ризику і зниження рівня невизначеності суб'єктів зовнішньоекономічної діяльності.

Зрозуміло, що адекватне обрання найбільш придатного режиму валютного курсу має диктуватися не лише поточними кон'юнктурними чинниками короткострокової стабільності на валютному ринку і завданнями з обмеження волатильності курсової динаміки, але і визначається передусім станом економіки, грошового обігу і платіжного балансу країни, її участю у міжнародному розподілі праці і світовій торгівлі, динамікою імпорту й експорту, масштабами зовнішніх інвестицій і величиною зовнішнього боргу, наявністю належних запасів золотовалютних резервів, співвідношенням темпів інфляції в країні і за кордоном, відхиленням внутрішньої процентної ставки від ставки на світових фінансових ринках. Врахування усіх цих факторів за умов подолання наслідків світової фінансової кризи цілком очевидно характеризує режим фіксованого обмінного курсу як найбільш придатний для національної економіки на найближчу перспективу з огляду на необхідність протидії зовнішнім шокам та глобальним фінансовим дисбалансам, пов'язаним передусім із транскордонним переміщенням капіталів. А для унеможливлення деструктивного впливу на валютно-курсову динаміку припливів короткострокового спекулятивного капіталу ще одним важливим компонентом валютної політики має стати ефективний валютний контроль за його рухом.

Валютний контроль у системі заходів впливу на транскордонне переміщення капіталу і протидії глобальним дисбалансам

У зв'язку з тим, що в умовах розгортання світової фінансової кризи ринкові методи реалізації валютної політики були далеко не завжди спроможні у повному обсязі забезпечити достатньо ефективний регулятивний вплив держави на валютні відносини, то нарівні з економічними важелями реалізації валютної політики слід акцентувати увагу на перспективах зростання ролі окремих елементів валютних обмежень, головним серед яких є заходи валютного контролю як інструменту протидії впливу глобальних фінансових дисбалансів, пов'язаних із транскордонним переміщенням капіталів. Необхідність такого адміністративного інструменту реалізації валютної політики визначається дією низки об'єктивних факторів, які характеризують розвиток глобальної економіки в сучасних умовах, а саме: суттєве розширення й активізація світової торгівлі; інтеграція національних економік у світове господарство і міжнародні фінансові структури; збільшення обсягів спекулятивних операцій з валютами; зростання імовірності кризових явищ у валютній і фінансовій сфері.

Дія цих факторів визначає принципову можливість порушення макроекономічної стабільності, що під впливом глобальних фінансових дисбалансів, зумовлених неконтрольованим переміщенням величезних обсягів грошових ресурсів, призводить до різких коливань кон'юнктури валютного ринку, а відтак і розладнання внутрішнього грошового обігу в країні. А це, вочевидь, зумовлює необхідність реалізації відповідних обмежувальних заходів валютної політики, спрямованих саме на операції, пов'язані з рухом капіталів. Ідеться зокрема про такі заходи:

- обов'язкове отримання резидентами дозволів від органів валютного контролю на залучення іноземних кредитів чи на випуск зовнішніх позик;
- централізація права на отримання зовнішніх кредитів в руках державних органів;
- депонування певної частини отриманих позичальником зовнішніх кредитів на спеціальних рахунках у центральному банку;
- обмеження прав комерційних банків країни надавати міжнародні кредити в іноземній валюті;
- отримання дозволів нерезидентами на здійснення інвестицій в країну і придбання цінних паперів національних компаній;
- обмеження на виплату процентів або введення негативної процентної ставки за вкладами нерезидентів у національній валюті;
- примусова конверсія позичок, отриманих на зовнішніх ринках в іноземній валюті, у національну валюту.

Нестабільні умови посткризового економічного розвитку визначають проблеми надмірного припливу чи відпливу міжнародного капіталу, що за певних умов визначає девальваційний або ревальваційний тиск на національну валюту, у зв'язку з чим центральний банк має вживати адекватні заходи для стабілізації обмінного курсу. Природно, що заходи, пов'язані виключно зі здійсненням валютних інтервенцій, у цій ситуації можуть дати лише тимчасовий ефект, оскільки у разі продажу валюти це призводить до вичерпання золотовалютних резервів країни та підризу її міжнародної ліквідності, а в разі придбання валюти спричиняє надмірну

емісію та інфляційний тиск на національну грошову одиницю. Тому для стабілізації валютної сфери більш ефективними можуть бути заходи валютного контролю за транскордонним переміщенням капіталу, практична реалізація і спрямованість яких має залежати від того, спостерігається відплив чи приплив капіталу в країну.

Так, у разі надмірного припливу капіталів з метою утримання обмінного курсу від ревальвації валютні обмеження можуть включати: блокування на безпроцентному рахунку в центральному банку всіх нових закордонних зобов'язань комерційних банків; заборону продажу цінних паперів нерезидентам і здійснення ними інвестицій в країну; заборону на виплату процентів за строковими вкладками нерезидентів у країні; запровадження від'ємної процентної ставки за вкладками нерезидентів у національній валюті; обмеження ввезення валюти в країну. У тому ж разі, коли потрібно дестимулювати відплив капіталів з країни, заходи валютного контролю можуть передбачати: обмеження вивозу національної та іноземної валюти, золота, цінних паперів, надання кредитів; контроль за функціонуванням ринку позичкових капіталів; заборона участі національних банків у наданні міжнародних кредитів у валюті; припинення обслуговування зовнішнього боргу або його погашення в національній валюті без права переказу за кордон.

Аналізуючи зазначені адміністративні механізми валютної політики, потрібно розуміти, що 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. Приплив капіталів за відсутності контролю й обмежень з боку центрального банку здатні найбільш негативним чином впливати на реальну ціну фінансових активів, знецінювати кредитні вкладення, збільшувати ризики банківської діяльності та й урешті формувати фінансові бульбашки, спроможні дестабілізувати усе національне господарство.

Отже, необхідність валютного контролю за транскордонним переміщенням капіталів визначається об'єктивними потребами мінімізації ризиків, пов'язаних із неконтрольованим збільшенням чи зменшенням грошових ресурсів у національній економіці, що має підвищувати її здатність протистояти зовнішнім шокам та проявам глобальних фінансових дисбалансів.

Висновки. Таким чином, необхідною умовою подолання негативних процесів в економіці України, спричинених дією світової економічної кризи і глобальних фінансових дисбалансів, вважаємо реалізацію ефективної валютної політики як найважливішого способу регулятивного впливу на суб'єктів валютних відносин і зовнішньоекономічної діяльності, що є одним із пріоритетних напрямів ефективної протидії згубним наслідкам глобальної фінансової дестабілізації останніх років. Очевидно, що саме від того, наскільки дієвими виявляться заходи валютної політики у забезпеченні стабільності національної валюти і контролю за глобальним переміщенням капіталів, значною мірою залежать перспективи подальшого економічного розвитку нашої країни і можливості подолання наслідків світової фінансової кризи. Загалом ефективність вибору форм і напрямів валютної політики, причому як її валютно-курсової

складової, так і валютного контролю, визначається адекватністю регулятивних важелів впливу центрального банку на організацію валютних відносин тим умовам, у яких функціонує національна економіка, рівня її розвитку і ступеня інтегрованості у світове господарство. І чим вищою є така інтегрованість, тим більша залежність внутрішньогосподарських процесів від імовірних зовнішніх шоків та негативного впливу глобальних дисбалансів, у зв'язку з чим адекватна валютна політика на національному рівні має слугувати надійним бар'єром на шляху поширення впливу негативних зовнішніх факторів розвитку глобальної економіки.

Надійшла до редакції 15.05.2012

Olexandr Dziubliuk. *On the Growth of the Role of Currency Policy under the Conditions of Global Financial Disbalances*

The peculiarities of expanding the world financial crisis and its impact on the international currency relations are being considered. The prerequisites of arising disbalances in the development of global economy which condition the growth of the role and significance of currency policy as the main instrument of macroeconomic regulation at the national and world levels are being determined.