

***Пілецька С.Т.***

*доктор економічних наук, професор*

*Національний авіаційний університет, м. Київ*

## **ВАЛЮТНА ПОЛІТИКА УКРАЇНИ В УМОВАХ ЄВРОІНТЕГРАЦІЇ**

Процес інтеграції як економічне явище є об'єктивним наслідком посилення взаємозалежності процесів економічного життя. Глобалізація валютних та фінансових потоків змушує відкриті економіки країн оцінити можливості використання валютного регулювання як елемента економічної політики. Глобальні ринки створюють нові можливості для зростання ефективності бізнесу.

Головним економіко-правовим документом, який регламентує розвиток зовнішньоекономічної діяльності України, і, відповідно, включення її в систему світового господарства, став Закон України «Про зовнішньоекономічну діяльність» прийнятий в квітні 1991 р. Він передбачав, що суб'єктами міжнародних економічних відносин можуть бути всі юридичні особи, місцезнаходженням яких є Україна. З прийняттям цього закону Україна зробила перший крок до інтеграції у світовий фінансовий простір.

У сучасних нестабільних умовах досить гостро проявляється питання щодо подальшої розробки та вдосконалення науково-методичних засад функціонування національного валютного ринку. Інтеграція України до світового співтовариства зумовлює необхідність вдосконалення функціонування її валютного ринку як механізму, який забезпечує взаємозв'язок між вітчизняною і світовою фінансовою системою. Таким чином, в результаті підвищення впливу процесів глобалізації на економіку України і в умовах світової фінансової кризи, проблеми підвищення ефективності функціонування вітчизняного валютного ринку набувають особливої актуальності [1].

Важливою для розвитку валютної політики України є її інтеграція з країнами ЄС. У стратегічному плані вона дозволяє досягти три взаємопов'язаних мети: привести макроекономічну політику у відповідність до сучасних потреб світових інтеграційних процесів; забезпечити країні довгострокову перспективу розвитку і перетворити її в міцне економічно і

політично незалежна держава; підвищити ефективність валютної політики через вдосконалення механізмів її формування і реалізації.

У практичному плані це дозволить: знизити залежність внутрішнього ринку від американського долара; модифікувати валютну базу курсової політики НБУ; удосконалити валютну структуру міжнародних резервів і зовнішніх запозичень; розвивати кредитне співробітництво з країнами ЄС; підвищити ліквідність ринку європейської валюти в Україні.

В Україні, як і в країнах Центральної та Східної Європи, основними умовами валютної євроінтеграції є встановлення демократичних принципів організації і регулювання валютного обігу, валютних операцій на міжбанківському валютному ринку України для всіх суб'єктів валютно-фінансової діяльності без дискримінації та утисків, гармонізація і уніфікація валютного законодавства України до стандартів ЄС, створення сприятливих умов для потенційних учасників міжнародних розрахункових і фінансових операцій [2].

Перший етап концепції валютної політики держави повинен передбачати створення законодавчої основи функціонування валютного ринку, а саме прийняття Закону України «Про валютне регулювання та валютний контроль», в якому необхідно детально визначити вид валютних операцій в Україні, правовий режим їх здійснення, правовий статус осіб, які здійснюють операції з валютними цінностями; уникнути дублювання правового регулювання одних і тих же відносин і невизначеності правового регулювання інших; визначити компетенцію всіх органів, які здійснюють державне управління у сфері валютних правовідносин. Необхідно врахувати вплив процесів глобалізації та фінансової лібералізації на правове регулювання здійснення валютних операцій, які застосовуються в країнах Центральної та Східної Європи, в розвинених країнах світу і на наднаціональному рівні.

Україна сьогодні майже не представлена на міжнародних валютних ринках. Фундаментальною причиною цього є слабкість національної економіки [3].

Хоча торгівля іноземними валютами через валютні біржі сприяє вдосконаленню механізму торгів та уникненню регіональних курсових

розбіжностей і валютних спекуляцій на їх основі; але прискорює розвиток нових інструментів, в тому числі ф'ючерсних контрактів.

У перспективі розвитку валютного ринку має бути розширення кількості регіональних філій Української міжбанківської валютної біржі та удосконалення їх роботи, тобто, розширено спектр біржових операцій.

Валютний ринок України на всіх своїх сегментах (біржовому, позабіржовому та готівковому) має розвивати свою інфраструктуру шляхом «диверсифікованого» проникнення в усі регіони країни і створення реально функціонуючих регіональних валютних ринків [5].

НБУ розумно не допускає участі іноземних суб'єктів в торгах гривнею в Україні, оскільки навіть одна масштабна спекуляція могла б похитнути стабільність валютного курсу. Отже, можна сказати, що взаємодія українських суб'єктів з міжнародними валютними ринками має в наші дні обмежений характер.

Україна порівняно більше інтегрована в міжнародні ринки цінних паперів (акцій і облігацій), а й ця інтеграція стримується наявними обмеженнями, зокрема такими, як фактична відсутність вільної конвертації гривні, про що вже згадувалося. Починаючи з міжнародних ринків акцій, акції українських корпоративних емітентів звертаються за кордоном у формі депозитарних розписок. Американська депозитарна розписка (АДР) - це сертифікат на володіння певною кількістю акцій іноземного емітента; випускаються банками США. Українські компанії освоїли механізм випуску депозитарних розписок в 1998 р. Перша українська депозитарна розписка була випущена в травні 2002 р. Сьогодні Україна найбільше представлена на міжнародних ринках позикового капіталу. Ключовим є той факт, що Україна все-таки дебютувала на цих ринках [4].

На жаль, валютні проблеми вирішуються в Україні вкрай повільно і наштотвхуються на великі труднощі. Нинішня ситуація на валютному ринку характеризується нестійким рівновагою, яке позначається на постійних коливаннях курсу долара. Це коливання обумовлено тим, що рівень золотовалютних резервів Центрального банку залишається недостатнім для згладжування різких стрибків курсу долара. Купівля валюти Центральним банком на ринку йде не тільки на поповнення резервів, але і на обслуговування

зовнішньої заборгованості. Чим більше потрібно коштів для обслуговування зовнішнього боргу, тим менше можливостей у Центрального банку проводити політику згладжування коливань курсу долара. До того ж, слабкий експортний потенціал не забезпечує достатніх валютних надходжень в країну, а відсутність нормальної економічної ситуації змушує експортерів приховувати валюту за кордоном, оскільки у них немає гарантій вільного розпорядження своїми валютними коштами і необхідних стимулів до їх інвестування в національну економіку.

На сьогодні вітчизняному валютному ринку притаманний широкий спектр операцій, включаючи і арбітражні. Це наближає його до стандартів ЄС і допомагає реалізувати основну стратегічну мету, визначену законодавством, - забезпечення стабільності національної валюти [5].

Глобальна економічна і фінансова криза 2007-2009 рр. підняв питання про стійкість національної економіки перед впливом міжнародного руху капіталу і шоків, що викликають зміни його руху. До таких шоків можна, наприклад, віднести зменшення інвестиційної активності в розвинених країнах, що виражається в різкій зупинці потоків приходить в країни, що розвиваються капіталу, «розвороті» потоків капіталу. Все більше уваги в світі стало приділятися питанням реакції монетарної влади на зовнішні шоки. Всупереч загальноприйнятій раніше тренду на загальну лібералізацію, деякими країнами приймаються рішення про введення різних форм обмежень на рух капіталу, здійснюється перехід до керованого валютного курсу. З'явилася необхідність мати в арсеналі грошово-кредитної політики інструменти, що дозволяють підтримувати фінансову стабільність, не входячи при цьому в протиріччя з іншими цілями грошово-кредитної політики. У розвинених країнах активно запроваджуються заходи макропруденційних регулювання, в тому числі в якості інструментів регулювання коливань транскордонних потоків капіталу.

В останні роки роль грошово-кредитної політики в економіці значно зросла. Вона є першою лінією оборони національної економіки від зовнішніх шоків. Грошово-кредитна політика має більшу гнучкість в порівнянні з іншими засобами макроекономічної політики. Слід зазначити, що грошово-кредитна політика впливає на масштаби і структуру іноземних і внутрішніх інвестицій,

таких необхідних для розвитку української економіки. Україна перейшла до режиму інфляційного таргетування і вільного валютного курсу.

В умовах підвищення ступеня відкритості економік і фінансової лібералізації у економічних агентів з'являється більший доступ до зовнішніх джерел фінансування, що нівелює дисбаланси попиту і пропозиції капіталу на національних ринках, особливо в країнах з ринками, що формуються, які потребують додаткових коштів для розвитку економіки. Але, як показали фінансові кризи останніх десятиліть і особливо глобальна економічна і фінансова криза 2007-2009 рр., лібералізація і збільшення транскордонних потоків капіталу можуть породити і негативні наслідки. Фінансова відкритість робить країну вразливою до зовнішніх шоків, до різних процесів «зараження» всередині регіону або світової економіки в цілому. Чим більше відкритий фінансовий ринок країни, тим більший вплив може бути надано зовнішніми факторами на її фінансову стабільність. На вразливість країни до зовнішніх шоків безпосередньо впливають показники співвідношення її активів і зобов'язань по відношенню до решти світу, нестабільність потоків капіталу і пов'язані з цим ризики, приплив іноземного капіталу, що призводить до завищення цін національних активів. Волатильні і надмірні потоки капіталу можуть дестабілізувати валютний курс, а також можуть впливати на динаміку монетарних показників і на коливання цін активів.

Значної шкоди монетарної і фінансової стабільності країни можуть завдати «раптова зупинка» («sudden stop») і «розворот» потоків капіталу. Різке припинення припливу іноземних інвестицій, а потім і наступний масштабний відтік дестабілізують економіку через вплив на основні монетарні показники.

Перераховані вище шоки впливають на всі типи транскордонних потоків капіталу. Але найбільш значущим для стабільності фінансової системи країн є зміна динаміки і напрямки руху короткострокового спекулятивного капіталу під впливом очікувань іноземних інвесторів щодо стану економіки країни або подій зовнішнього світу. Таким чином, перед країнами постає завдання вибору оптимальної комбінації політики валютного курсу, контролю за потоками капіталу для забезпечення фінансової стабільності і протидії зовнішнім шокам.

Фінансова глобалізація призвела до значного збільшення транскордонного руху капіталу між країнами, пов'язаного як з вигодами, так і з витратами для

національних економік. Значний вплив на грошово-кредитну сферу країн, що розвиваються і країн з ринками, що формуються надали такі шоки руху капіталу, як значне збільшення припливу іноземного капіталу з подальшим різанням «зупинкою» і «розворотом».

Підвищення волатильності транскордонних потоків капіталу, залежне від численних зовнішніх чинників, може завдати шкоди економіці України за відсутності механізмів контролю за рухом капіталу, оскільки потоки капіталу роблять значущий вплив на фінансові ринки цінних паперів, валютний ринок, ринок банківського кредитування, а через них - на важливі для економіки монетарні показники.

Світова криза 2007-2009 рр. внесла деякі корективи в межах реакції грошово-кредитної політики на шоки транскордонного руху капіталу. Так, деякі країни стали вводити ті чи інші обмеження на рух спекулятивного короткострокового капіталу, а деякі пішли на підвищення керованості валютного курсу. Змінилося і ставлення міжнародних фінансових організацій до введення обмежень на транскордонний рух капіталу. При постулаті про необхідність подальшої фінансової інтеграції, виділяються ситуації, в яких слід застосовувати заходи контролю за транскордонними потоками капіталу. При цьому обмежувальні заходи не розглядаються самі по собі, а як доповнення до заходів щодо стабілізації економічної та фінансової системи за допомогою інструментів макроекономічної політики.

Змінилося і ставлення країн до існуючих режимів валютного курсу. У період з 2008 по 2014 рр. відбулося невелике збільшення числа країн, які дотримуються режиму жорсткої прив'язки валютного курсу, збільшилася кількість країн, які дотримуються режимів м'якої прив'язки курсу, і скоротилося число країн з режимом плаваючого валютного курсу. При цьому цікаво, що безпосередньо в кризовий період, країни з жорсткою прив'язкою залишилися вірні цій політиці, а ось кількість країн з м'якою прив'язкою скоротилося. Таким чином, можна зробити висновок, що м'яка прив'язка валютного курсу не забезпечує вирішення проблем в шокові для економіки періоди, тому монетарна влада країн стали вводити вільне плавання валютного курсу з метою проведення більш ефективної грошово-кредитної політики у відповідь на кризові явища. Отже, якщо волатильні транскордонні потоки капіталу можуть



завдати шкоди економіці країни через валютний курс, то обґрунтованим стає прийняття тих чи інших заходів його регулювання, тому загальний тренд - рух від крайніх форм валютної політики (жорстка прив'язка валютного курсу або вільне плавання) до проміжних. Але в кризові періоди, монетарна влада країн схильні переходити до крайніх форм валютної політики для запобігання кризовим ситуаціям.

Все більше уваги стало приділятися заходам, що підвищує фінансову стабільність, а саме заходам макропруденційних регулювання.

Макропруденційних регулювання може допомогти монетарній владі країн в питанні регулювання потоків капіталу непрямыми методами в тому випадку, якщо країна з тих чи інших причин не хоче вводити пряме регулювання потоків капіталу.

Слід зазначити, що у відповідь на світову економічну і фінансову кризу змінилися підходи до реагування грошово-кредитної політики країн на коливання транскордонних потоків капіталу.

В силу слабого розвитку фондового ринку, велику частку на ньому нерезидентів і низького рівня внутрішніх запозичень, а також в силу невисокої активності населення на фондовому ринку, трансмісійний канал вартості активів в Україні не працює. Тому, незважаючи на значний вплив потоків транскордонного капіталу на фондові індекси, вони не впливають на ефективність проведення грошово-кредитної політики через канал вартості активів.

Дія трансмісійних каналів можна розділити на два етапи:

- 1) вплив монетарної влади на цільові індикатор (валютний курс, процентні ставки, рівень ліквідності банківської системи);
- 2) вплив цього індикатора на реальний сектор.

На основі проведеного економетричного аналізу, було отримано значущий вплив ставки за операціями РЕПО на міжбанківську процентну ставку, а також вплив міжбанківської процентної ставки і грошової пропозиції на ставку по кредитах. Таким чином, не можна виключати вплив інструментів грошово-кредитної політики на реальну ставку відсотка на першому етапі дії процентного каналу трансмісійного механізму. Було підтверджено значний вплив транскордонного руху капіталу на міжбанківську ставку відсотка. Таким

чином, доступ банків до зовнішніх джерел фінансування і їх висока залежність від руху транскордонних потоків капіталу знижує ефективність передачі імпульсів проводиться НБУ політики реальному сектору на першому етапі процентного каналу трансмісійного механізму грошово-кредитної політики.

Канал широкого банківського кредитування не працює на першому етапі і практично не ефективний на другому. Винятками є кризові періоди, коли під дією зовнішніх шоків, якими є різкі коливання (в основному значний відтік) транскордонного руху капіталу, істотно стискається обсяг ліквідності банківської системи.

Що стосується каналу валютного курсу, то в умовах української економіки він є працездатним, що обумовлено високим ступенем залежності поведінки економічних агентів від динаміки валютного курсу. При цьому за допомогою економетричного аналізу, було показано, що крім зовнішньої торгівлі і проведеної валютної політики НБУ, транскордонні потоки короткострокового капіталу також істотно впливають на коливання валютного курсу.

Транскордонні потоки капіталу впливають на ефективність роботи трансмісійних каналів грошово-кредитної політики. Тому монетарна влада повинні при прийнятті рішень враховувати процеси, що відбуваються в міжнародному русі капіталів.

Таким чином, транскордонні потоки капіталу впливають на ефективність грошово-кредитної політики через канали трансмісійних механізмів (процентний канал, канал банківського кредитування і валютний канал), в зв'язку з цим необхідно доповнити інструменти грошово-кредитної політики України заходами макропруденційних регулювання, в тому числі для можливості коригування коливань транскордонних потоків капіталу.

Реакція з боку монетарної влади на шоки транскордонних потоків капіталу відбувається в основному шляхом нівелювання їх впливу на валютний курс і на ліквідність банківської системи в цілому. Потоки капіталу в більшій мірі впливають на ринок міжбанківського кредитування, на міжбанківську процентну ставку, яка потім впливає на ставки по кредиту. Реакцією монетарної влади на коливання потоків капіталу є регулювання рівня ліквідності кредитних організацій в періоди сильного відтоку капіталу за



допомогою різних видів кредитування під забезпечення (а в кризовий період - і без забезпечення) і операцій по операціях РЕПО.

Необхідність втручатися в динаміку валютного курсу може говорити про те, що вільний валютний курс поки не виконує роль механізму автоматичного коригування, що згладжує коливання потоків капіталу. З досвіду країн, що розвиваються і країн з ринками, що формуються можна зробити висновок про те, що вільного плавання в обов'язковому порядку повинно передувати розвиток національної фінансової системи. Якщо фінансова система розвинена слабо, як у випадку України, автоматичне коректування може не працювати, що буде вимагати втручання центрального банку в динаміку валютного курсу.

В умовах відсутності обмежень на транскордонний рух капіталу, монетарна політика досить нестійка і схильна до впливу зовнішніх шоків, що викликаються міжнародним рухом капіталу. Тому потрібні ті чи інші обмежувальні заходи, здатні захистити фінансові ринки і банківський сектор від різкого відтоку короткострокового капіталу (особливо спекулятивних потоків портфельних інвестицій, а також інших інвестицій) в майбутньому. У міжнародній практиці все більшої популярності набуває політика введення окремих обмежувальних заходів в якості інструментів протидії зовнішнім шокам, що викликається волатильними потоками капіталу.

Що стосується режиму інфляційного таргетування, то тут також слід виділити можливі ризики. Одним з недоліків є відсутність належної уваги до коливань цін на фінансові активи. В результаті чого, значний сектор фінансової системи виявляється незахищеним від можливих зовнішніх шоків. Більш того, при режимі тергетірованія інфляції монетарна влада може зіткнутися з суперечністю між завданнями підтримки стабільності цін і фінансової стабільності. Тому для ефективного регулювання не торкається заходами грошово-кредитної політики секторів і забезпечення фінансової стабільності, а також для розширення монетарного інструментарію, необхідно продовжувати активну роботу по впровадженню макропруденційних регулювання в Україні.

В рамках макропруденційних регулювання НБУ активно впроваджуються нормативи Базеля II, II.5 і III, що має підвищити стійкість банківської системи до шоків транскордонного руху капіталу. Такий напрям розвитку представляється вкрай важливим, так як протидія зовнішнім шокам і порятунк

банківської системи виключно заходами грошово-кредитної політики, може входити в протиріччя з іншими цілями останньої і опинитися неоптимальним.

На жаль, на даний момент, крім нормативів Базеля II, II.5 і III, інші інструменти макропруденційних регулювання не застосовуються і не розглядаються для введення. Хоча потрібно зазначити, що макропруденціальні заходи являють собою досить важливі нововведення в макроекономічному регулюванні, які дозволяють значно знизити ризики банківського сектора. Більш того, заходи макропруденційних регулювання можна використовувати в якості обмежувальних заходів для транскордонного руху короткострокового спекулятивного капіталу в банківській системі.

Коливання транскордонних потоків капіталу є значущим фактором кризових ситуацій в економіки України, а при поточному режимі грошово-кредитної політики монетарній владі доводиться боротися лише з наслідками змін в динаміці потоків капіталу, при цьому вільний валютний курс поки не виконує роль механізму автоматичного коригування, що згладжує коливання потоків капіталу.

Заходами, які дозволять ефективно здійснити конвергенцію України та ЄС у валютній сфері на основі досвіду країн Центральної та Східної Європи є: збільшення обсягу зовнішньоекономічних і фінансових операцій між ЄС і Україною; використання режиму керованого плавання валютного курсу з подальшою лібералізацією і встановленням повільноплаваючого валютного курсу; диверсифікація золотовалютних резервів зі збільшенням частки валют країн ЄС; встановлення конвертованості національної валюти за капітальними операціями; уніфікація і гармонізація національного законодавства з директивами, нормами і стандартами ЄС.

Отже, головною метою концептуальних засад валютної політики держави має бути забезпечення стабільності національної грошової одиниці і валютної безпеки країни. Концептуальними принципами валютної політики необхідно вважати правові, організаційні, монетарні і немонетарні.

*Список використаних джерел:*

1. Луцишин З.О. Стратегія економічної інтеграції України в умовах . фінансової глобалізації // Зовнішня торгівля. – 2009. – № 3–4. – С. 128–131.
2. Салминский Д.В. Валютная политика Украины в условиях интеграции в мировое финансовое пространство // Экономика и современный менеджмент: теория и практика: сб. ст. по матер. XXXI междунар. науч.-практ. конф. № 11(31). – Новосибирск: СибАК, 2013.
3. Фесик Н.Ю., Марич М.Г. Актуальні проблеми функціонування валютного ринку в Україні та шляхи їх подолання. – Режим доступу: <http://intkonf.org/fesik-nyu-marich-mg-aktualni-problemi-funktsionuvanny>
4. Фінансова реструктуризація в Україні: проблеми і напрями: Монографія / За наук. ред. В. Федосова. К.: КНЕУ, 2002. – 387 с.
5. Фляк І.Т. Тенденції розвитку валютного ринку України. – Режим доступу: <http://libfor.com/index.php?newsid=981>