

УДК 339.972:338.22.01

Тарас ЦВІГУН

ПРОЦИКЛІЧНА ВАЛЮТНА ПОЛІТИКА В УМОВАХ ДОЛАРИЗАЦІЇ ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ

Немає такої можливості, щоб ми раз і назавжди все виправили; нестабільність, яку намагаються побороти одним комплексом реформ, з часом проявляється з новим обличчям.

Хайман Мінські

Резюме. Розглянуто та проаналізовано валютну політику органів монетарного регулювання в умовах високого рівня доларизації економіки України. Розкрито механізм впливу проциклічної валютної політики на доларизацію. Запропоновано методи коригування проциклічних ефектів доларизації.

Аналіз засвідчив співрозмірність і кореляцію шоків валютних інтервенцій та доларизації. Сальдо валютних інтервенцій характеризує проциклічний характер валютної політики, адже чим більше Національний банк України продає на міжбанківському ринку валюти, що відображається від'ємними показниками амплітуди, тим швидшими темпами і сильніше зростає рівень доларизації.

Ключові слова: проциклічна політика, доларизація, валютна політика, зовнішній борг, рахунок поточних операцій, сальдо валютних інтервенцій, валютна структура зовнішнього боргу, депреціація, апреціація.

Taras TSVIHUN

PROCYCLICAL MONETARY POLICY UNDER DOLLARIZATION OF THE UKRAINIAN ECONOMY

Summary. The growth of the international movement of capital for the last decade which are mostly denominated in hard currencies resulted in the processes of currency and assets substitution in the national financial systems.

The currency policy of monetary institutions in conditions of high dollarization of the Ukrainian economy is examined and analyzed in the article. The mechanism of the procyclical currency policy impact on the dollarization is explained and the methods of adjustment of the procyclical effects of dollarization are suggested.

In the conditions of positive current account balance a slight, but still growing external debt of Ukraine in 2004 – 2005, 2008 – 2009 which is a distinct feature of the procyclical monetary policy is observed. External debt during 2008 – 2009 increased by 32.66 billion U.S. dollars contrary to passive current account balance which declined only by 11.198 billion U.S. dollars. Therefore, we can conclude that the procyclical government policy is taking place. The close correlation of the balance of payments (current account) and external debt has the character of conditionality. In case of cyclical deficits the institutions of monetary regulation ensure stability of the financial system by means of external borrowing concerning the future perspective of their cancellation through cyclical surpluses. Unfortunately, this mechanism is not present in the actions, strategies, policies and tactics of the debt management of the national institutions of currency regulation.

The analysis has showed a correlation between currency shocks of interventions and dollarization. Foreign exchange interventions are aimed at reducing the sinusoidal fluctuations of the exchange rate and their balance is determined mathematically as the difference between buying (+) and selling currencies (-) on a certain date and period. The balance of currency interventions characterize the procyclical nature of monetary policy, because when the National Bank of Ukraine sells more on the interbank currency market, the level of dollarization increases at a more powerful and rapid rate.

Key words: procyclical policy, dollarization, currency policy, external debt, current account, balance of foreign exchange intervention, currency composition of the external debt, depreciation, appreciation.

Постановка проблеми. Зростання обсягів міжнародного руху позикових капіталів за останні десятиліття, які в переважній більшості деноміновані у твердих валютах, зумовило процеси валютного заміщення і заміщення активів у фінансових системах національних економік. Тому, незважаючи на вагоме значення для економіки країни дешевших і значних міжнародних фінансових запозичень, вони все-таки привносять із собою структурні

диспропорції не лише сальдо платіжного балансу, безпосередньо впливають на волатильність валютного курсу, деформують трансмісійний механізм впливу на економіку органів монетарного регулювання, але й зміщують акценти з реального сектора на фінансовий, що підтвердила остання світова фінансова криза. Тому, як показує міжнародний досвід розвинених країн та країн, що розвиваються, гостро постає необхідність ефективного функціонування внутрішньої монетарної політики в умовах нестабільного зовнішньоекономічного середовища та кризових явищ у світовій економіці.

Нерозв'язаною та малодослідженою як у теоретичному, так і емпіричному плані є проблема проциклічної політики, що є складовою монетарної і сприяє посиленню тенденцій в економіці: підвищенню цін в умовах їх висхідного тренду та знижує в умовах низхідного, таким чином вона погіршує здатність ринку до саморегулювання та зменшує і нівелює вплив антициклічної політики щодо згладжування економічних циклів.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Окремі аспекти проциклічної економічної політики, а саме фіскальної, досліджував В. Калитчук [2], науковці Центру наукових досліджень Національного банку України В. Міщенко та А. Незнамова [4, 5] зосереджують свою увагу на проциклічності банківської діяльності та нових підходах до регулювання на основі документу Базель III¹.

Проблемі проциклічності присвячені публікації вчених американського Національного бюро економічних досліджень: Дж. Франкеля [10], який досліджував грошово-кредитну політику на ринках, що розвиваються; Д. Коміна, Н. Лояза, Ф. Пасха і Л. Сервенса [8] щодо середньотермінових бізнес-циклів у країнах, що розвиваються.

Моделювання та оцінювання квантитативного впливу проциклічної економічної політики описано у роботі М. Девереукса і Д. Поон «Проста модель оптимальної монетарної політики в умовах фінансових обмежень». Дослідники запропонували модель, що пояснює дві характерні емпіричні особливості, притаманні монетарній політиці країн, що розвиваються. Зокрема, що грошово-кредитна і валютна політики можуть набувати рис проциклічності в умовах фінансових обмежень і за умови сильних зовнішніх шоків сприятимуть фіксації обмінного курсу [9].

Мета статті. Проаналізувати взаємозв'язок проциклічної валютної політики і доларизації економіки України. Розкрити та оцінити характер даного взаємовпливу, а також запропонувати методи щодо коригування та елімінування даної кореляції.

Виклад основного матеріалу. Світова фінансова криза, яка розпочалася у 2008 році й триває ще й досі, ознаменувала не лише кредитну експансію, перегрів фондового ринку, дисбаланси у міжнародній торгівлі та русі капіталу, але й циклічність економічного розвитку, що дало змогу спрогнозувати її плеядою закордонних економістів, таких, як Хаймен Мінскі, Нуріель Рубіні, Рейчел Зімба. Натомість, вітчизняна наукова школа, представлена професором Зоряною Луцишин, яка визначила економічні та політичні евольвенти оптимуму просторово-часового генезису світової економіки, детермінувала майбутній етап турбуленцій з хаотичними флуктуаціями [3, с. 242 – 248].

Грунтуючись на гіпотезі циклічності економіки варто розглянути політику органів валютного регулювання щодо подолання повторюваних дисбалансів та оцінити її ефективність в умовах посилення процесів доларизації економіки, що викривляють канали трансмісійного механізму та спричиняють біфуркативні відхилення, а, отже, не прогнозовані результати застосування економічних інструментів впливу на грошовий ринок.

¹ Базель III – документ, програма реформування, яка складається з методичних рекомендацій щодо регулювання банківської діяльності, розроблена Базельським комітетом з банківського нагляду і затверджена у 2010 – 2011 роках.

Проциклічна валютна політика реалізується державою в межах сальдо платіжного балансу, що поєднує в собі як циклічну, так і структурну складову. Перша є проявом повторюваності етапів зростання і спаду економічної кон'юнктури, друга – наслідком рестрикційної чи експансійної політики органів валютного регулювання, основою та механізмом фінансування яких у даному випадку виступає динаміка зовнішнього боргу. Метою зростання заборгованості перед нерезидентами є покриття дефіциту платіжного балансу та через стимулювання державних закупівель – сукупного внутрішнього попиту, що в умовах рецесії є інструментами антициклічної політики. Однак у 2004 – 2005 та 2008 – 2009 рр. ми спостерігаємо саме структурний ефект, інакше кажучи, циклічно скоригований, а тому він носить проциклічний характер. В умовах позитивного сальдо рахунку поточних операцій спостерігається незначне, однак все-таки зростання зовнішнього боргу України. У 2008 – 2009 рр., незважаючи на значну девальвацію валютного курсу національної грошової одиниці – гривні з 4,8 (вересень 2008 року) до 7,7 (грудень 2008 року) та 8,01 (вересень 2009 року), не вдалося досягти позитивного сальдо балансу, скоригувавши попит та пропозицію іноземних товарів і послуг на вітчизняному ринку шляхом їх подорожчання. Зовнішній борг протягом 2008 – 2009 рр. зріс на 32,66 млрд. дол. США на противагу пасивному сальдо рахунку поточних операцій, що скоротилося лише на 11,198 млрд. дол. США, а тому можна зробити висновок щодо проциклічності такої політики уряду. Тісний взаємозв'язок сальдо платіжного балансу (рахунку поточних операцій) та зовнішнього боргу носить характер обумовленості, який у випадку виникнення циклічних дефіцитів забезпечує стійкість фінансової системи через покриття їх зовнішніми запозиченнями, зважаючи на майбутню перспективу їх погашення внаслідок циклічних профіцитів, що, на жаль, не спостерігається у діях, стратегії, політиці та тактиці управління боргом органами валютного регулювання національної економіки.

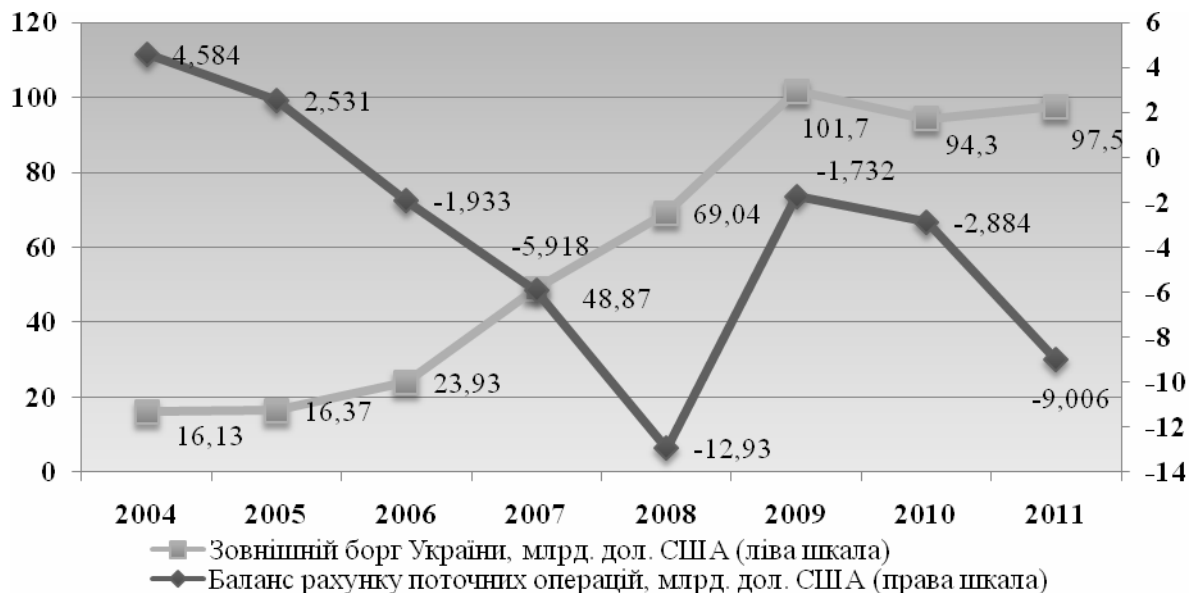


Рисунок 1. Динаміка зовнішнього боргу та балансу рахунку поточних операцій платіжного балансу України у 2004 – 2011 рр. [7, 12]

Figure 1. Dynamics of the external debt and current account of the balance of payments of Ukraine, 2004 – 2011 [7, 12]

Валютна структура зовнішнього боргу, яку Національний банк України публікує вкрай рідко, а тому не дає можливості проаналізувати її в динамічному розрізі, станом на 1 липня

2012 викликає значне занепокоєння, адже 97,2 % складають іноземні грошові одиниці (СПЗ – формується на основі кошика валют: долара США, євро, японської єни, фунта стерлінгів), тому вітчизняній економіці притаманний значний рівень доларизації зовнішніх запозичень.

Таблиця 1

Валютна структура зовнішнього боргу станом на 01.07.12 [7]

Table 1

Foreign debt currency structure as of July 01, 2012 [7]

	Долар США	ЄВРО	Спеціальні права запозичення (СПЗ)	Рос. рубль	Укр. гривня	Інші
Валовий зовнішній борг	72,8	10,4	11,5	2,5	2,2	0,6

Другим аспектом проциклічної валютної політики, яку здійснюють органи монетарного регулювання, є сальдо валютних інтервенцій, що проводить Національний банк України. Депреціація та апреціація є жорсткими методами державного регулювання валютних відносин і сальдо платіжного балансу. Тому перевага надається валютним інтервенціям як інструменту впливу на валютну політику з метою м'якого регулювання найчастіше фіксованого режиму валютного курсу, режиму валютної прив'язки або регульованого плавання валютного курсу.

Відповідно до методики МВФ, інтервенції, здебільшого, проводяться центральними банками щодо купівлі-продажу іноземної валюти або інших валютних цінностей з укладанням угоди про зобов'язання з комерційними банками [13]. Валютні інтервенції направлені на стабілізацію валютного курсу та зменшення його волатильності на міжбанківському ринку, посилюють доларизацію економіки, що є ефектом проциклічної валютної політики.

Інтервенції безпосередньо впливають на попит та пропозицію на валютному ринку й органічно корелюють з обмінним курсом. Як показує практика, інтервенції не часто проходять у національній валюті – в обмін на іноземну, а найчастіше вони здійснюються за рахунок таких джерел:

- ✓ власні валютні резерви;
- ✓ продаж цінних паперів, деномінованих в іноземній валюті;
- ✓ продаж СДР – кредитної позиції у МВФ іншим країнам;
- ✓ своп угоди – короткотермінові боргові угоди між центральними банками країн щодо купівлі-продажу національних валют.

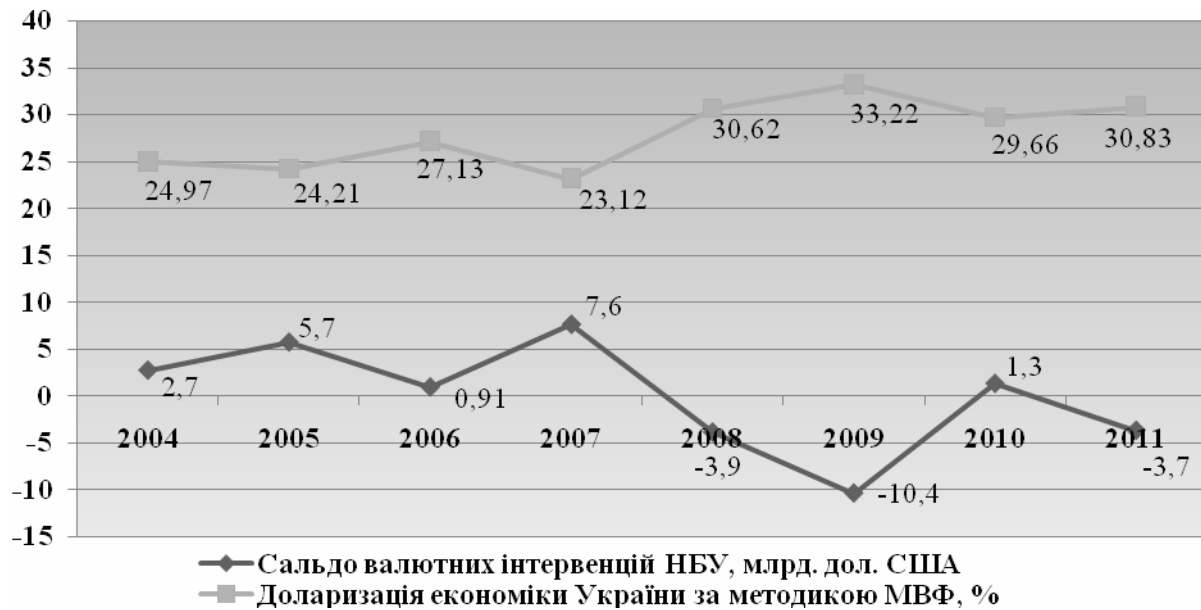


Рисунок 2. Динаміка сальдо валютних інтервенцій НБУ і доларизації економіки України згідно з методикою МВФ протягом 2004 – 2011 рр. [6]

Figure 2. Dynamics of the balance currency interventions of the National Bank of Ukraine and dollarization of the Ukrainian economy according to the IMF methodology during the period of 2004 – 2011 [6]

На рис. 2 відображені сальдо валютних інтервенцій НБУ і доларизація економіки України згідно з методикою МВФ або частка депозитів деномінованих в іноземній валюті до грошової маси – агрегату М3. Аналіз засвідчив співрозмірність та кореляцію шоків інтервенцій та доларизації. Валютні інтервенції направлені на зниження синусоїдного коливання курсу і математично їхнє сальдо детермінується як різниця між купівлею валюти (+) та її продажем (-) на певну дату, або за визначений період. Сальдо валютних інтервенцій характеризує проциклічний характер валютної політики, адже чим більше НБУ продає на міжбанківському ринку валюти, що відображається від’ємними показниками амплітуди, тим швидшими темпами і сильніше зростає рівень валютного заміщення і заміщення активів (див. рис. 2).

Динаміка показників валютної та монетарної політики [6, 1]

Таблиця 2

Dynamics of the currency and monetary policy indicators [6, 1]

Table 2

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Сальдо валютних інтервенцій НБУ, млрд. дол. США	2,7	5,7	0,91	7,6	-3,9	-10,4	1,3	-3,7
Грошовий агрегат М0, млн. грн.	42345	60231	74984	111119	154759	157029	182990	192665
Індекс споживчих цін, %	9,0	13,5	9,1	12,8	25,2	15,9	9,4	8,0

Дані таблиці 2 свідчать про взаємозв’язок та проциклічність валютної політики щодо показників грошово-кредитного ринку: індекс споживчих цін, грошовий агрегат М0. У 2008, 2009 і 2011 рр. спостерігається від’ємне сальдо валютних інтервенцій, інакше кажучи, НБУ більше валюти продав, ніж поповнив свої резерви, проте продовжував все-таки зростати грошовий агрегат М0, що свідчить про створення додаткового тиску на обмінний курс, що в

умовах значних негативних раціональних очікувань неминуче призводить до доларизації економіки. Таким чином, органи монетарного регулювання спровокували зростання індексу споживчих цін і забезпечили інфляційне фінансування видатків держбюджету, очевидно внаслідок браку джерел зовнішніх запозичень і незначного попиту на валютні ОВДП та ОЗДП.

Відзначимо той факт, що монетарна і валютна політики зокрема потребують структурних змін та нових механізмів регулювання. Адже навіть занижений валютний курс української гривні за паритетом купівельної спроможності більш ніж удвічі не сприяє зростанню експорту вітчизняних товарів, а також внаслідок нееластичності за ціною вітчизняного експорту за кордоном та іноземного імпорту на внутрішньому ринку застосування методу депреціації не призведе до зниження негативного сальдо рахунку поточних операцій, а тому виконується умова Маршалла – Лернера.

Висновки. Теоретичний та емпіричний аналізи можна узагальнити низкою висновків, характерних економіці України:

- ✓ обмінний курс є менш волатильним, ніж рівень інфляції, що створює додатковий тиск на економіку та посилює процес доларизації зовнішнього державного боргу [3];
- ✓ проциклічна політика країни (наприклад, експансіоністська в період кон'юнктурного зростання та рестрикціоністська під час спадів) призводить до доларизації зовнішнього боргу, оскільки внутрішні кредитні ресурси обмежені, а зовнішні у переважній більшості деноміновані у твердих валютах;
- ✓ запровадження гнучкого обмінного курсу гривні сприятиме зменшенню частки валютних боргових інструментів на внутрішньому ринку цінних паперів;
- ✓ зниження валютної проциклічності надасть додаткові стимули для зниження рівня доларизації зовнішнього боргу та національної економіки загалом.

Отже, проциклічна валютна політика, якій властивий дискретний та стохастичний характер, повинна стати детермінованим, цілеспрямованим процесом, одночасно інтегрованим та консолідованим із загальною економічною політикою держави в умовах доларизації.

Conclusions. Thus, the theoretical and empirical analysis can be summarized by a series of conclusions which characterize the economy of Ukraine:

- the exchange rate is less volatile than the rate of inflation which creates the additional pressure on the economy and strengthens the process of dollarization of external public debt;
- procyclical policy of the country (e.g. expansionary during situative growth and restrictionary during recessions) results in the dollarization of external debt due to the fact that internal credit resources are limited while the external ones are mostly denominated into solid currencies;
- implementation of a flexible hryvnia exchange rate would reduce the share of foreign currency debt in the domestic securities market;
- the reduction of the currency procyclicality provides additional incentive for reducing the level of the external debt dollarization and the national economy as a whole.

Consequently, the procyclical monetary policy which has a discrete and stochastic nature should progress into a determined and purposeful process which is simultaneously integrated and consolidated with the general economic policy in conditions of dollarization.

Використана література

1. Державна служба статистики України. Індeksi споживчих цін на товари та послуги [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua/>.
2. Калитчук, В. Циклічність економіки і сальдо бюджету. Підходи до визначення структурного дефіциту [Електронний ресурс] / В. Калитчук // 2010. – Режим доступу: <http://www.publicdebt.in.ua/golovna/37>.
3. Луцишин, З.О. Трансформація світової фінансової системи в умовах глобалізації [Текст] / Зоряна Луцишин // Київ: Видавничий центр «Друк». – 2002. – 320 с.

4. Міщенко, В. Базель III: нові підходи до регулювання банківського сектора [Текст] / Володимир Міщенко, Аеліта Незнамова // Вісник НБУ. – № 1. – 2011. – С. 4 – 9.
5. Міщенко, В.І. Банківський нагляд: підручник [Текст] / В.І. Міщенко, С.В. Науменкова. – К.: ЦНД НБУ, УБС, 2011. – 498 с.
6. Національний банк України. Статистика фінансового та зовнішнього секторів економіки [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=65162&cat_id=36674.
7. Статистика зовнішнього боргу. Національний банк України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=44466.
8. Comin, D., N. Loyaza, F. Pasha and L. Servens (2009). “Medium Term Business Cycles in Developing Countries”, NBER Working Paper, 15428.
9. Devereux, M. A simple Model of Optimal Monetary Policy with Financial Constraints [Електронний ресурс] / М. Devereux, D. Poon // CEPR Discussion Paper, 4370. – 2004 – Режим доступу: http://www.hkimr.org/uploads/conference_detail/810/con_paper_0_125_devereux-paper.pdf.
10. Frankel J. A. Monetary Policy in Emerging Markets: A Survey. / J. A. Frankel //, NBER Working Paper, 16125. – 2010.
11. Guscina A. Does Procyclical Fiscal Policy Reinforce Incentives to Dollarize Sovereign Debt? / Anastasia Guscina, Anna Ilyina, Herman Kamil // IMF Working. Paper European Department, Monetary and Capital Markets Department, and Western Hemisphere Department. – 2010. – 42 P.
12. Index Mundi. Site contains detailed country statistics, charts, and maps compiled from multiple sources [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.indexmundi.com/g.aspx?c=up&v=145>.
13. Ishii Sh. Official Foreign Exchange Intervention. / Sh. Ishii, C. Kriljenko, J. Ivan, R. Guimaraes, K. Cem // IMF Occasional Paper. – 2006. – №249. – PP. 1-52. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.imf.org/external/pubind.ht>.