

СИСТЕМА ВАЛЮТНОГО РЕГУЛЮВАННЯ ПЕРІОДУ ЕКОНОМІЧНОГО ЗРОСТАННЯ УКРАЇНИ У 2000–2004 рр.

Проаналізовано основні причини існування обмежень у системі валютного регулювання України як країни з перехідною економікою. Розглянуто термінологічне питання щодо співвідношення понять валютно-курсової та монетарної політики з урахуванням особливостей перехідної економіки. Досліджено причини запровадження та основні елементи системи валютного регулювання України, яка була сформована після кризи 1998 р. і забезпечила стабільність курсу гривні протягом періоду економічного зростання 2000–2004 рр.

Протягом 2000–2004 рр. на валютному ринку України спостерігаються постійне перевищення пропозиції іноземної валюти над попитом, швидке зростання золотовалютних резервів, стійка стабільність обмінного курсу до основної курсоутворюючої валюти - долара США та інші позитивні явища. У зв'язку з цим серед фахівців почало обговорюватися питання про необхідність відмови від значної частини існуючих валютних обмежень, проведення лібералізації валютного регулювання, зміни курсового режиму, відмови від нарощування міжнародних резервів НБУ та від стабільності курсу для забезпечення його швидшого укріплення тощо¹.

З метою аналізу можливості проведення такої лібералізації, що призвело б до зміни валютно-курсової політики, яка здійснювалася НБУ протягом останніх 5 років, доцільно розглянути основні загальні причини запровадження валютних обмежень та широкого застосування інструментів валютно-курсового регулювання, а також їх місце у системі монетарної політики. Крім того, необхідно розглянути причини запровадження та основні елементи діючої системи валютного регулювання України, які застосовувалися протягом періоду економічного зростання 2000–2004 рр., їх вплив на це зростання та під-

тримання фінансової стабільності, а також можливі наслідки у випадку відмови від них.

Під час аналізу загальних причин запровадження валютних обмежень та активного використання інструментів валютного регулювання необхідно зазначити, що їх застосовують переважно центральні банки країн з перехідною економікою, до яких належить і Україна, в той час як у розвинутих країнах ці чинники взагалі не використовуються чи використовуються досить обмежено. Причини запровадження та особливості існуючих обмежень у країнах з перехідною економікою, а також підходи до їх можливої лібералізації, широко дискутуються у світі [4–8].

Основні зі згаданих причин розглянемо на прикладі України.

По-перше, Україна та більшість країн з перехідною економікою, як правило, мають підвищену потребу в інвестиціях. Однак, незважаючи на це, значні обсяги капіталів відтікають з таких країн, що істотно звужує базу інвестування та заважає їх розвитку. Причини значного відтоку капіталів полягають у несприятливому інвестиційному кліматі, який, як правило, утворюється в таких країнах внаслідок того, що вони перебувають у стадії перехідного періоду. Цей період характеризується такими об'єктивними процесами, як становлення та мінливість нової інституційної структури економіки, правової бази, методів господарювання та управління, відповідної інфраструктури тощо, а також, у багатьох випадках, низкою суб'єктивних чинників, зокрема значною корупцією, невиправданим бюрократизмом тощо.

Важливою причиною міграції капіталу є також потоки спекулятивного капіталу, який притікає та відтікає з країн із перехідною економікою у періоди значних змін кон'юнктури. Прикладом знач-

¹ Наприклад, кандидат економічних наук Т. Вахненко вважає за доцільне відмовитися від нарощування золотовалютних резервів та сприяти значній ревальвації курсу гривні [1], міністр економіки України С. Терехін пропонує змінити курсовий режим, відмовитися від обов'язкового продажу валютних надходжень, забезпечити прискорене укріплення курсу гривні [2], депутат В. Майстришин пропонує прив'язати курс гривні до корзини валют та прискорити ревальвацію [3].

ного відтоку капіталів може слугувати валютно-фінансова криза 1997-1998 рр., яка розпочалася в країнах Східної Азії. У Росії, наприклад, відтік портфельних інвестицій у 1998 р. становив приблизно 9,5 млрд дол. США за наявних золотовалютних резервів Центробанку менше 8 млрд дол. США (розраховано за [10]). В Україні за цей самий період відтік капіталів становив приблизно 1,6 млрд дол. США за наявних золотовалютних резервів Національного банку менше 1 млрд дол. США (розраховано за [10]).

Відтік капіталів відбувається переважно в іноземній валюті. Тому з метою протидії надмірним обсягам такого відтоку та розширення фінансової бази інвестування країни з перехідною економікою вимушені запроваджувати відповідні валютні обмеження. Зрозуміло, що вказані причини існування несприятливого інвестиційного клімату є тимчасовими, а час їх існування залежить від періоду формування міцних основ ринкової економіки та її зростання. Враховуючи це, запроваджені валютні обмеження також є тимчасовими, а їх існування виправдовується необхідністю сприяння становленню ринкових відносин та розвитку економіки.

По-друге, Україна, а також значна частина країн з перехідною економікою є досить залежними від зовнішньоекономічної діяльності, а обсяг їх зовнішньої торгівлі (сума експорту та імпорту), як правило, перевищує загальний обсяг ВВП. Зокрема, обсяги зовнішньої торгівлі товарами та послугами відносно ВВП в Україні становлять 114,6 % (тут і далі вказано показник, розрахований за інформацією [11] за 2003 р.), у Казахстані - 93,9 %, Китаї - 66,1 %, Чехії - 134,7 %, Угорщині - 127,9 %, Естонії - 158,6 %, Тайланді - 125,4 %, Сінгапурі - 379,4 %. Водночас у країнах з розвинутою ринковою економікою вказане співвідношення є значно меншим. Наприклад, у США воно становить 23,1 %, Японії - 22,9 %, Великобританії - 53,5 %, Італії - 49,4%, Франції - 51,5 %.

Значна залежність зовнішньоекономічної діяльності країн з перехідною економікою від обмінного курсу обумовлює потребу у визначенні та підтриманні певного його рівня, найбільш сприятливого для економіки, що визначає необхідність проведення активної валютно-курсової політики центральних банків таких країн та використання для цього спеціальних систем валютного регулювання.

По-третє, національна валюта України та більшості країн з перехідною економікою досить часто не належним чином виконує основні функції грошей, особливо засобу накопичення, внаслідок

чого іноземна вільноконвертована валюта виступає як її заміник, що призводить до високого рівня доларизації економіки. Наприклад, в Україні рівень доларизації (питома вага депозитів в іноземній валюті у загальному обсязі грошової маси) протягом останніх 3 років коливається в межах 17-23 % (розраховано за даними Статистичних бюлетенів НБУ останніх років [12]). У Росії в середині 2004 р. цей показник становив близько 19 %, зменшившись із 24 % роком раніше [13]. Рівень доларизації Республіки Білорусь на початку 2005 р. становить 38,6 %>, а у 2004 р. дорівнював 44,3 % [14]. У Казахстані доларизація у 2004 р. зменшилася приблизно до 23 % з 28,6 % у 2003 р. [15]. У Румунії протягом періоду 1996-2004 рр. рівень доларизації коливався у широкому діапазоні 23-42 % і в листопаді 2004 р. становив 33,8 % [16].

За високого рівня доларизації нестабільність обмінного курсу може слугувати джерелом дестабілізації банківської системи за рахунок підвищеного попиту на національну чи іноземну валюту з боку населення в певних ситуаціях, а відтак і економіки в цілому, що висуває підвищені вимоги як до сталої динаміки курсу, так і до валютно-курсової політики центральних банків.

По-четверте, золотовалютні резерви Національного банку України та центральних банків багатьох країн з перехідною економікою, особливо на початковій стадії ринкових реформ, є відносно невеликими за обсягами (хоча існують і винятки, наприклад, Китай), що послаблює потенціал протидії можливим спекулятивним атакам, які можуть суттєво розхитати курс національних валют. Наприклад, у 1998 р. обсяг золотовалютних резервів Національного банку України становив всього близько 4 % до ВВП, у Росії в цей період аналогічний показник становив у межах 1 %, а у Казахстані дещо перевищував 6 % (розраховано за [9]). За умов високого рівня валютних обмежень та активного валютного регулювання центральних банків цих країн золотовалютні резерви в цих країнах зросли у 2004 р. відповідно в Україні та Росії приблизно до 20 % ВВП, а в Казахстані перевищили 25 % ВВП (розраховано за [9]). Відносно низький рівень золотовалютних резервів висуває вимоги до центральних банків щодо необхідності їх збільшення, а відтак і до відповідної цілеспрямованої валютної політики, однією з важливих цілей якої стає збільшення золотовалютних активів.

По-п'яте, операції з валютою центральних банків в Україні та в багатьох країнах з перехідною економікою, як правило, мають значний вплив на обсяги емісії національної грошової одиниці,

досить часто перетворюючись навіть на головний канал такої емісії. Саме цей канал емісії став головним в Україні, Росії, Казахстані та інших країнах останні декілька років, коли відбувалося активне регулювання обмінного курсу за рахунок накопичення золотовалютних резервів. Купівля валюти в золотовалютні резерви чи її продаж з резервів здійснюється з метою забезпечення бажаної динаміки обмінного курсу національної грошової одиниці і потребує належного обґрунтування дій щодо операцій з іноземною валютою, тобто виваженої валютно-курсової політики.

По-шосте, в Україні та у значній кількості країн з перехідною економікою вплив курсової політики на стабільність цін, а відтак і на досягнення кінцевих цілей монетарної політики щодо стабільності національних грошових одиниць, є зазвичай суттєво більшим, ніж інших інструментів монетарної політики, зокрема облікової ставки, обов'язкових резервів чи операцій на відкритому ринку. Це перетворює обмінний курс на один із визначальних чинників досягнення кінцевої мети монетарної політики та цінової стабільності.

По-сьоме, суттєвий вплив обмінного курсу на зовнішньоекономічну діяльність, яка становить вагомий частку в економіці України та інших країн з перехідною економікою, а також на стабільність цін, що сприяє зниженню відсоткових ставок і стимулює інвестиційну діяльність, перетворює його на чинник суттєвого впливу на загальну економічну активність, зайнятість та зростання виробництва у цих країнах (див. [17]).

У країнах з розвинутою ринковою економікою існує інша ситуація. Зокрема, в більшості таких країн відсутні об'єктивні чинники відтоку капіталу на кшталт тих, які є у країнах з перехідною економікою, через що практично немає потреби у запровадженні валютних обмежень. У цих країнах зовнішня торгівля має значно менший вплив на економіку порівняно з країнами з перехідною економікою, тому що обсяги цієї торгівлі є суттєво меншими за ВВП. Емісія національної валюти в обіг відбувається поза межами операцій з іноземною валютою. Національні валюти, які емітують центральні банки цих країн, є вільноконвертованими і входять до складу золотовалютних резервів інших країн. У розвинутих країнах немає явища доларизації. Крім того, обмінний курс у таких країнах, як правило, досить стабільний, і ризики його значної раптової зміни є значно меншими, ніж у країнах з перехідною економікою. Саме через наведені та інші причини економіки вказаних країн є суттєво

менш залежними від сталості обмінного курсу, що знижує потребу в його регулюванні.

Наведені фактори зумовлюють відсутність декларування та проведення валютно-курсової політики центральними банками розвинутих країн, запровадження ними валютних обмежень та систем валютного регулювання (за певними винятками, більшість із яких становлять правила, запроваджені для боротьби з тероризмом та кримінально-фінансовими злочинами). Саме тому діяльність центральних банків країн з розвинутою ринковою економікою зосереджена переважно на операціях із національними грошовими одиницями з метою регулювання обсягів та структури грошової пропозиції. Враховуючи це, досягнення цілей визначеної політики центральних банків таких країн здійснюється з використанням таких трьох основних інструментів: облікової ставки, операцій на відкритому ринку та резервних вимог, а також деяких інших. Тому під монетарною політикою у таких країнах, як правило, розуміють операції саме з національною грошовою одиницею, які здійснюються переважно з використанням трьох згаданих основних інструментів, тим самим залишаючи поза межами застосування інструменти та засоби валютно-курсової політики.

Коли мова йде про монетарну політику в Україні та багатьох країнах з перехідною економікою, то мають на увазі, зазвичай, не тільки операції з національною грошовою одиницею із комплексом відповідних інструментів, а також і операції з іноземною валютою, тобто валютно-курсову політику з притаманними їй інструментами та засобами. Як було зазначено вище, саме операції з іноземною валютою в таких країнах суттєво впливають на емісію національних грошових одиниць, внутрішню цінову стабільність, економічне зростання цих країн тощо, а відтак і на кінцеві результати монетарної політики центральних банків та досягнення задекларованих ними цілей.

Відповідно до викладеного, для України, а також для країн з перехідною економікою, термін «монетарна політика», синонімом якого є термін «грошово-кредитна політика», пропонується використовувати у широкому та вузькому тлумаченні. У термін монетарної чи грошово-кредитної політики у широкому розумінні доцільно включати дві інші відносно самостійні категорії: по-перше, монетарну чи грошово-кредитну політику у вузькому значенні та, по-друге, валютно-курсову політику.

Об'єктом грошово-кредитної чи монетарної політики у вузькому значенні є операції централь-

ного банку тільки з національною грошовою одиницею, встановлення відсоткових ставок за такими операціями, визначення правил функціонування внутрішнього міжбанківського ринку національної грошової одиниці, основних норм роботи на ньому комерційних банків, а також їх операцій у внутрішній грошовій одиниці з клієнтами, в тому числі з фізичними особами, тощо.

Об'єктом валютно-курсової політики є визначення механізму курсоутворення та динаміки обмінного курсу національної грошової одиниці до іноземних валют, операції центрального банку з іноземною валютою та формування і використання золотовалютних резервів, визначення правил функціонування внутрішнього міжбанківського валютного ринку, правил роботи на ньому комерційних банків та інших норм щодо операцій з іноземною валютою, в тому числі і для фізичних осіб, тощо.

Система валютного регулювання забезпечує правову основу проведення валютно-курсової політики центральних банків. Найважливіші елементи діючого в Україні комплексу норм валютного регулювання почали запроваджуватися після кризи 1998 р. і набули рис відносно завершеної системи наприкінці 1999 - на початку 2000 рр. Основними інструментами та механізмами цієї системи, яка діяла протягом 2000-2004 рр., є такі:

- курсовий режим регульованого плавання;
- конвертованість за поточними операціями та обмежена конвертованість за капітальними;
- торгівельна сесія для безготівкових операцій купівлі-продажу валюти;
- інтервенції НБУ на валютному ринку щодо купівлі та продажу валюти;
- 50 %-й обов'язковий продаж валютних надходжень;
- норматив відкритої валютної позиції;
- правила здійснення операцій з іноземною валютою;
- контроль за дотриманням банками валютного законодавства та інше.

Ця система інструментів валютно-курсової політики на початку 2005 р. забезпечує вплив Національного банку на формування обсягів валютної пропозиції та попиту, а також на їх балансування на внутрішньому валютному ринку. Основною особливістю діючої протягом 2000-2004 рр. системи валютного регулювання є те, що вона практично унеможливує проведення арбітражних операцій через запроваджені обмеження на операції з валютою за власний рахунок комерційних банків. Тобто операції з продажу чи купівлі валюти на безготівковому ринку здійс-

нюються банками за дорученням та за кошти клієнтів банків. Причому діючий режим їх проведення пов'язує можливість здійснення купівлі валюти з дійсною потребою клієнта щодо проведення реальних операцій для оплати імпорту товарів чи послуг, виконання фінансових зобов'язань тощо. Існування таких обмежень суттєво звужує можливості впливу тимчасових кон'юнктурних факторів на збільшення попиту, що суттєво зменшує ризики спекулятивних атак та позитивно впливає на стабільність курсу. В таких умовах Національний банк має досить широкі можливості щодо формування бажаного рівня курсу та згладжування його коливань.

Основною причиною запровадження саме таких механізмів роботи валютного ринку та курсоутворення стала ситуація, яка склалася після кризи 1998 р. Значна девальвація курсу гривні, яка відбулася в той період, стимулювала сильне зростання позитивного сальдо торгового балансу, що призвело до суттєвого перевищення обсягів пропозиції валюти над попитом. Проте в середині та у другій половині 1999 р. під впливом тимчасових кон'юнктурних факторів (так звана бензинова криза та президентські вибори) обмінний курс мав суттєві коливання і замість укріплення значно девальвував. Тобто девальваційні тенденції на ринку не відповідали існуючим на той час фундаментальним факторам розвитку реального сектора економіки. Враховуючи це, наприкінці 1999 р. були запроваджені такі елементи валютного регулювання, які забезпечили більшу відповідність обсягів пропозиції та попиту фундаментальним чинникам, майже нівелювали вплив кон'юнктурних факторів і забезпечили Національному банку значний вплив на формування динаміки обмінного курсу.

Валютно-курсова політика Національного банку України у 2000-2004 рр., яка здійснювалася за умов такої системи валютного регулювання, мала позитивні макроекономічні наслідки, стабілізуючий вплив на грошово-кредитний ринок та стимулювала економічний розвиток країни завдяки таким факторам:

- досягнутій номінальній курсовій стабільності;
- зростанню обсягів міжнародних валютних резервів НБУ;
- сприятливій динаміці реального ефективного обмінного курсу.

1. Забезпечення номінальної курсової стабільності. У 2000-2004 рр. було збережено курсові орієнтири для економіки і не допущено значних коливань курсу: його номінальна девальвація до долара США за цей період становила всьо-

го близько 2,3 % після падіння за попередні 5 років (1996-1999 рр.) у 2,8 разу.

Забезпечення номінальної курсової стабільності впливало на економіку через збереження постійного значення курсового якоря, ліквідацію девальваційних очікувань та нівелювання додаткового тиску на інфляцію. Головним наслідком номінальної стабільності курсу став його позитивний вплив на зниження темпів зростання споживчих цін. Якщо з 1996 р. по 1999 р. рівень споживчих цін зріс у 2,2 разу (середньорічне зростання на 22 %), то з 2001 р. по 2004 р. ціни підвищилися на 28 % (середньорічне зростання - 6,4 %). Зменшення інфляції позитивно впливало на зниження відсоткових ставок, зростання кредитування, збільшення інвестицій, підвищення реальних доходів населення, а також зниження доларизації та укріплення довіри до національної валюти - гривні.

2. Зростання обсягів міжнародних валютних резервів НБУ. З 1999 р. по 2004 р. міжнародні резерви збільшилися у 9,5 разу, з приблизно 1 млрд дол. США до 9,5 млрд дол. США. Значне зростання резервів НБУ суттєво покращило їх якісні характеристики за останні 5 років. Зокрема, обсяг золотовалютних резервів становив:

- 3 місяці імпорту на кінець 2004 р. порівняно з 3,7 тижня на кінець 1999 р.;
- майже 100 % грошової бази в кінці 2004 р. порівняно з 37 % наприкінці 1999 р.;
- 79 % зовнішнього державного боргу на кінець 2004 р. порівняно з всього 8 % на кінець 1999 р.

Зростання обсягів міжнародних резервів НБУ має позитивні макроекономічні наслідки:

по-перше, підвищує валютне забезпечення грошової бази, що укріплює надійність та стабільність монетарної системи та національної валюти;

по-друге, збільшує можливості щодо погашення та обслуговування зовнішнього боргу, що підвищує міжнародну довіру до державної економічної політики та економіки України в цілому, сприяє притоку іноземних інвестицій;

по-третє, розширює можливості Національного банку щодо регулювання обмінного курсу та валютного ринку шляхом здійснення інтервенцій при тимчасових коливаннях попиту і пропозиції, що підвищує забезпеченість критичного імпорту необхідними валютними ресурсами і є надійним засобом страхування життєздатності економіки країни у разі можливого скорочення надходжень валюти.

3. Стабільність реального ефективного обмінного курсу (РЕОК). Цей показник відоб-

ражає зміну обмінних курсів гривні щодо валют країн - основних торговельних партнерів України з урахуванням інфляції у цих країнах та зміни внутрішніх цін в Україні. Динаміка РЕОК демонструє відносну зміну цін українських товарів на зовнішніх ринках і є індикатором цінової конкурентоздатності економіки. Якщо РЕОК девальвує, це свідчить про зменшення загального рівня цін українського експорту на зовнішніх ринках, що стимулює його зростання та розширює зовнішній попит на українську продукцію; якщо РЕОК ревальвує, це відображає загальне подорожчання українського експорту, що негативно впливає на його обсяги та скорочення зовнішнього попиту.

Із 1998 р. по 2004 р. девальвація РЕОК становила приблизно 35 % (відповідні розрахунки та ширший аналіз наведено у [17]). За останні 5 років - з 2000 р. до 2004 р. - РЕОК девальвував усього майже на 5 %. Причому у 2000-2001 рр. внаслідок високої інфляції спостерігалася його ревальвація, а у 2002-2003 рр., після уповільнення темпів зростання цін, - зниження, тоді як у 2004 р. РЕОК перебував приблизно на стабільному рівні. За рахунок суттєвого зниження після 1998 р. та відносної стабілізації протягом останніх п'яти років динаміка РЕОК значно поліпшила умови зовнішньої торгівлі, що сприяло подальшому розвитку українського експорту та зростанню позитивного сальдо зовнішньої торгівлі.

Статистичні дані підтверджують цей стимулюючий вплив: за інформацією платіжного балансу після значної девальвації РЕОК у 1998 р. та подальшого збереження його стабільності позитивне сальдо зовнішньої торгівлі у 1999-2004 рр. підтримується на високому рівні і є одним із важливих чинників загального зростання виробництва. Так, позитивне торгове сальдо з 1,7 млрд дол. США у 1999 р. зросло до 5,2 млрд дол. США у 2004 р.

При цьому покращується структура експорту, де зростає частка переробної промисловості з відносно високим рівнем обробки товарів (машинобудування, продукція паливно-енергетичного сектора) у порівнянні з продукцією низького рівня обробки. Значне зростання експорту та позитивного сальдо торгового балансу забезпечило прискорене зростання поточного рахунку платіжного балансу і резервів НБУ, суттєво підвищило фінансові результати діяльності експортерів, продукція яких становить більше 50 % обсягів ВВП. Це стало вагомим фактором зростання виробництва у цьому секторі економіки, здійснення інвестицій та стимулювання виробни-

чої активності в інших галузях економіки і перетворилося на потужний фактор зростання валового внутрішнього продукту, який за 2000-2004 рр. зріс майже на 50 %.

Таким чином, завдяки запровадженню існуючої системи валютного регулювання Національний банк України забезпечив проведення стабілізаційно-стимулюючої валютно-курсової політики, яка сприяла підтриманню фінансової стабільності та економічному зростанню. Додатковим свідченням ефективності діючої системи валютного регулювання стало її використання під час істотної дестабілізації ситуації наприкінці 2004 р.

До вересня 2004 р. ситуація на валютному ринку характеризувалася стабільністю. Суттєві ризики виникли напередодні президентських виборів починаючи з другої половини вересня через значні соціальні виплати населенню з бюджету, підвищення політичних та інфляційних ризиків. Унаслідок цього попит на іноземну валюту значно зріс, і з другої половини вересня до середини жовтня перевищення попиту над пропозицією на готівковому ринку становило 500 млн дол. США, що призвело до швидкого знецінення готівкового курсу гривні. У цих умовах на початку жовтня офіційно зареєстроване середнє значення готівкового курсу гривні впало майже на 2 % - до 5,431 грн за дол. США, а на «чорному ринку» курс знецінився майже на третину - ціна долара зросла до 6-7 грн. Така сама ситуація стосовно значного зростання попиту спостерігалася й на безготівковому ринку.

У цих умовах тільки прив'язка попиту на валюту до реальних чинників змогла нівелювати ажіотажний попит. Проте зростання попиту виявилось настільки значним, що з метою недопущення надмірної девальвації було відновлено раніше скасоване обмеження щодо граничного відхилення готівкового курсу від офіційного в межах 2 відсотків та запроваджено широкомасштабні інтервенції готівкової іноземної валюти банкам для її продажу населенню. Всього за жовтень - грудень 2004 р. перевищення попиту над пропозицією на готівковому ринку сягнуло 3,3 млрд дол. США. Для втримання стабільності офіційного курсу Національний банк був вимушений продати банкам (з урахуванням готівкових інтервенцій) у четвертому кварталі 2004 р. 2,7 млрд дол. США. У результаті цього обсяг золотовалютних резервів за 3 останні місяці року зменшився майже на 20 %, чи на 2,8 млрд, до 9,5 млрд дол. США на кінець року.

Таким чином, у складних умовах курсову стабільність було втримано і курсові орієнтири збережено тільки завдяки діючим обмеженням та

іншим особливостям існуючої системи валютного регулювання, яка дала змогу нівелювати значний тиск ажіотажного попиту. За відсутності таких обмежень значне падіння курсу могло б викликати ланцюгову реакцію значного падіння довіри до національної грошової одиниці - гривні, сплеск цін, вимивання ліквідності банків, параліч системи розрахунків та фінансову економічну кризу, за масштабами та наслідками значно більшу та згубнішу, ніж у 1998 р.

Істотна дестабілізація ситуації з можливим виникненням кризових явищ після відносно тривалого періоду сприятливого розвитку свідчить про те, що демонтаж чи глибока лібералізація існуючої системи валютного регулювання, побудованої на певних обмеженнях, поки що є передчасними. Іншою вагомою причиною запровадження поки що досить поміркованих, а не прискорених темпів такої лібералізації, є те, що саме існуюча система валютного регулювання стала однією з основних передумов проведення відповідної валютно-курсової політики, а відтак і фінансової стабільності та економічного зростання, яке спостерігалось в Україні протягом останніх 5 років. Передчасна відмова від основних елементів діючої системи валютного регулювання може призвести до втрати значної частини переваг, які вона надає у сфері курсової, монетарної і загальнодержавної економічної політики, а відтак створює досить потужні передумови економічного зростання.

Проте з урахуванням постійної зміни ситуації, внутрішніх та зовнішніх умов функціонування валютних ринків, розвитку вітчизняної економіки систему валютного регулювання необхідно постійно вдосконалювати з метою розширення можливостей роботи на валютному ринку як банків, так і їх клієнтів, підтримання стабільності ринку, поступового наближення до стандартів ЄС та до умов функціонування світових валютних ринків. Однак навіть у випадку поступової еволюційної лібералізації з урахуванням незавершеності процесів формування інституціональних основ національної ринкової економіки та її недостатньої потужності поки що доцільно зберігати ключові елементи діючої системи, які дають змогу забезпечувати певну керованість валютним ринком та обмінним курсом, а також зменшувати ризики можливої дестабілізації. Прикладом такого еволюційного вдосконалення системи монетарного, в тому числі валютного регулювання, є його розвиток протягом 2003 р., розглянутий у [18]. Проблема здійснення глибшої лібералізації валютного регулювання потребує окремого детального розгляду.

1. Вахненко Т. Зміцнення курсової пропозиції гривні як об'єктивна необхідність (результати економіко-математичного моделювання) // Економіст.- 2004,- № 11.- С 33-37.
2. Інформаційна агенція «Рейтер», Інформаційна агенція «Інтерфакс», повідомлення від 11 березня 2005 р.
3. Інформаційна агенція «Інтерфакс», повідомлення від 10 лютого 2005 р.
4. Control on capital flows: experience with quantitative measures and capital flows taxation. IMF - International Capital Markets.- IMF, Washington DC, 1995.
5. Wyplosz C. How risky is financial liberalization in developing countries? II Comparative Economic Studies.- № 2.- 2002.- P. 1-26.
6. Montiel P., Reinhart C. M. Do capital control and macroeconomic policies influence the volume and composition of capital flows? Evidence from the 1990s II Journal of International Money and Finance.- № 18(4).- August, 1999.- P. 619-635.
7. Edwards S. Capital Flows, Real Exchange Rates and Capital Controls: Some Latin American Experiences II National Bureau of Economic Research Working Paper.- № 6800.- 1998.
8. Edwards S. How Effective are Capital Control II Journal of Economic Perspectives.- 1999.- № 13,- P. 65-84.
9. International Financial Statistics. April 2005. International Monetary Fund.- Washington D. C, 2005.
10. Balance of Payments Statistics. Yearbook 2004. Part 1: Country Tables.- IMF, Washington D. C, 2004.
11. Balance of Payments Statistics. Yearbook 2004. Part 2: World and Regional Tables.- IMF, Washington D. C, 2004.
12. Бюлетень Національного банку України № 3/2005(144). Щомісячне аналітично-статистичне видання Національного банку України,- Київ, 2005.
13. Россия. Экономическое и финансовое положение. Центральный банк Российской Федерации.- М., июнь 2004.
14. Бюлетень банківської статистики,- 2005.- № 2(68).- Національний банк Республіки Беларусь.- Минск, февраль 2005.
15. Статистический бюллетень.- 2004.- № 11(120).- Національний банк Казахстан,- Алмааты, 2004,
16. Monthly Bulletin № 11 2004 (Year XII, № 134). National Bank of Romania.- Bucharest, November 2004.
17. Михайличенко С. Ю., Лук'яненко І. Г., Михайличенко М. С. Реальний ефективний обмінний курс гривні: економічний зміст, динаміка, моделі, застосування.- К.: Видавничий дім «КМ Академія», 2003.
18. Михайличенко С. Ю., Михайличенко М. С. Розвиток і застосування методів регулювання грошового та валютного ринків України в 2003 р. // Наукові записки НаУКМА.- Т. 30.- 2004.- С. 31-39.

S. Mykhaylychenko

SYSTEM OF FOREIGN EXCHANGE REGULATION DURING ECONOMIC GROWTH IN UKRAINE IN 2000-2004

Main causes of existing of restrictions in the foreign exchange regulation system in Ukraine, as transition economy, are analyzed. Terminological issue as to correlation between exchange rate and monetary policy terms is examined. Motives for exchange regulation system implementation as well as its key elements, which (the system) was formed in the late 1998 after the crises and made for hryvnia exchange rate stability during 2000-2004, are covered.