Центр соціальних та економічних досліджень

Адреса: Bagatela St., 14,
00-585, Warsaw, Poland
Tel.: (48 22) 628-0912
Fax: (48 22) 628-6581
E-Mail: case@case.com.pl
case@case.kiev.ua

Гарвардський інститут міжнародного розвитку

Адреса: 252001, Україна, Київ,
вул. Хрещатик 10 Б
Тел.: (044) 228-8660, 228-1349
Fax: (044) 228-1349
E-Mail: hiid@hiid.kiev.ua

СТРАТЕГІЯ ДЕРЕГУЛЯЦІЇ ВАЛЮТНОГО РИНКУ

Малгожата Маркевич, Урбан Гурскі

Київ
14 грудня 1998 року

1. Вступ

Починаючи з осені 1997 року, внаслідок відтоку короткострокового іноземного капіталу з ринку урядових цінних паперів і негативного сальдо платіжного балансу, в Україні відчувався тиск на валютний курс. Валові резерви в іноземній валюті скоротилися з 2374 млн. доларів США на початку 1998 року до 900 млн. доларів США на кінець серпня 1998 року[1]. Як реакція на поглиблення російської кризи, яка розпочалася у серпні 1998 року, валютний курс гривні (гривня до долара США) різко впав. Валютний курс перейшов верхню межу коридору, встановленого на 1998 рік (який вже один раз коригувався на початку цього року). 5 вересня уряд та НБУ вирішили переглянути параметри валютного коридору, змінивши його межі до 2,5 – 3,5 гривень за долар. Окрім того, НБУ започаткував широке коло адміністративних заходів для контролю над валютним ринком. Як було оголошено, адміністративні заходи було запроваджено лише тимчасово, хоча і не було жодних уточнень щодо конкретного строку їх дії.

Політика НБУ дала змогу витримати спекулятивний тиск на гривню і утримувати її в межах коридору. Девальваційні очікування були надзвичайно стримані, що сприяло уникненню високої інфляції. Банківський сектор зміг задовольнити усі вимоги про зняття депозитів, а оскільки не було проблем із ліквідністю, то були відсутні і випадки банкрутства. Отже, було досягнуто запланованих цілей валютної політики. Ось чому ми вважаємо, що саме зараз настав час розглянути можливість скасування антикризових тимчасових адміністративних обмежень разом із варіантами політики валютного курсу. Завдання дерегуляції валютного ринку полягає у розробці плану щодо конкретного терміну і послідовності запровадження заходів з дерегуляції. Головна мета цієї статті: запропонувати загальну схему політики дерегуляції і навести аргументи на користь необхідності її запровадження.

Структура статті є наступною. У розділі 2 описано економічні диспропорції, що виникли внаслідок запровадження контролю валютного курсу. Тут також наведені основні причини необхідності дерегуляції ринку. Проте такі регулятивні норми неможливо усунути без відповідних макроекономічних умов. Тому у розділі 3 зроблено припущення щодо монетарної політики та політики валютного курсу, які відповідають певним заходам із дерегуляції. Нарешті, розділ 4 обґрунтовує час та послідовність скасування адміністративного контролю на валютному ринку.

2. Адміністративні заходи на ринку іноземної валюти: як вони діють?

За наявності широкого спектру адміністративних заходів, ринок іноземної валюти перебуває під контролем. Проте небезпечною рисою зазначених заходів є те, що вони стають дедалі менш ефективними. У відповідь на втрату ефективності НБУ та уряд запроваджують додаткові заходи. Внаслідок цього валютний ринок стає надто зарегульований, а отже, і надзвичайно деформованим (згідно з деякими оцінками, рівень контролю на ринку іноземної валюти можна порівняти із ситуацією на цьому ринку наприкінці 1993 року). Учасники валютного ринку намагаються розробити шляхи та методи уникнення контролю і пристосування до нового середовища. Цілком природним є використання ними не лише легальних, а й протизаконних рішень цієї проблеми. Всі адміністративні заходи можна поділити на дві групи: офіційні та

[1] Чисті зовнішні активи НБУ за той самий період скоротилися з -162 млн. гривень до -3427,2 млн. гривень.

неофіційні (надання чиновникам різних державних установ повноважень для прийняття свавільних рішень). Наслідком цього є непрозорість економічного середовища для осіб, які займаються операціями з іноземною валютою.

Перед викладенням оцінок ефективності прийнятих заходів, слід розглянути можливі наслідки існуючого контролю (перелік запроваджених заходів наведено у Додатку).

1. Рішення щодо концентрації валютних операцій на УМВБ і призупинення діяльності міжбанківського валютного ринку позбавляють органи, які здійснюють економічну політику, інформації про справжній ринковий валютний курс рівноваги. Спостереження за зміною попиту, пропозиції і валютного курсу може бути лише непрямим. Чорний ринок готівки, безготівкові операції резидентів і нерезидентів, а також ринок у Росії можуть тільки наближено оцінити тенденції валютного курсу. Слід обережно підходити до оцінок тенденцій, одержаних шляхом застосування цих методів, так як ці методи не можуть бути цілком достовірними і по своїй природі є такими, що їх складно отримати.

2. Контроль за операціями з капіталом деформував структуру зовнішньої торгівлі. Внаслідок контролю валютного курсу, попит на валюту з боку імпортерів не може бути задоволений повною мірою. З іншого боку, 50% виручки від експорту повинно продаватися на УМВБ. Обидва ці заходи сприяють змінам у зовнішній торгівлі. Чимало операцій по імпорту було зупинено, що спричинило падіння обсягів імпорту і зруйнувало довіру до багатьох українських підприємств-імпортерів, а це призвело до втрати клієнтів. З другого боку, обмеження на платежі по імпортних операціях мали непрямий вплив на обсяги експорту, оскільки імпорт багатьох товарів використовується як сировина у виробництві експортних товарів. Згідно з висловлюваннями представників комерційних банків, обмеження негативно вплинули на функціонування економіки, особливо на операції імпортерів.

3. В умовах, коли валюта перебуває під тиском девальвації і запроваджується контроль за операціями з іноземною валютою, виникнення паралельного ринку іноземної валюти є майже автоматичним. Існує чорний ринок як для готівкових, так і для безготівкових операцій. Окремі операції здійснюються у готівковій формі, окремі – через спеціальні схеми, пов’язані з використанням російського рубля. Існує структура квазі-банківських інституцій, що обслуговують операції з іноземною валютою (дана структура функціонує нелегально), значна частка платежів здійснюється через іноземні банки або банки, розташовані в офшорних зонах. Підприємства знаходять шляхи уникнення регулювання НБУ, який намагається заборонити подібні операції. Проте оцінити валютний курс на таких паралельних ринках можна лише приблизно.

4. Існуючий контроль за валютним ринком чинить додатковий тиск на комерційний банківський сектор. Банкам заборонено займатися окремими видами діяльності (див. Додаток). Зазначені положення, разом із конверсією ОВДП банків-резидентів (згідно з оприлюдненими даними, 16 банків взяли участь у добровільній конверсії 35% загального обсягу боргових облігацій, що перебували у власності банків-резидентів) вплинули на рівень ліквідності банків і обмежили види діяльності, які могли б здійснюватися цим сектором. Банки мають обмежені можливості диверсифікації ризику і управління рівнем ліквідності.

5. Коли попит на валютний курс не задовольняється, виникають спекулятивні види діяльності і відбувається скуповування валюти з метою її перепродажу.

6. Процедури, що застосовуються для збирання документів для придбання іноземної валюти, є заплутаними і можуть несподівано змінюватися. Існує значний простір для прийняття довільних рішень чиновниками НБУ, Державної податкової адміністрації і Державною митною службою. Таким чином, рука ринку замінена рукою державних службовців. Ця система може бути корумпованою і, звичайно ж, неефективною в плані оптимального розміщення дефіцитного ресурсу (іноземна валюта).

7. Нині запроваджені в Росії заходи не дають змоги відкинути можливість "другої хвилі" кризи. У разі різкої девальвації рубля виникне тиск на гривню. НБУ не має достатніх валютних резервів для здійснення інтервенцій, а можливості для здійснення додаткового контролю за валютним курсом також обмежені. Слід виробити стратегію протидії зазначеній ситуації до того, як розпочнеться нова хвиля кризи рубля. Метод запровадження все глибших і глибших заходів адміністративного контролю у відповідь на кожне потрясіння на валютному ринку веде у нікуди: це не сприяє розв'язанню проблем, а лише нагромаджує їх.

8. Різка девальвація підірвала довіру до національної валюти. Через контрольованість валютного курсу, іноземні валюти стали дефіцитним товаром. Внаслідок появи зазначених фактів зріс рівень доларизації економіки. Контроль за валютним курсом сприяє виникненню паралельних ринків, і різниця між офіційним валютним курсом і курсом на "чорному ринку" стимулює додаткові девальваційні очікування і заохочує доларизацію економіки (люди намагаються перевести свої заощадження у вільно-конвертовані валюти).
9. Чимало підприємств умисно порушують українське законодавство і своєчасно не повертають валютну виручку в Україну. Відповідно до оцінок уряду, на початку листопада близько 363 підприємств не повернули 248,6 млн. доларів США валютної виручки і активів в Україну[2]. Зокрема, експортери не поспішають повернути доходи від експортних операцій, порушуючи тим самим кінцеві строки, встановлені законодавством. Із урядових джерел нам відомо, що сума доходів від експортних операцій, не повернутих в Україну своєчасно, на 1 жовтня 1998 року складала 2,86 млрд. доларів США. Діючі адміністративні обмеження лише заохочують таку поведінку.

10. Незадоволений попит на іноземну валюту переходить на паралельний ринок. Додаткові надходження від експорту також реалізуються на чорному ринку. Існування валютного контролю сприяє створенню каналу між імпортерами та експортерами, через який вони задовольняють свої потреби поза межами офіційного ринку.

11. Внаслідок обмеженого доступу до іноземної валюти, окремі підприємства були змушені перемістити свою діяльність до неофіційного сектора економіки. Збільшення частки неофіційного сектора – не на користь Україні, принаймні у світлі наслідків для бюджету і перспектив економічного зростання.

[2] Це число відбиває зобов'язання 363 підприємств, кожне з яких заборгувало щонайменше 100 тисяч доларів США.

12. Контроль за валютним курсом сприяє розширенню системи бартерних платежів у зовнішній торгівлі.

Познайомившись з усіма можливими несприятливими наслідками контролю за валютним курсом спробуємо тепер розробити загальну схему їх усунення. Слід пам'ятати про таке загальне правило: чим більше деформованим є ринок, тим вищою буде вартість усунення адміністративних обмежень. Якщо адміністративні обмеження на ринку іноземної валюти будуть збережені, це призведе до створення викривленого ринку іноземної валюти з багатьма точками рівноваги, який вимагатиме дедалі суворішого контролю. Після цього, у разі остаточного усунення цих обмежень, стрес буде більшим, і потрібно буде більше часу для приведення усіх курсів до одного рівноважного рівня. Ось чому послідовність заходів з дерегуляції має велике значення.

Як уже зазначалося вище, адміністративний контроль на ринку іноземної валюти має значні деформуючі наслідки для економіки в цілому, оскільки збільшує ціну надання кредитів економіці (внаслідок обмеження видів банківської діяльності) і обмежує можливості для економічного зростання. Хоча адміністративні обмеження, запроваджені на валютному ринку і дають змогу стабілізувати офіційний валютний курс гривні, проте тривалий період їх застосування матиме численні несприятливі наслідки, такі як деформування цін, виникнення паралельного ринку іноземної валюти, перешкод для функціонування малого та середнього бізнесу, корупція, тощо. Зважаючи на ці негативні наслідки, ефективність антикризових адміністративних обмежень у середньо- та довгостроковій перспективі буде також негативною. У цьому й полягає основна причина необхідності їх якомога скорішого скасування (оскільки ми не знаємо, коли переваги стануть меншими за недоліки). Дослідження ринку вказують на те, що вже зараз з'явилися численні несприятливі наслідки. Нижче ми пропонуємо графік усунення обмежень на валютному ринку.

3. Макроекономічні умови дерегуляції валютного ринку

З метою послаблення адміністративного контролю в межах певних макроекономічних умов, ми маємо зробити деякі припущення щодо монетарної політики та політики обмінного курсу, що також мають узгоджуватися з фіскальною політикою. Відповідно до заяв НБУ, ми припускаємо, що грошова база буде проміжною ціллю монетарної політики і основним інструментом стабілізації рівня цін у 1999 році. Окрім цього, обсяг чистих кредитів уряду залишиться по суті стабільним, відповідно до нового зменшеного бюджетного дефіциту.

Нарешті, збільшення грошової бази (разом із змінами рівня чистих зовнішніх резервів) відповідатиме цілям інфляції на наступний рік. Зміна рівня чистих зовнішніх резервів має бути майже єдиним джерелом збільшення грошової маси (дуже обмежене рефінансування комерційних банків), що відображає підвищення попиту на гривню, основаного на внутрішніх і зовнішніх джерелах. За такої фіскальної та монетарної політики (зміна проміжної цілі з валютного курсу на зростання грошової бази), поступове скасування контролю за валютним курсом передбачає запровадження нового режиму *"керованого плаваючого"* валютного курсу.

Ми стверджуємо, що виважене дерегуляції ринку іноземної валюти не дає жодних раціональних причин для подальшої девальвації гривні у середньостроковій перспективі в умовах реалізації послідовної та узгодженої монетарної політики. Це означає, що НБУ триматиметься своїх цілей щодо збільшення грошової бази та рівня

цін і не відступиться від виваженої макроекономічної політики (що було взято нами як припущення), а значить не збільшувати обсяги чистих кредитів уряду. Окрім цього, кредити на рефінансування не підтримуватимуть слабких та безнадійних комерційних банків, що не виконують встановлені у розумних межах нормативні вимоги. НБУ застосовуватиме до цих банків процедури ліквідації і/або реабілітації з метою оздоровлення фінансового сектора[3].

4. Послідовність скасування адміністративного контролю

Враховуючи припущення про дотримання виваженої та послідовної монетарної політики, про що йшла мова у попередніх розділах, можна визначити послідовність та строки скасування адміністративного контролю на валютному ринку.

Першим кроком, скажімо, 1 січня 1999 року [4], має стати спрощення процедури одержання дозволу на купівлю іноземної валюти на УМВБ, надання цій процедурі прозорішого характеру й зменшення рівня її довільності. Зокрема, зі списку документів, які вимагаються для купівлі валюти, слід негайно викреслити сертифікати (ліцензії) податкової адміністрації. У такій вимозі немає жодного сенсу, вона лише стимулює корупцію. У випадку дисбалансу на валютному ринку, коли попит на тверду валюту перевищує її пропозицію, ми рекомендуємо надавати перевагу тим банкам, які вчасно задовольняють всі раціональні регулятивні вимоги НБУ.

Водночас, слід дозволити підвищення різниці між офіційним курсом купівлі/продажу та курсом обмінних пунктів до 10-15% (докризовий або трохи вищий рівень для прискорення процесу пристосування), та скасувати 1000-доларовий ліміт на купівлю валюти для одного клієнта обмінного пункту. Це, у свою чергу, надасть більшої свободи у визначенні валютного курсу в пунктах обміну валюти і зменшить обсяги твердої валюти, яка обертається на чорному ринку. У результаті, економічні агенти матимуть кращу інформацію про тенденції на валютному ринку. Окрім того, це дасть змогу малим “готівковим” імпортерам функціонувати без додаткових витрат на купівлю валюти. І нарешті, обидва заходи стануть позитивним сигналом для ринку у плані установки на скасування подальших регулятивних вимог.

Наступну групу заходів з дерегуляції слід запроваджувати за умови відносного балансу між початковим попитом та пропозицією на УМВБ та очевидної конвергенції валютних курсів – курс продажу у пунктах обміну валют не повинен відрізнятися від офіційного курсу більше, ніж приблизно на 5% (докризова маржа пунктів обміну валют). Валютний курс у Москві і курс на чорному ринку мають засвідчувати стабілізаційні тенденції довкола офіційного курсу[5]. Беручи до уваги зазначені вище умови, слід дозволити купівлю валюти на УМВБ для всіх контрактів на імпорт (усіх товарів, а не лише окремих товарів). Окрім того, банки повинні мати змогу надавати резидентам кредити у твердій валюті зі своїх власних коштів – банки не повинні претендувати на купівлю валюти на УМВБ для надання кредитів. Для полегшення доступу комерційних банків до валютних операцій ми пропонуємо при розгляді заявок банків на купівлю доларів повернутися до докризових правил при визначенні умов щодо депозитів (тобто повернутися до 10-40% депозитів; див. Додаток).

Після цього слід відновити 2-3 місячну передоплату для контрактів на імпорт. Це означатиме, що імпортери зможуть подавати заявки на купівлю валюти наперед і завершувати контракти через 2-3 місяці. Існує загроза, що банки використовуватимуть

[3] Наприклад, у Киргизстані, застосування Національним Банком Республіки Киргизстан процедури реабілітації означає звільнення діючого управлінського персоналу банків. Таким чином, акції банку відіграють роль застави при наданні реабілітаційної позики .

[4] Це є перша прийнятна дата, яка не включає рішення про зміну існуючого коридору.

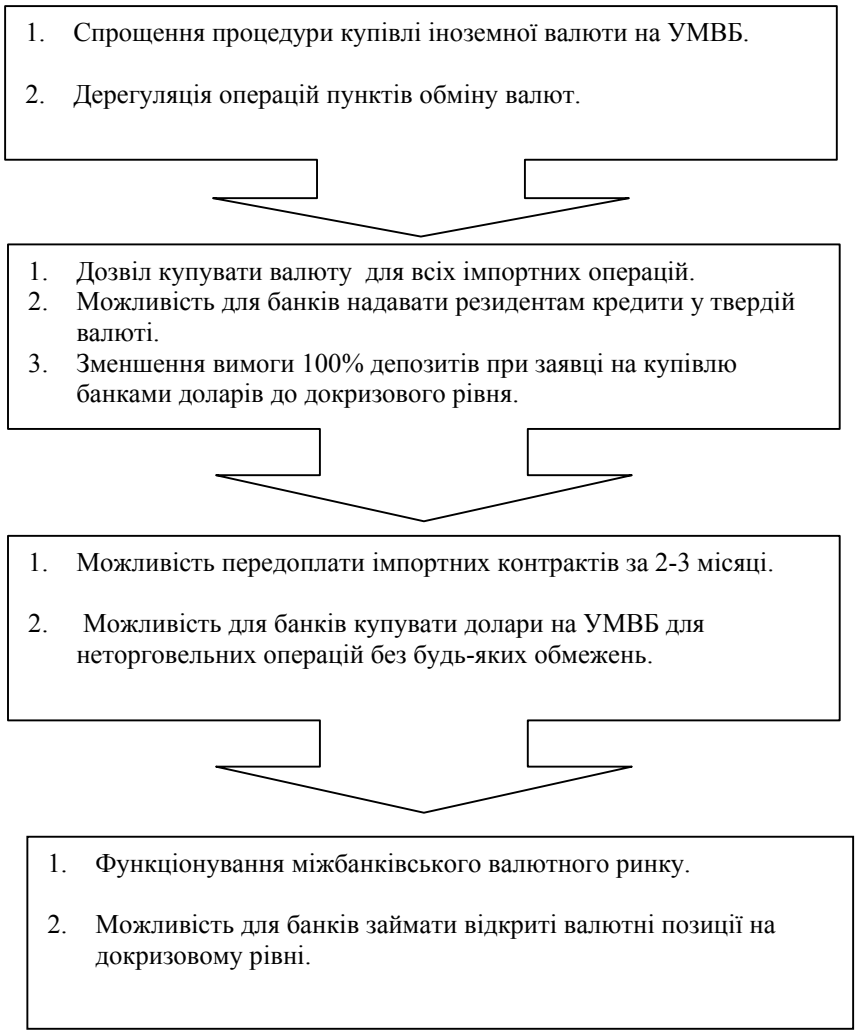
[5] Очікується, що процес стабілізації триватиме не більше 3-4 тижнів.

передоплату на імпорт для тимчасового збільшення валютних вкладів для спекулятивних цілей. Незважаючи на це, як зазначалося в розділі 2, дозвіл на передоплату контрактів на імпорт є вирішальним для розвитку торгівлі, оскільки Україна не користується довірою на міжнародних ринках і велика частка імпорту не реалізується.

Останнім кроком перед відкриттям міжбанківського валютного ринку є надання банкам дозволу на купівлю доларів для неторговельних операцій на УМВБ. Це крок, який надає більше спекулятивних можливостей комерційним банкам, і який слід запроваджувати при відносній стабільності валютного ринку.

Після цього необхідно відновити функціонування міжбанківського валютного ринку, що дасть змогу банкам вільно торгувати валютою між собою для цілей не заборонених органами, відповідальними за монетарну політику. Це означатиме, що в оцінці заявок на купівлю твердої валюти банки діятимуть як агенти НБУ. Окрім відкриття міжбанківського ринку, банкам слід дозволити мати відкриті валютні позиції (на докризовому рівні).

Інші перешкоди на шляху ринкової орієнтації валютного ринку (такі, як заборона валютних ф'ючерсних контрактів, рахунки "NOSTRO", ліміти на процентну ставку на кредити із закордону) необхідно усувати залежно від обставин у фінансовій системі (скажімо, при ефективно функціонуючому банківському нагляді). При визначенні строків скасування цих регулювань необхідно враховувати вище зазначені обставини.



Додаток

Адміністративні регулювання на валютному ринку

1. Станом на 22 серпня 1998 року, банкам заборонено мати відкриті валютні позиції у вільноконвертованій валюті (резолюція НБУ від 18 серпня). Ця вимога не застосовується до операцій, пов'язаних із купівлею/продажем готівкової валюти для забезпечення управління операціями з готівкою або пунктів обміну. Попередньо банкам дозволялося мати відкриті валютні позиції на суму до 15% капіталу.

- 10 листопада 1998 року НБУ повторно ввів обмеження на попит на долари для неторговельних операцій і обмежив суми доларів, які банк може купити на УМВБ для своїх обмінних пунктів. Починаючи з 12 листопада 1998 року НБУ вимагає від банків зазначення в заявках цілей купівлі валюти.

2. Станом на 22 серпня 1998 року банкам заборонено укладати валютні ф'ючерсні контракти (резолюція НБУ від 18 серпня), що є превентивним заходом.

3. Станом на 22 серпня 1998 року, підприємствам-резидентам України заборонено здійснювати передоплату по контрактах на імпорт (як у валюті, так і в гривнях). Плата резидентами суми понад 10000 доларів США може здійснюватися виключно на основі кредитної угоди або рахунку-фактури (резолюція НБУ від 18 серпня 1998 року). НБУ 13 листопада 1998 року почасти скасував заборону на передоплату по контрактах на імпорт, головним чином для послуг.

4. Для іноземних банків обмежено можливості купівлі валюти.

5. НБУ вимагає, щоб усі обмінні пункти не змінювали курс готівкового продажу протягом дня.

6. Комерційним банкам не дозволяється надавати резидентам кредити в іноземній валюті, за винятком операцій, пов'язаних із критичним імпортом.

7. Процентні ставки на зовнішні кредити не можуть перевищувати максимальної доходності в іноземній валюті по ОВДП.

8. Правління НБУ 4 вересня 1998 року затвердило кілька додаткових заходів.

- Запровадження обов'язкового продажу на УМВБ 75% виручки підприємств у твердій валюті (починаючи із 7 вересня 1998 року); обов'язковий продаж виручки у твердій валюті було скасовано у травні 1997 року. Кабінет Міністрів 14 вересня 1998 року зменшив цю вимогу з 75% до 50%.
- Введення заборони на страхування кредитів та на фінансові гарантії для тих банків, які станом на 1 липня 1998 року не завершили формування резервів для покриття ризиків по валютних операціях.
- Різницю між офіційним курсом купівлі/продажу та курсом обмінних пунктів зменшено з 10% до 5%; суму валюти, яку може придбати один клієнт обмінного пункту обмежено до 1000 доларів США на одну операцію.

9. НБУ 7 вересня 1998 року заборонив операції з твердою валютою на міжбанківському валютному ринку. Суб'єкти міжбанківського валютного ринку та

їхні українські клієнти повинні здійснювати безготівкові валютні операції з купівлі/продажу іноземної валюти, віднесені НБУ до валютної групи 1[6], лише на УМВБ або КрМВБ (директива НБУ від 4 вересня 1998 року). Згідно із зазначеною директивою НБУ, УМВБ та КрМВБ не вираховують комісійних з продавців іноземної валюти під час обмінних операцій; комісійні з покупців іноземної валюти не можуть перевищувати 1% від обсягів операції.

10. НБУ 1 жовтня 1998 року різко посилив правила, які регулюють купівлю іноземної валюти.

- Серед багатьох вимог, нові правила передбачають, що уповноважені банки можуть купувати іноземну валюту на УМВБ за умови, що їхні клієнти надають ряд документів, в тому числі, іноземні торговельні контракти, документи про розрахунки з податковими та митними органами тощо, які підтверджують їхнє право на купівлю іноземної валюти. Окрім того, від банків вимагається подавати до Державної податкової адміністрації інформацію про клієнтів, які мають намір придбати валюту, в тому числі паспортні дані директора або бухгалтера.
- Реґіональні відділення НБУ мають вирішувати, чи має клієнт право купувати іноземну валюту. Реґіональні відділення повинні щомісячно інспектувати банки для перевірки використання придбаної валюти.

11. Валютний комітет УМВБ 1 жовтня 1998 року запровадив вимогу про 100% депозитів на банківські заявки на купівлю валюти на біржі. [Банк "Кліринговий Дім" (розрахунковий центр УМВБ) 2 лютого 1998 року запропонував нову платіжну процедуру, за якою банки мали вносити до банку "Кліринговий Дім" 10-40% від суми їхніх заявок на придбання або продаж іноземної валюти. З того часу і до 1 жовтня 1998 року банк "Кліринговий Дім" визначав суму, яку потрібно було вносити, на основі рейтингу кожного банку.]

12. Починаючи з 5 жовтня 1998 року банкам заборонено відкривати кореспондентські рахунки "NOSTRO" у валютах віднесених до групи 1 в офшорних зонах або в країнах, де місцева валюта відноситься до іншої групи.

13. НБУ зняв заборону на надання експортерам кредитів в іноземній валюті, які пізніше перепродуються позичальникам на валютному ринку (ці позики було заборонено з грудня 1997 року). Це рішення набере чинності після реєстрації в Міністерстві юстиції.

[6] Валютна група 1 за класифікацією НБУ включає в себе вільноконвертовану валюту, таку як долари США, німецька марка та ін.