

УДК 336.74

ТЕОРЕТИЧНІ АСПЕКТИ УПРАВЛІННЯ ВАЛЮТНИМИ ІНТЕРВЕНЦІЯМИ ЦЕНТРАЛЬНИМ БАНКОМ

Надія Едуардівна БОДРОВА

*к.т.н., доцент кафедри фінансів Національного аерокосмічного університету «ХАІ»
E-mail: nadija.bodrova@mail.ru*

Анотація. Розглянуто механізм валютних інтервенцій центральних банків зарубіжних країн. Досліджено форми інтервенцій в залежності від цілей грошово-кредитної політики, а також інструменти їх проведення. Наведено критерії оцінки ефективності валютних інтервенцій.

Аннотация. Рассмотрен механизм валютных интервенций центральных банков зарубежных стран. Исследованы формы интервенций в зависимости от целей денежно-кредитной политики, а также инструменты их проведения. Приведены критерии оценки эффективности валютных интервенций.

Ключові слова: стерилізовані інтервенції, нестерилізовані інтервенції, інфляція, грошова маса, валютний курс, міжнародні резерви.

Ключевые слова: стерилизованные интервенции, нестерилизованные интервенции, инфляция, денежная масса, валютный курс, международные резервы.

Постановка проблеми. У сучасних економічних умовах в багатьох країнах поступово відбувається перехід від таргетування валютного курсу до таргетування інфляції як основної мети грошово-кредитної політики. Регулювання грошової маси для підтримки визначеного рівня інфляції або його зниження постає першочерговою задачею центральних банків. При цьому величина валютного курсу стає керованою змінною, що потребує цілеспрямованого впливу з боку центрального банку. У цих умовах валютні інтервенції, як універсальний інструмент грошово-кредитної і валютної девізної політики, є діючими й ефективними заходами регулювання грошової маси в країні.

Наслідки світової фінансової кризи, що призвели до скорочення обсягів золотовалютних резервів через проведення значних інтервенцій для підтримки валютних курсів у країнах, викликали гострі суперечки щодо ефективності даного інструмента. До того ж перехід до плаваючих режимів курсоутворення має на увазі невтручання центральних банків при встановленні валютного курсу, а отже, припускає мінімальну або повну відсутність валютних інтервенцій. На практиці, однак, центральні банки розвинених країн, як і раніше, часто використовують даний інструмент для регулювання попиту та пропозиції грошей.

Таким чином, постає проблема необхідності більш детального дослідження механізму реалізації валютних інтервенцій та їхнього впливу на розвиток економіки країни.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Вивченню механізму валютних інтервенцій присвячено наукових багато праць як зарубіжних, так і вітчизняних вчених. Валютні інтервенції як інструмент грошово-кредитної політики та аналіз їхнього впливу на валютні ринки, попит і пропозицію грошей досліджені у роботах Е. Дж. Дола-на, К. Кембелла, Р. Габбарда, У. Бекстрома, Р. Морено. Аналіз ефективності валютних інтервенцій проведений у працях С.Р. Моїсеєва, С. В. Журавльова, Дж. Френкеля, О. Хампейджа, Р. Фатума. Оцінка здійснення інтервенцій у рамках валютної політики НБУ розглянуто в наукових роботах В. І. Міщенко, Ф. О. Журавки, О. В. Дзюблюка, Б. Ю. Лапчука, О. І. Береславської.

Недостатньо висвітленою проблемою є аналіз валютних інтервенцій зарубіжних центральних банків з оцінкою критеріїв їх ефективності, що використовуються ними у сучасних економічних умовах.

Метою статті є дослідження форм й інструментів валютних інтервенцій, особливості механізму їх проведення, а також аналіз ефективності інтервенцій на основі розгляду досвіду централь-

них банків зарубіжних країн.

Обґрунтування отриманих наукових результатів. Валютною інтервенцією є операція уряду в особі центрального банку на валютному ринку, метою якої є вплив на курс національної або іноземної валюти за рахунок штучного створення попиту чи пропозиції валюти [1]. Таким чином, можна сказати, що валютна інтервенція – це значний разовий цілеспрямований вплив центрального банку країни на валютний ринок і валютний курс, що здійснюється шляхом продажу або купівлі центральним банком великих обсягів іноземної валюти.

У керівництві МВФ «Про принципи політики інтервенцій» постульовані три основні принципи, якими повинні керуватися центральні банки країн при проведенні інтервенцій [2]:

- заборонене маніпулювання валютним курсом для відхилення від макроекономічної адаптації;
- країни зобов'язані проводити інтервенції для припинення безладдя на фінансових ринках, що можуть бути викликані короткостроковими коливаннями курсу однієї з валют;

- кожна країна повинна враховувати при проведенні інтервенцій інтереси своїх партнерів, особливо тих, в якій валюті здійснюється інтервенція.

У цьому документі МВФ також наведено рекомендації щодо використання інтервенцій тільки з метою зниження волатильності валютного курсу, а не задля регулювання його рівня.

Інтервенції на валютному ринку можуть проводитися різними засобами і мають декілька форм (рис. 1). Проведення вербальної інтервенції припускає, що представники міністерства фінансів або центрального банку намагаються змінити поточний валютний курс за допомогою усного вираження негативної оцінки економічної ситуації в країні. Здійснення вербальної інтервенції має високу ефективність у тих країнах, де центральний банк достатньо часто звертається до інтервенцій при реалізації своєї валютної політики.

Операційна валютна інтервенція полягає у здійсненні реальної купівлі або продажу валюти центральним банком на внутрішньому валютному ринку.

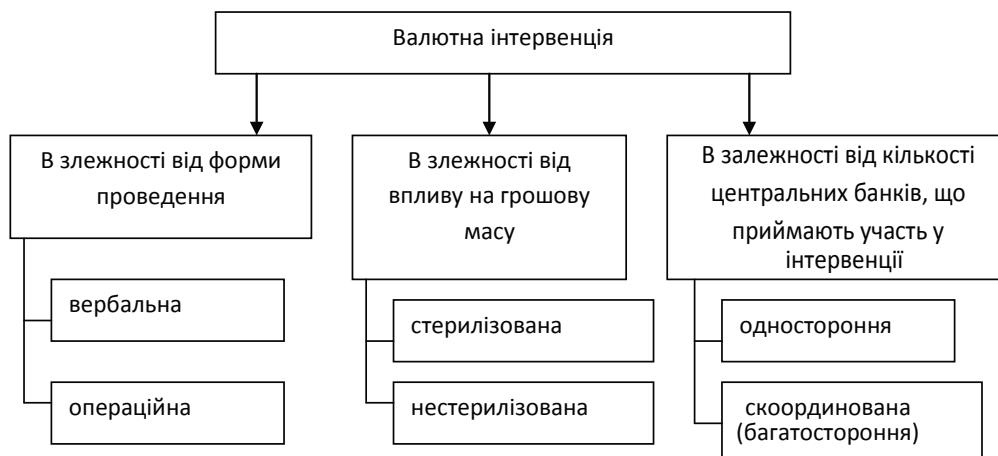


Рис. 1. Класифікація валютних інтервенцій

При нестерилізованих інтервенціях взаємозв'язок грошового і валютного ринків має неоднозначний характер: з однієї сторони, даний зв'язок підсилює ефект від дій центрального банку. Так, при активних закупівлях іноземної валюти центральним банком спостерігається збільшення грошової маси в країні, що позначається на тиску на ставку відсотка до низу. Це, у свою чергу, може призвести до відтоку частини капіталу за рубіж і наступне підвищення курсу іноземної валюти. З іншої сторони, збільшення про-

позиції грошей може вплинути на зростання цін, призводячи до активізації інфляційного процесу.

У випадку, якщо метою центрального банку є зниження або виключення впливу інтервенцій на грошову пропозицію на внутрішньому ринку, йому необхідно проводити операції зі стерилізації.

Економістами багатьох країн відзначається перевага проведення саме стерилізованих інтервенцій, оскільки вважається, що така інтервенція не має негативного впливу на розвиток еконо-

міки, а повна взаємозамінність активів у національній та іноземній валюті не відображається на рівновазі грошового ринку, тобто ціни, процентні ставки і валютний курс залишаються без змін.

Слід зазначити, що центральні банки набагато частіше проводять стерилізовані інтервенції, щоб не піддавати ризику свою внутрішню монетарну політику. У випадку, якщо інтервенції на валютному ринку проводяться без стерилізації або з частковою стерилізацією, дії на валютному ринку повинні бути погоджені з іншими цілями монетарної політики.

В залежності від кількості центральних банків, що беруть участь в інтервенції, вони можуть бути одне- чи багатосторонніми. Успішність ба-

гатосторонньої інтервенції залежить від кількості країн та від масштабу проведеної інтервенції. Узгоджені інтервенції можуть істотно вплинути на глобальний валютний ринок у цілому. В даний час багатосторонні валютні інтервенції, в основному, проводяться такими центральними банками, як ФРС США, Банк Японії, Європейський центральний банк і Банк Англії. При здійсненні валютної інтервенції застосовують два загальних підходи до інтервенцій:

- 1) регулювання величини валютного курсу;
- 2) управління волатильністю валютного курсу.

Однак, у залежності від мети грошово-кредитної політики, цілі проведення інтервенцій можуть бути більш деталізованими (табл. 1).

Таблиця 1

Класифікація цілей валютних інтервенцій

Цілі інтервенцій	Цілі грошово-кредитної політики		
	управління інфляцією (досягнення внутрішньої рівноваги)	досягнення зовнішньої рівноваги	підтримання фінансової стабільності
управління рівнем валютного курсу (при фіксованому курсі)	+	+	+
управління волатильністю валютного курсу (при плаваючому курсі)	+	+	+
підтримання симетричної волатильності			+
протистояння швидкому змінюванні курсу	+	+	+
підтримання ліквідності на валютному ринку			+
накопичення міжнародних резервів			+

В умовах режиму фіксованого валютного курсу центральний банк не контролює строки та обсяги операцій на валютному ринку, оскільки він діє тільки у відповідь на зміну попиту на іноземну валюту. При режимі плаваючого курсу інтервенції здійснюються на розсуд центрального банку, коли це потрібно для усунення дисбалансу валютного курсу, підтримки низької волатильності, збільшення міжнародних резервів або забезпечення адекватної пропозиції іноземної валюти.

Отже, на відміну від режиму фіксованого валютного курсу, в умовах плаваючого валютного курсу інтервенції носять вибірковий і обмежений характер, оскільки, з огляду на розмаїття методологій розрахунку рівноважного валютного курсу, часто важко вчасно знайти і кількісно

оцінити дисбаланс валютного курсу. Крім того, короткострокова волатильність курсу валют не завжди виправдовує проведення інтервенцій, так як може бути результатом зміни макроекономічних факторів або появи нової ринкової інформації.

Також, якщо національна валюта не має досить стабільний курс, центральні банки можуть приймати активні зусилля з регулювання номінального обмінного курсу. При цьому метою інтервенцій може стати згладжування коливань інфляції, а також стимулювання економічного зростання шляхом зниження реального обмінного курсу. У цих випадках центральні банки особливо мають стежити за коливаннями номінального обмінного курсу.

Як вважає керуючий шведським Ріксбанком

У. Бекстром, валютні інтервенції можуть бути ефективним допоміжним засобом регулювання інфляції у випадку серйозного ризику інфляційного зростання і помітного відхилення валютного курсу від «розумних» значень [4].

Якщо центральний банк має достатні обсяги міжнародних резервів, він може контролювати номінальний обмінний курс, що стає керованою змінною грошово-кредитної політики. Однак, коли міжнародних резервів недостатньо, обороти валютного ринку великі або країна офіційно дотримується гнучкого валютного курсу, шоки, що викликають коливання номінального валютного курсу, як правило, носять монетарний характер. Таким чином, номінальний валютний курс стає екзогенною (некерованою) змінною, яку центральні банки беруть до уваги при прийнятті рішень. У такому випадку контроль над валютним курсом зводиться до згладжування його коливань. Прикладом може служити політика Банку Японії, де в основних принципах валютних операцій відзначено, що цілями проведення валютних операцій є скорочення амплітуди обмінного курсу навколо довгострокового курсу єни [5].

У цілому, для досягнення позитивного ефекту від проведення інтервенцій, в країні необхідне виконання таких умов:

- довіра учасників ринку до політики центрального банку;
- зміна основних макроекономічних показників, таких як темп інфляції, темп збільшення грошової маси, темп зростання ВВП й ін.;
- наявність достатнього обсягу золотовалютних резервів.

У зарубіжній економічній літературі виділяють кілька підходів до аналізу ефективності інтервенцій [1]:

- 1) шляхом дослідження роботи різних каналів інтервенцій (портфельного, каналу очікувань й ін.);
- 2) у залежності від напрямку інтервенцій, обсягу і часу проведення;
- 3) шляхом зіставлення односторонніх або скоординованих з іншими центральними банками валютних інтервенцій;
- 4) за допомогою аналізу прибутку і збитків центрального банку від операцій на валютному ринку.

Способи досягнення макроекономічної стабілізації за допомогою впливу на валютний курс у різних країнах і на різних проміжках часу в одній країні можуть бути протилежними. Так, в одних

країнах центральні банки намагаються послабити вітчизняну валюту, проводячи значні купівлі на ринку іноземної валюти. Таку політику проводить Банк Японії з метою підтримки експортних компаній. В інших країнах центральні банки проводять політику посилення національної валюти, вважаючи, що сильна вітчизняна валюта є запорукою процвітання вітчизняних споживачів імпортової продукції.

Звіти центральних банків свідчать про те, що ключовими факторами, які впливають на ефективність інтервенцій, є такі (фактори ранжовані за зниженням вагомості) [5]:

- спільні скоординовані інтервенції з іншими центральними банками;
- величина інтервенції щодо обороту валютного ринку;
- регулярність інтервенції (рідкі інтервенції більш ефективні);
- порядковий номер операції в серії інтервенцій (перша інтервенція завжди є найбільш ефективною);
- сполучення операції з поточною ринковою тенденцією;
- невизначеність поточних подій і майбутніх фундаментальних факторів.

Крім цього, додатковими факторами, що визначають результативність проведення валютних інтервенцій, можна назвати:

- масштабність інтервенції (центральні банки, що мають великі валютні запаси, відіграють центральну роль при валютних інтервенціях);
- вибір часу проведення (чим вище ступінь несподіваності інтервенції, тим більший вплив вона здійснює на зміну валютного курсу);
- інерційність економічної системи (результативність інтервенції є вищою, якщо динаміка курсу валют уже змінюється в необхідному напрямку);
- рівень довіри населення й учасників валютного ринку до монетарних органів.

Також виділяють три критерії оцінки ефективності валютних інтервенцій [3]. Перший критерій «направлення» розроблений професором Гарвардського університету Дж. Френкелем, який запропонував оцінювати успішність інтервенцій в залежності від спрямованості зміни величини курсу валюти. Тобто, якщо зміна валютного курсу збігається з напрямком інтервенції, то інтервенція проведена ефективно. Таким чином, купівля іноземної валюти центральним банком повинна супроводжуватися підвищенням курсу, а продаж валюти – його зниженням, тобто

$$I_t > 0; \Delta K_{t+1} > 0 \text{ або } I_t < 0; \Delta K_{t+1} < 0 \quad (1)$$

де I_t – величина інтервенції (зміна валютних резервів) у період t ;

ΔK_{t+1} – зміна валютного курсу у наступний період ($t+1$).

Другий критерій «згладжування», розроблений економістом Федерального резервного банку Клівленда (США) О. Хампейджем, пов'язаний зі згладжуванням коливань валютного курсу: валютна інтервенція є ефективною, якщо при цьому сповільнюється розвиток тренда. Тобто, якщо валютний курс падає, то інтервенція повинна призводити до його плавного падіння, а якщо збільшується – до гальмування зростання величини валютного курсу. Отже, повинно виконуватися одне з наступних умов:

$$I_t > 0; \Delta K_{t+1} > \Delta K_t \quad (2)$$

або

$$I_t < 0; \Delta K_{t+1} < \Delta K_t \quad (3)$$

Третій критерій «розворот» запропонований експертом Європейського центрального банку Р. Фатумом. Він вважає, що при ефективній інтервенції необхідно виконання не тільки першого критерію, але й додаткової умови – нівелювання коливання валютного курсу за попередній період. Тобто, підвищення валютного курсу в попередньому періоді і його зниження в поточному періоді повинно призводити до необхідності купівлі національної валюти центральним банком:

$$I_t > 0; \Delta K_t < 0; \Delta K_{t+1} > 0, \quad (4)$$

або

$$I_t < 0; \Delta K_t > 0; \Delta K_{t+1} < 0. \quad (5)$$

Методики оцінки ефективності валютних інтервенцій, засновані на даних критеріях, застосовуються у Банку Японії, ФРС США, шведському Ріксбанку, Національному банку Австрії, Банку Канади, Національному банку Хорватії.

Ефективність проведення валютної інтервенції залежить й від вибору інструментів її здійс-

нення. Як правило, інтервенції проводять на спот-ринку. Досить часто інтервенції проводяться у вигляді валютних аукціонів, що є особливо характерним для країн Східної Європи. Такі валютні аукціони дозволяють центральним банкам акумулювати свої міжнародні резерви. Однак, багато центральних банків проводять свої операції і на ринках валютних деривативів. Перевага інтервенцій на ринку валютних деривативів полягає в тому, що вона не вимагає негайних розрахунків готівкою. До такої політики часто звертаються центральні банки Азії, як наприклад, Банк Тайланда для підтримки своєї національної валюти. Як частина валютної інтервенції можуть виступати й операції валютних свопів, що полягають в комбінації двох протилежних конверсійних угод на однакову суму з різними датами валютування. Так, Резервний банк Австралії використовує свопи для стерилізації спотових операцій. Опціони, як інструмент інтервенцій, застосовують у своїй діяльності такі центральні банки, як Банк Іспанії, Банк Мексики і Центральний банк Колумбії. При проведенні інтервенцій ФРС США найчастіше застосовують валютні операції зі зворотним викупом.

Висновки. Інтервенції центрального банку впливають на його міжнародні резерви, величину грошової бази і, в остаточному підсумку, на грошову масу. Більш доцільними є використання стерилізованих інтервенцій, коли центральні банки включають до монетарної політики такі заходи щодо компенсації власних дій на валютному ринку, як операції на відкритому ринку.

Для центральних банків, які дотримуються фіксованого валютного курсу, найбільш значимим фактором є координація з іншими центральними банками. У країнах з плаваючим валютним курсом, найбільш важливу роль має обсяг інтервенції. Оцінка ефективності інтервенцій залежить від обраного критерію та фінансових інструментів її здійснення.

Список використаних джерел

1. Тарасов В. И. Деньги, кредит, банки: Учеб. пособие / В. И. Тарасов. — 2-е изд. — М.: Мисанта, 2005. — 466 с.
2. Журавка Ф. О. Валютные интервенции НБУ как метод регулирования обменного курса гривны // Ф. О. Журавка. — Бизнес Информ. — 2007. — № 12(2). — С. 162–165.
3. Моисеев С. Р. Политика валютных интервенций центральных банков / С. Моисеев //

Финансы и Кредит. — 2002. — № 11. — С. 46–53.

4. Моисеев С. Р. Валютные интервенции центрального банка: обзор теории и практики / С. Р. Моисеев, В. В. Шилов, Д. А. Касимова // Банковское дело. — 2009. — № 1(164). — С. 48–55.

5. Лозовик В. Д. Валютные интервенции (европейский опыт) / В. Д. Лозовик // Деньги и кредит. — 2011. — № 12. — С. 61–66.