

ВАЛЮТНЫЙ РИСК В УКРАИНЕ: ПРИЧИНЫ, ФАКТОРЫ, ПОСЛЕДСТВИЯ

Чепурко В.В. — д.э.н., профессор, КЭИ КНЭУ им. Вадима Гетьмана

Статья посвящена теоретическим аспектам валютного риска и эмпирическому исследованию причин и факторов его высокого уровня в Украине.

Ключевые слова: валютный риск, обменный курс, равновесие рынка, процентные ставки, инфляция, платежный баланс.

ВВЕДЕНИЕ

Одним из острейших проявлений мирового финансово-экономического кризиса в Украине стала проблема погашения валютных кредитов. Масштабы этой проблемы весьма значительны, так как затрагивают интересы миллионов заемщиков и стабильность самих коммерческих банков. Достаточно отметить, что, начиная с 2007 года, доля валютных кредитов, выданных банковской системой Украины резидентам, превысила 50%, достигнув максимума 59,1% к началу 2009 года, когда из 734 млрд. грн. остатков выданных кредитов 433,8 млрд. грн. приходилось на кредиты в иностранной валюте [9].

В средствах массовой информации и научных изданиях ведется активная дискуссия о причинах и факторах возникновения данной проблемы. Политики и большинство заемщиков рассматривают падение курса гривны как некий заговор, происки правительства, Национального банка, коммерческих банков и т.д., не пытаясь проанализировать и понять все аспекты явления. Не отрицая ошибок и злоупотреблений со стороны названных акторов, следует обратить внимание на то, что, получив кредит в иностранной валюте по более выгодной процентной ставке, заемщики одновременно приняли на себя валютный риск, являющийся одним из опаснейших и неустраняемых финансовых рисков, имеющий свою объективную природу, причины и факторы, выяснению и анализу которых и посвящена данная статья.

Научные и прикладные основы валютного риска рассматривались в работах Украинских авторов [1, 5]. Однако процессы его формирования и последствия в условиях мирового финансового кризиса исследованы недостаточно.

ПОСТАНОВКА ЗАДАЧИ

Целью исследования, отраженного в статье, являются оценка и анализ причин, объективных и субъективных факторов, обусловивших высокий уровень валютного риска в Украине.

Для реализации данной цели последовательно решаются следующие задачи:

- уточнить сущность валютного риска;
- охарактеризовать фундаментальные основы и факторы формирования и изменения обменных курсов валют;
- выявить закономерные и аномальные причины и факторы изменения курса гривны.

РЕЗУЛЬТАТЫ

В отечественных и зарубежных публикациях приводятся различные дефиниции валютного риска, которые соответствуют пониманию сущности категории экономического риска. Не останавливаясь в рамках данной статьи на рассмотрении всех аспектов и подходов к определению сущности экономического риска, важно обратить внимание на основные противоречия и несоответствия. Во-первых, многие авторы в определении сущности экономического риска связывают его только с ситуацией выбора, принятия решения. Однако затем подробно и обстоятельно характеризуют, например, предпринимательский риск, как риск деятельности предприятий, или банковский риск, как специфический риск, возникающий в банковской деятельности, страновой риск и т.п. Во-вторых, представительная группа ученых, отмечая объективное наличие факторов неопределенности и случайности в экономике, но понимая, что это еще не риск, считает содержанием риска потери (ущерб), возникающие вследствие воздействия этих факторов. Соответственно под валютным риском, преимущественно, понимают вероятность (возможность) денежных потерь вследствие изменения обменных курсов валют. Вместе с тем, при рассмотрении форм и видов риска ими выделяются так называемые динамические или спекулятивные риски, которые содержат возможность как негативного, так и позитивного результата. Тем самым эти исследователи приходят в противоречие с собственным определением содержания риска.

Автор, исходя из того, что риск является объективно-субъективной категорией. То есть причины и факторы риска существуют объективно, но всегда необходим субъект, который их идентифицирует и оценивает риск. Основываясь на диалектическом и системном подходах, предложена дефиниция категории экономического риска как познаваемых при неисчерпаемой неопределенности отношений между действительностью экономической системы и возможностями ее трансформации в некую будущую действительность, возникающую из взаимодействий причин и следствий, случайного и необходимого, внутренних и внешних условий, в аспекте соотношения выгод и потерь [4].

Путем перехода от общего в этом определении к особенному в конкретных феноменах экономического риска могут быть сформулированы согласующиеся с общим понятия любых специфических рисков. Так, под валютным риском следует понимать познаваемые возможности будущих изменений доходности операций и конкурентоспособности субъектов экономической деятельности вследствие изменения обменных курсов валют.

Валютный риск является типично спекулятивным риском. У экономических операций со сменой валют всегда есть две стороны. Любое изменение курса валюты для одной из сторон принесет потери, а для другой — выгоду. Третьего не дано. Более того, косвенному экономическому валютному риску могут быть подвержены даже фирмы, не осуществляющие в своей деятельности валютнообменных операций. Фирма, продающая свой товар на национальном рынке и конкурирующая на нем с иностранным товаропроизводителем, может получать конкурентное преимущество или ухудшать свою конкурентную позицию за счет изменения обменного курса, несмотря на то, что она никоим образом не связана с валютнообменными операциями.

Вследствие объективных причин и факторов курсы обмена валют не могут быть неизменными в принципе, что делает валютный риск неизбежным. В основе движения обменных курсов лежат в первую очередь фундаментальные соотношения, устанавливающие взаимосвязь между различиями в уровнях инфляции и процентных ставок в разных странах, между различиями в процентных ставках и разностью форвардного и текущих курсов, а также ожидаемыми изменениями курсов спот в условиях рыночного равновесия. Математические выражения этих взаимозависимостей, выведенные А. Бакли [6], представлены на рисунке 1.

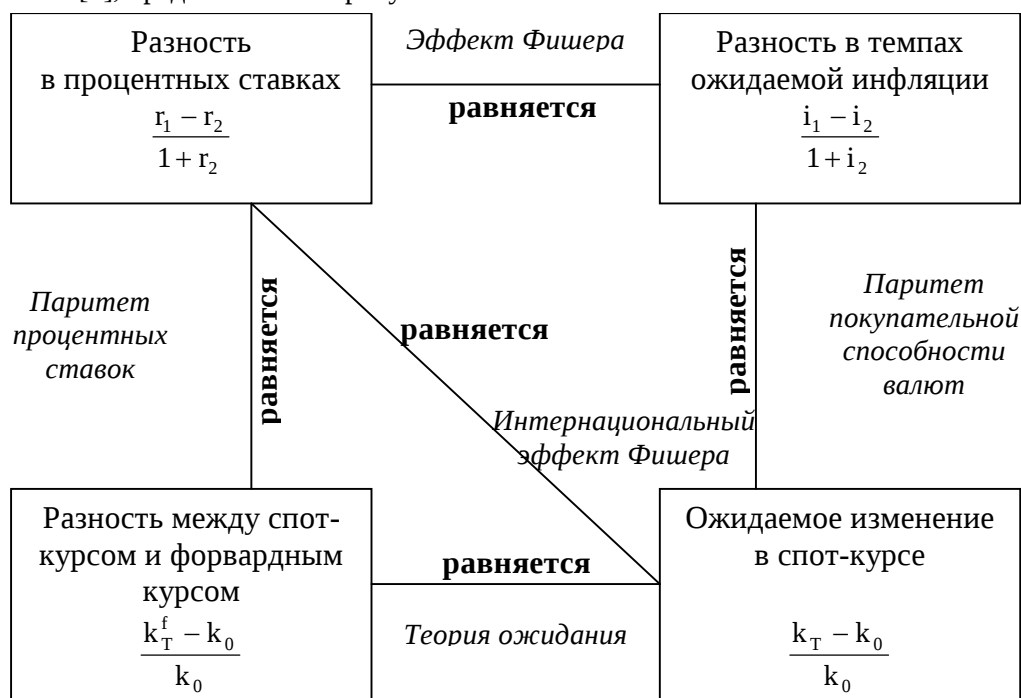


Рис. 1. Теоретические равенства на международных валютных рынках, где k_0 — спот-курс иностранной валюты на настоящее время при прямой котировке; k_T^f — форвард-курс на настоящее время; r_1 — национальная банковская процентная ставка; r_2 — иностранная банковская процентная ставка; i_1 — ожидаемый национальный темп инфляции; i_2 — ожидаемый иностранный темп инфляции; k_T — прогнозируемый спот-курс на время T.

Источник: [7, с. 167-168].

Следует подчеркнуть, что модель, наглядно отраженная на рисунке 1, является моделью равновесия. В действительном мире рынки колеблются вокруг точки равновесия, но необычайно редко в ней находятся. Следовательно, не следует удивляться, если в коротких периодах какое-либо из четырех уравнений модели реально не выполняется. Тем не менее, представленная модель отражает закономерности соотношения валют разных стран и динамики обменных курсов.

Эффект Фишера утверждает, что процентные ставки в двух странах должны различаться в том же соотношении что и темпы ожидаемой инфляции. Если это равенство и не выполняется абсолютно, то неизбежно при росте темпов инфляции в одной из стран по сравнению с другой должны соответственно изменяться и процентные ставки.

Паритет процентных ставок уравнивает изменения форвардного курса по сравнению с текущим курсом (премии или скидки) с изменениями процентных ставок в данных странах. Из этого уравнения следует, что форвардные обменные курсы должны изменяться в таком направлении и пропорции, чтобы был невозможен арбитраж на кредитном рынке. То есть курс должен изменяться таким образом, чтобы было невозможно получить арбитражную прибыль, взяв кредит по низкой ставке в

одной стране и выдав ссуду по высокой ставке в другой. Многочисленные эмпирические исследования подтверждают, что отклонения от этого равновесия не являются существенными, если не принимать во внимание последствий несовершенства рынка, таких как установление правительствами ограничений на обмен валют, ограничений на свободное перемещение капиталов и прибылей и т.п.

Нижнее равенство, вытекающее из теории ожидания, устанавливает тесную взаимосвязь между форвардными курсами валют и будущими спот-курсами. И теория, и эмпирические исследования подтверждают, что будущие спот-курсы тяготеют к срочным курсам. Статистически форвардные курсы должны быть несмещенными оценками будущих курсов спот. Дискуссионный вопрос состоит лишь в том, какой из них является предопределяющим. Существует две точки зрения. Согласно первой из них наличный курс определяется рыночными условиями, а форвардный лишь подстраивается к нему. Альтернативная позиция утверждает, что форвардный курс играет определяющую роль, а текущий лишь изменяется вслед за ним [Рэдх, с. 48-50]. Сторонники каждой из точек зрения приводят свои веские аргументы, но эта дискуссия не опровергает главного вывода о близости форвардного и будущего текущего курсов. Таким образом, теория ожидания опосредовано связывает различие в уровне процентных ставок с будущими курсами спот.

Международный эффект Фишера, формализованный в диагональном уравнении, эту зависимость отражает непосредственно. Если допустить эффективность международных рынков финансовых инвестиций, то не должно быть стратегии, позволяющей получать норму прибыли выше средней рыночной. То есть, можно утверждать, что средняя норма прибыли от инвестиций в какой-либо валюте — после учета разности в курсах и процентных ставках — должна быть одинаковой, и никакая стратегия не позволит достигнуть большей, если не принимать во внимание риск, связанный с инвестицией.

Паритет покупательной способности валют также непосредственно увязывает изменение курсов валют с изменениями инфляции. В соответствии с теорией соблюдения абсолютного паритета покупательной способности на конкурентных рынках при допущении нулевых затрат транспортировки, и отсутствия официальных барьеров таких как таможенные тарифы, одни и те же товары, продаваемые в разных странах, должны стоить столько же в пересчете на одну валюту. Следовательно, рост темпа инфляции в одной из стран неизбежно вызывает снижение курса ее валюты.

Наряду с рассмотренными базовыми причинами на изменчивость валютных курсов влияет множество факторов [5, с. 21-22]. Не останавливаясь на их рассмотрении в рамках данной статьи, следует все же отметить как наиболее существенные сальдо платежного баланса и информацию.

Сальдо платежного баланса формирует итоговое соотношение спроса и предложения на иностранную валюту. Отрицательное сальдо создает повышенный спрос на иностранную валюту, что оказывает влияние на рост курса этой валюты. Положительное сальдо связано с ростом предложения иностранной валюты и естественно стимулирует укрепление национальной валюты. В свою очередь изменение валютного курса оказывает влияние на изменение сальдо платежного баланса. Ослабление национальной валюты благоприятно влияет на рост экспорта и снижает выгодность импорта, что сокращает отрицательное сальдо.

Характерной чертой современного реального мира является информационная революция. Информация пронизывает все сферы жизни современного общества, включая экономику. В рыночной экономике информация является двигателем продаж. Уже нельзя представить современный рынок без рекламы. Однако информация может нести и существенное негативное влияние на экономические процессы. Информация способна влиять на спрос, цены, сбережения и т.п. Это в большей мере относится к курсу валют. Причем изменения курсов под влиянием информации в отличие от других факторов, как правило, являются внезапными и непредсказуемыми. Периоды, в которые доминировали неожиданные сообщения об изменении экономической политики, характеризовались значительными колебаниями курсов как срочных, так и наличных. Курсы валют под влиянием информации изменяются гораздо быстрее и радикальнее, чем цены товаров и услуг. Поэтому могут возникать отклонения от паритета покупательной способности.

На основе рассмотренных фундаментальных основ и факторов формирования и динамики курсов валют можно объективно оценить процессы происшедшие в Украине. Изменение курса доллара к гривне в 2008 и 2009 годах не является уникальным явлением только Украины. Об этом свидетельствует сопоставление динамики средних месячных курсов доллара к гривне и польскому злотому (рис. 2).

Можно отметить, что, начиная с января 2008 года по июнь 2009 года, направления изменения курса гривны и злотого к доллару полностью совпадали. Период с января по июль 2008 года характеризуется последовательным падением доллара в обеих странах. Это свидетельствует о том, что усиление гривны не было искусственным, а отражало объективные процессы международных денежных рынков. Ведь на курс доллара в мире влияет в первую очередь экономика США и процессы, в ней происходящие, и только во вторую очередь воздействуют более слабые национальные экономики. Причем усиление злотого было более быстрым, чем рост курса гривны. С января по июль доллар в Польше снизился более чем на 15%, а в Украине только на 9% (табл. 1).

С началом мирового финансового кризиса с августа 2008 года по февраль 2009 года происходило значительное последовательное ослабление национальных валют. Причем гривна падала более быс-

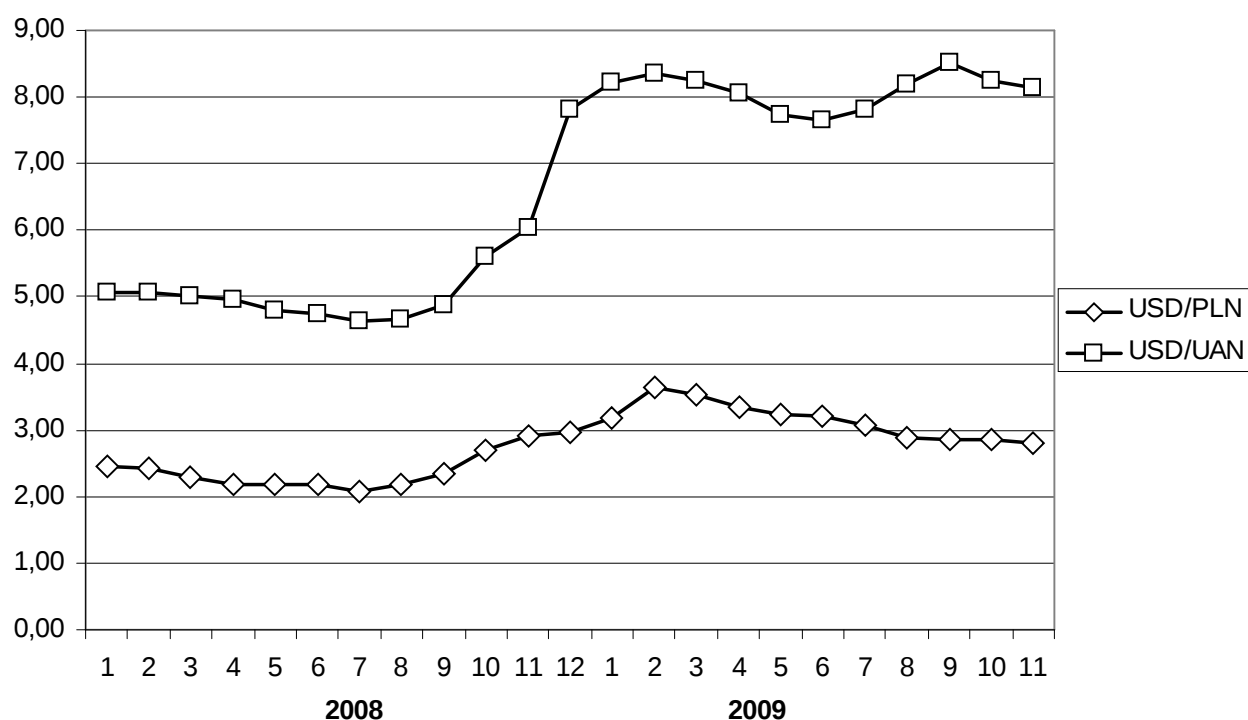


Рис. 2. Динамика среднемесячных средневзвешенных обменных курсов доллара в 2008-2009 гг.
 Источник: www.bank.gov.ua/Statist/elbul.html; www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/kursy.html.

Таблица 1

Динамика средних месячных обменных курсов в 2008-2009 гг.

Год	Месяцы	Курс доллара		Базисные индексы к январю 2008 г., %		Цепные индексы к предыдущему месяцу, %	
		USD/PLN	USD/UAN	USD/PLN	USD/UAN	USD/PLN	USD/UAN
2008	1	2,45	5,08	100,00	100,00	—	—
	2	2,43	5,07	99,05	99,86	99,05	99,86
	3	2,28	5,01	92,99	98,70	93,87	98,84
	4	2,19	4,96	89,06	97,76	95,77	99,05
	5	2,19	4,79	89,27	94,42	100,24	96,59
	6	2,17	4,74	88,41	93,32	99,04	98,83
	7	2,07	4,63	84,26	91,14	95,30	97,67
	8	2,19	4,67	89,36	91,92	106,06	100,85
	9	2,35	4,89	95,76	96,30	107,17	104,76
	10	2,70	5,60	109,96	110,28	114,82	114,51
	11	2,92	6,03	119,04	118,77	108,26	107,70
	12	2,97	7,82	121,10	154,01	101,73	129,67
2009	1	3,17	8,22	129,26	161,91	106,74	105,13
	2	3,63	8,35	148,00	164,47	114,49	101,58
	3	3,54	8,24	144,32	162,37	97,52	98,73
	4	3,35	8,04	136,45	158,48	94,54	97,61
	5	3,23	7,73	131,79	152,37	96,59	96,14
	6	3,21	7,66	131,01	150,96	99,41	99,08
	7	3,06	7,85	124,69	154,73	95,18	102,49
	8	2,90	8,18	118,01	161,22	94,64	104,20
	9	2,86	8,51	116,54	167,65	98,75	103,99
	10	2,85	8,25	116,02	162,53	99,56	96,94
	11	2,80	8,15	114,07	160,56	98,32	98,79

Источник: рассчитано автором по данным:

- www.bank.gov.ua/Statist/elbul.html;
- www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/kursy.html.

тремя темпами. Максимальный рост доллара к гривне в феврале 2009 года по сравнению с январем 2008 года составил 64,5%, а к злотому — 48%.

Ускоренное снижение курса гривны имеет свои объективные причины, которые будут рассмотрены ниже. Также требует объяснения падение гривны с июля по сентябрь 2009 года, в то время когда злотый продолжал тенденцию к укреплению. Причем следует обратить внимание на то, что в августе был отмечен пик падения гривны за весь анализируемый период.

В первую очередь следует рассмотреть влияние инфляции на изменение курса гривны, то есть действие паритета покупательной способности. Данные об инфляции представлены в таблице 2.

Таблица 2

Среднемесячные базовые индексы потребительских цен 2008-2009 гг., %

Год	Месяц	Польша	Украина
2008	1	100,7	101,6
	2	100,4	102,0
	3	100,4	102,3
	4	100,4	102,3
	5	100,8	101,8
	6	100,2	101,4
	7	100,0	101,0
	8	99,6	100,7
	9	100,3	101,5
	10	100,4	101,3
	11	100,2	101,6
	12	99,9	102,0
2009	1	100,5	102,8
	2	100,9	102,7
	3	100,7	101,8
	4	100,7	101,0
	5	100,5	100,6
	6	100,2	100,9
	7	100,1	100,5
	8	99,6	100,5
	9	100,0	101,1
	10	100,1	100,8

Источник: составлено автором по данным:

- www.bank.gov.ua/Statist;
- www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka.

Более высокий уровень инфляции в Украине по сравнению с Польшей может рассматриваться как один из факторов относительно быстрого обесценивания гривны по сравнению со злотым. Что же касается характера динамики инфляции, каких-либо тенденций не обнаруживается. Можно лишь отметить сезонные различия. Темпы инфляции повышаются с сентября по апрель и снижаются в летний период.

Для проверки взаимосвязи между темпами инфляции и обменным курсом USD/UAN был рассчитан коэффициент корреляции, который составил всего -0,205. То есть взаимосвязь статистически незначительна. Также была проверена гипотеза о возможном влиянии инфляции на курс с определенным лагом. Рассчитанные коэффициенты корреляции с лагом 1, 2, 3 и так далее месяцев также оказались низкими и незначительными. Кроме этого была исследована степень тесноты взаимосвязи между уровнем процентных ставок и темпами инфляции. Ни при исходных динамических рядах, ни при сдвиге с различными лагами статистически значимых коэффициентов корреляции не оказалось. Таким образом, можно прийти к выводу, что в Украине за исследуемый промежуток времени эмпирически связь между темпами инфляции и изменением обменного курса USD/UAN, а также уровнем процентных ставок не подтвердилась. Однако из этого не следует что эффект Фишера и теория паритета покупательной способности эмпирически не реализовались. Скорее всего эти механизмы определяют общий базовый уровень процентных ставок и обменного курса и не отражаются в динамике месячных вариаций. На уровень обменного курса оказывали влияние другие факторы, среди которых приоритетным является уровень процентных ставок (табл. 3).

Расчет матрицы коэффициентов парной корреляции между процентными ставками Украины и США, а также обменным курсом USD/UAN дал следующие результаты:

- процентные ставки Украины — процентные ставки США: -0,72;
- процентные ставки Украины — курс USD/UAN: 0,68;
- процентные ставки США — курс USD/UAN: -0,87.

Таблица 3

Динамика средних месячных процентных ставок¹⁾ в 2008-2009 гг., %

Год	Месяц	Польша	Украина	США
2008	1	6,6	13,8	3,94
	2	6,7	14,3	2,98
	3	6,8	14,9	2,61
	4	7,0	16,0	2,28
	5	7,1	16,8	1,98
	6	7,2	16,8	2,00
	7	7,4	16,6	2,01
	8	7,5	17,2	2,00
	9	7,6	16,9	1,81
	10	7,6	18,9	0,97
	11	7,7	21,8	0,39
	12	7,7	21,6	0,16
2009	1	7,3	25,6	0,15
	2	6,7	27,6	0,22
	3	6,3	26,3	0,18
	4	5,9	20,6	0,15
	5	5,7	19,0	0,18
	6	6,1	18,5	0,21
	7	5,9	17,7	0,16
	8	5,8	17,8	0,16
	9	5,9	18,2	0,15
	10	5,8	19,6	0,12
	11	5,8	20,9	0,12

¹⁾ Польша — средние ставки по кредитам предприятиям нефинансового сектора; Украина — средние ставки кредитования резидентов; США — процентные ставки федеральным фондам. В корреляционном анализе значение имеет только ковариация, и поэтому сопоставимость видов ставок не обязательна.

Источник: составлено автором по данным:

- www.nbp.pl/home.aspx?f=statystyka/pieniezna_i_bankowa/oprocentowanie.html;
- www.bank.gov.ua/Statist; www.federalreserve.gov/releases/g19/hist.

Все коэффициенты парной корреляции — статистически значимы на 5% уровне доверительной вероятности.

Уравнение регрессии зависимости обменного курса (Y) от процентных ставок Украины (X_1) имеет вид: $Y = 1,02 + 0,295X_1$. Следовательно, при прочих равных условиях в среднем увеличение процентных ставок в Украине на 1% повышает курс доллара на 0,295 грн.

Аналогичное уравнение регрессии рассчитано для зависимости курса от процентных ставок США (X_2): $Y = 7,01 - 1,187X_2$. То есть при снижении процентных ставок в США на 1% курс доллара растет в среднем на 1,187 грн. при прочих неизменных условиях.

Такие результаты математико-статистического анализа свидетельствуют, что в Украине в 2008 и 2009 годах рост курса доллара статистически достоверно формировался изменением уровня процентных ставок как в Украине, так и в США. Причем изменение курса в большей степени было связано со снижением уровня процентных ставок в США.

С помощью двухфакторного уравнения регрессии можно было бы определить модель формирования курса и установить удельный вес влияния каждого из факторов. Такое уравнение было рассчитано, но вследствие мультиколлинеарности (коэффициент парной корреляции между X_1 и X_2 равен -0,72) оценки параметров регрессии оказались смещенными, а один из коэффициентов регрессии статистически недостоверным.

Тем не менее, данный анализ позволяет статистически подтвердить формирование курса доллара к гривне в соответствии с международным эффектом Фишера, и опосредовано — на основе паритета процентных ставок и теории ожидания. Причем на падение гривны одновременно влияли рост процентных ставок в Украине и резкое снижение процентных ставок в США.

На ослабление национальных валют Польши и Украины в конце 2008 года и начале 2009 года также повлияло отрицательное сальдо сводного платежного баланса (табл. 4).

Коэффициент корреляции между сальдо платежного баланса Украины (Y_y) и курсом USD/UAN (X_3) составил -0,683. Уравнение регрессии $Y_y = 5,96 - 0,00023X_3$, показывает, что в среднем при прочих неизменных факторах увеличение дефицита сводного платежного баланса на один доллар повышает курс USD/UAN на 0,00023 грн. При лаге в один квартал коэффициент корреляции повысился до -0,71, но коэффициент регрессии не изменился.

Сальдо сводного платежного баланса в кварталах 2008-2009 гг., млн. долларов США

Страна	2008				2009		
	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	I кв.	II кв.	III кв.
Польша	8 432	5 867	-5 631	-10 632	261	3 481	9 135
Украина	-135	4 102	3 980	-9 464	-5 225	-2 046	-4 902

Источник: составлено автором по данным:

- www.bank.gov.ua/Statist/index_PB.htm;
- www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/bilans_platniczy.html.

Статистическая взаимосвязь непосредственных динамических рядов сальдо платежного баланса Польши (Y_p) и курса USD/PLN (X_4) оказалась несущественной. Однако для лага в один квартал коэффициент корреляции составил -0,854, а уравнение регрессии получено со следующими параметрами: $Y_p = 2,77 - 0,000063 X_4$.

Таким образом, статистически подтверждается существенное влияние платежного баланса на уровень обменных курсов валют. Воздействием этого фактора можно частично объяснить снижение курса гривны в третьем квартале 2009 года. Если польский злотый на фоне значительного роста положительного сальдо сводного платежного баланса в третьем квартале продолжал укрепляться, то гривна при увеличении дефицита платежного баланса закономерно упала.

Приведенный анализ убедительно доказывает, закономерность и неизбежность изменения обменных курсов валют вследствие влияния объективных причин и воздействия множества факторов. Курс валюты не может оставаться неизменным. Он может либо повышаться, либо снижаться. Если для развитых и стабильных экономик изменения курса национальной валюты, как правило, минимальны, то для стран со слабой экономикой и нестабильным развитием колебания могут быть существенными. Мировой финансовый кризис значительно усилил действие причин и факторов изменения валютных курсов.

Колебания валютного курса порождают валютный риск. Причем этот риск возникает не в результате изменения курса, а вследствие возможности его изменения. Реальные потери или выгоды — это уже последствия риска. Сам риск возникает при заключении контрактов, оформлении кредитов, когда валютная экспозиция может выглядеть вполне благоприятной.

Так в 2007 году и до осени 2008 года динамика курса гривны к иностранным валютам была весьма обнадеживающей. При интенсивном поступлении валютных ресурсов в коммерческие банки, доля которых достигала 50%, соответственно росли кредитные портфели. Причем банки совершенно обоснованно, стремясь уйти от валютного риска, стремились выдавать кредиты в иностранной валюте. Процентная ставка по валютным кредитам была на 6-8% ниже, чем по кредитам в национальной валюте. Поэтому большинство заемщиков предпочитало кредиты в валюте. То есть и кредиторы и заемщики вели себя как бы естественно рационально. Однако именно тогда закладывался и принимался валютный риск.

В январе 2008 года курс USD/UAN составлял 5,08 грн. В последующие месяцы он снижался и только в октябре превысил уровень января. Если бы курс оставался неизменным, то в расчете на 100 долларов месячного погашения равными выплатами кредита, полученного 1 января 2008 года, заемщик израсходовал бы 4572 грн. При фактических курсах он выплатил 4382,7 грн. или на 4,1% меньше. В последующие три месяца 2008 года вследствие роста курса доллара он уже переплатил 27,6%. В целом за 2008 год переплата составила 3,8%. То есть дополнительные затраты на покупку валюты были относительно меньше, чем выгода на процентной ставке. Риск был еще оправдан. Однако за 11 месяцев 2009 года дополнительные платежи уже достигли 3327 грн. и были на 59,5% больше. В пересчете на годовую ставку это составляет 65%, что многократно превосходит процентную ставку по валютному кредиту. То есть риск не просто не оправдан, но он уже близок к катастрофическому. Такие последствия валютного риска гипертрофированы мировым финансовым кризисом. Однако если допустить, что курс доллара изменялся бы с вполне умеренным темпом прироста 1% в месяц, то дополнительные затраты на покупку валюты за год составили бы 7,4%, что уже перекрывает выгоду от более низкой процентной ставки кредита в валюте.

Следовательно, заемщики в свое время пренебрегли валютным риском, принимая во внимание только выгоду низкой процентной ставки. Банки, на первый взгляд, наоборот, учитывали валютный риск, балансируя валютный кредитный портфель с валютными пассивами. Вместе с тем они не предложили заемщикам инструментов хеджирования валютного риска. Даже сами представители банковского топ менеджмента, взявшие кредиты в валюте, оказались беззащитными перед валютным риском. Поэтому современная проблема с погашением кредитов, во многом, является следствием валютного риска. Уже можно говорить о появлении в Украине «бумерангового» валютного риска для банков как новой разновидности риска. Применение же инструментов хеджирования валютного риска позволило бы не только подстраховать заемщиков, но и в определенной степени предотвратить манипуляции банков с валютой, но это уже тема следующей обстоятельной статьи.

ВЫВОДЫ

Валютный риск в условиях глобализации мирового хозяйства является одним из опасных и неустраиваемых финансовых рисков. Как и экономический риск в целом он представляет собой объективно-субъективную категорию. Причины и факторы валютного риска существуют объективно, но необходим субъект, который их распознает, идентифицирует и оценивает риск. Под валютным риском следует понимать познаваемые возможности будущих изменений доходности операций и конкурентоспособности субъектов экономической деятельности вследствие изменения обменных курсов валют.

Формирование и изменения курсов валют обусловлены фундаментальными теоретическими соотношениями, доказанными для условий рыночного равновесия. Это — эффект Фишера, паритет процентных ставок, теория ожидания, теория паритета покупательной способности и международный эффект Фишера. Несмотря на то, что в реальных экономических отношениях и процессах рыночное равновесие в чистом виде практически не достижимо, эти закономерности определяют соотношения валют разных стран и динамику курсов валют. Среди множества факторов изменения валютных курсов существенное значение имеют состояние платежного баланса стран и информация.

Значительное падение курса гривны с начала мирового финансового кризиса вызвало проблемы у коммерческих банков Украины с погашением валютных кредитов, доля которых в кредитных портфелях всех банков превышает 50%. На основе сравнения динамики курса гривны и польского злотого в 2008-2009 годах установлено, что динамика курса гривны не является уникальной, а, в целом, соответствует общим тенденциям изменения курсов валют на мировых рынках. Ее отличают только более высокие темпы изменения курса и аномальное падение с августа 2009 года.

На основе результатов корреляционного и регрессионного анализа установлено, что наибольшее существенное влияние на изменения курса гривны оказало изменение процентных ставок в Украине и США. Причем падение курса гривны в большей степени было связано со снижением уровня процентных ставок в США. Тем самым доказано, что курс USD/UAN в 2008-2009 годах закономерно менялся в соответствии с международным эффектом Фишера. Также подтверждено существенное влияние на динамику курса гривны и злотого сальдо сводного платежного баланса.

Таким образом, результаты исследования опровергают распространенные мнения об искусственном манипуляционном изменении курса гривны. Динамика курса USD/UAN в общем и в целом не могла быть иной. Манипуляционные действия лишь обостряли ситуацию в отдельные периоды. Поэтому тяжелые последствия валютного риска были неизбежны. Сам же валютный риск возник при заключении контрактов и оформлении валютных кредитов еще до мирового финансового кризиса. Коммерческие банки, выдавая валютные кредиты, балансировали свои валютные пассивы и валютные активы, чтобы избежать валютного риска. Однако они не предложили заемщикам инструментов и продуктов хеджирования валютного риска, что обусловило неотвратимость проблем с погашением кредитов. Поэтому предметом дальнейших исследований должно стать обобщение зарубежного опыта и обоснование системы методов и инструментов хеджирования валютного риска в Украине.

ЛИТЕРАТУРА

1. Бланк И.А. Управление финансовыми рисками / И.А. Бланк — К.: Ника-Центр, 2005. — 600 с.
2. Дзюблук О. Грошово-кредитна політика в період кризових явищ на світових фінансових ринках / Олександр Дзюблук // Вісник НБУ. — 2009. — №5. — С. 20-30.
3. Рэдхэд К. Управление финансовыми рисками / К. Рэдхэд, С. Хьюс. — Пер. с англ. — М.: ИНФРА-М, 1996. — 288 с.
4. Чепурко В.В. Диалектическая концепция сущности экономического риска / В.В. Чепурко // Культура народов Причерноморья. — 1999. — №8. — С. 35-38.
5. Ющенко В.А. Управління валютними ризиками / В.А. Ющенко, В.І. Міщенко. — Навч. посібник. — К.: Товариство «Знання», КОО, 1998. — 444 с.
6. Buckley A. Inwestycje zagraniczne. Skadniki wartoci i ocean / A. Buckley. — Warszawa: PWN, 2002. — 269 s.
7. Buckley A. Multinational Finance, 4rd Edition / A. Buckley. — London: Prentice Hall, 2000. — 364 p.
8. Kalinowski M. Zarządzanie ryzykiem walutowym w przedsiębiorstwie / Marcin Kalinowski. — Warszawa: CeDeWu, 2007. — 125 s.
9. www.bank.gov.ua/Statist
10. www.federalreserve.gov/releases
11. www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka