

УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ



На правах рукопису

ЖУРАВКА ФЕДІР ОЛЕКСАНДРОВИЧ

УДК 336.748

Організація валютного курсоутворення та забезпечення стабільності грошової одиниці України

Спеціальність 08.04.01 - фінанси, грошовий обіг і кредит

Дисертація

на здобуття наукового ступеня

кандидата економічних наук

Науковий керівник -

Міщенко Володимир Іванович

доктор економічних наук, професор

Суми – 1999



З М І С Т

	стор.
ВСТУП	3
РОЗДІЛ 1. Методологічні та методичні засади валютного курсоутворення	9
1.1. Поняття і види валютних курсів	9
1.2. Методологічні засади формування валютного курсу та його вплив на забезпечення стабільності гривні.....	23
1.3. Режими валютних курсів і світовий досвід валютного курсоутворення.....	37
РОЗДІЛ 2. Організаційні засади валютного курсоутворення та вибору режиму валютного курсу в Україні	51
2.1. Особливості організації валютного курсоутворення в Україні.....	51
2.2. Стан і тенденції розвитку валютного ринку в Україні.....	64
2.3. Особливості валютного регулювання і забезпечення стійкості гривні.....	82
РОЗДІЛ 3. Обґрунтування режиму валютного курсоутворення та механізмів забезпечення стійкості гривні	94
3.1. Прогнозування валютного курсу.....	94
3.2. Вибір оптимального режиму курсоутворення.....	108
3.3. Вдосконалення валютного регулювання і контролю.....	120
ВИСНОВКИ	126
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	138
ДОДАТКИ	152



ВСТУП

У зв'язку з поглибленням економічних реформ, становленням фінансово-кредитної та банківської систем, успішним проведенням грошової реформи 1996 р. вітчизняний валютний ринок одержав стимули для свого подальшого розвитку. Але світова фінансова криза, що почалася в жовтні 1997 р., негативно вплинула, в першу чергу, на країни з перехідною економікою і, зокрема, на Україну.

Формуючи економічну політику в умовах кризи, необхідно чітко розрізняти її мету і принципи впровадження, з одного боку, та альтернативні методи, що спираються на ті ж принципи, з другого. Причому, методи і підходи до реалізації обраної політики можуть змінюватися залежно від особливостей розвитку економічної ситуації, проте принципи і цілі мають бути постійними. З огляду на це економічну ситуацію в Україні слід розглядати у контексті змін, що відбуваються у світовій фінансовій системі, оскільки вони значно обмежують вибір можливого арсеналу інструментів, необхідного для проведення національної політики.

Курсова політика є невід'ємною складовою урядової програми економічного розвитку держави і має враховувати весь комплекс інструментів та реальні можливості щодо її реалізації. Згідно із Законом України "Про Національний банк України" від 20 травня 1999 р. № 679-XIV та Декретом Кабінету Міністрів України № 15-93 "Про систему валютного регулювання і валютного контролю" від 19 лютого 1993 р. встановлення обмінного курсу національної валюти належить до спільної компетенції Національного банку України та Кабінету Міністрів України. У Меморандумі економічної політики на період від 1 липня 1998 р. до 30 червня 2001 р. параметри обмінного курсу визначено як проміжні цілі грошово-кредитної політики.

Основою валютної політики кожної країни є вибір режиму валютних курсів, що відповідає економічному стану держави та її зовнішньо-

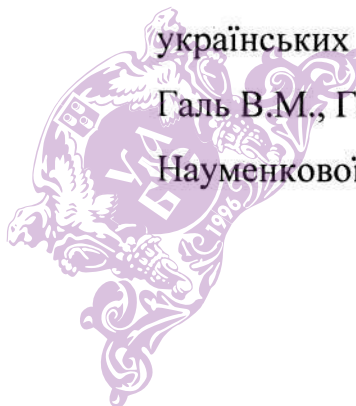
економічним відносинам. Поява обмінних курсів національних валют пов'язана, в першу чергу, з розвитком міжнародної торгівлі, яка вже давно стала невід'ємною складовою економічної діяльності країн світового співтовариства. Водночас валютні курси впливають не тільки на міжнародну торгівлю, але й на національну економіку країни. Це відбувається тому, що курс національної валюти тісно пов'язаний зі станом усіх секторів економіки, зміни в яких, особливо в кризових ситуаціях, знаходять свій відбиток у коливаннях обмінних курсів національних валют.

Сьогодні у світі практично немає країн, які б не опікувались обмінним курсом національної валюти – рівнем валютного курсу та його динамікою. Механізми взаємного коригування обмінних курсів провідних світових валют: євро, долара, єни та інших – поряд із посиленням контролю за рухом капіталів розглядаються сьогодні як основні заходи упередження кризи міжнародної фінансової та валютної систем.

В умовах кардинальних змін, які зазнала світова валютна система в 70-80-тих роках ХХ сторіччя, відповідно розвивалася і наукова думка. В цей час безпосередньо над проблемами політики курсоутворення та вибору оптимального режиму валютного курсу працювали такі науковці як Ендрю Крокетт, Морріс Голдстайн, Пол Кругман, Майкл Мусса, Джон Віл'ямсон та інші.

В сучасній економічній науці даною проблемою на рівні теорії та на рівні прикладних досліджень займаються такі відомі зарубіжні фахівці як Віктор Арги, Пол Массон, Атіш Гош, Джонатан Остри та інші.

З відомих причин у вітчизняній економічній літературі ці проблеми відображені меншою мірою, проте можна назвати роботи відомих українських науковців та практиків: Важесвської Т.А., Гальчинського А.С., Галь В.М., Гетьмана В.П., Єременка С.О., Михайличенка С.Ю., Міщенко В.І., Науменкової С.В., Сенища П.М., Ющенко В.А. та інших.



Питання вибору оптимального режиму валютного курсоутворення та забезпечення стабільності національної валюти є вельми важливим для країн із перехідною економікою, до яких належить і Україна.

Таким чином, є всі підстави вважати запропоноване дисертаційне дослідження актуальним як з теоретичної, так і з практичної точки зору.

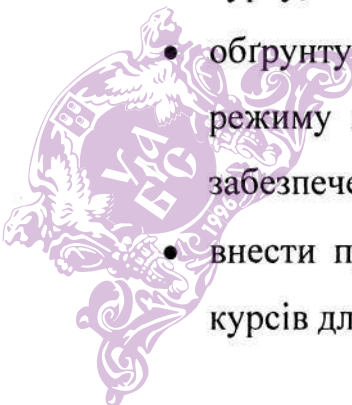
Наукові результати, теоретичні положення та висновки дослідження були використані при виконанні науково-дослідницьких тем: “Стан і перспективи розвитку банківської системи України” (номер державної реєстрації 01970044204) та “Сучасні технології фінансово-банківської діяльності в Україні” (номер державної реєстрації 01996002342).

Крім того, результати дисертаційної роботи були використані при розробці навчального модуля “Ринок фінансових деривативів” спільно з викладачами та науковцями Університету Нортумбрія (м. Н'юкасл) в рамках програми Британської Ради REAP.

Метою дисертаційної роботи є дослідження сучасного стану валютного ринку України та розробка науково обґрунтованих пропозицій і практичних рекомендацій щодо вдосконалення валютного регулювання і контролю з метою стимулювання бюджетних надходжень та забезпечення стійкості національної грошової одиниці.

Відповідно до поставленої мети були визначені такі завдання дослідження:

- проаналізувати стан вітчизняного валютного ринку, визначити тенденції та перспективи його розвитку;
- комплексно розглянути чинники, що впливають на формування валютного курсу;
- обґрунтувати методологічні та методичні засади вибору оптимального режиму валютного курсоутворення та охарактеризувати його вплив на забезпечення стабільності грошової одиниці України;
- внести пропозиції щодо вдосконалення методики розрахунку валютних курсів для коригування статей платіжного балансу;



- визначити специфіку впливу системи валютного курсоутворення на формування доходної частини державного бюджету;
- обґрунтувати конкретні рекомендації щодо впровадження механізмів забезпечення стійкості гривні на основі вдосконалення валютного регулювання;
- розробити математичну модель розрахунку ефективного валютного курсу.

Наукова новизна дисертаційного дослідження полягає в наступному:

- обґрунтовано методологічні та методичні засади вибору оптимального режиму валютного курсоутворення та охарактеризовано його вплив на забезпечення стабільності грошової одиниці України;
- досліджено чинники та стан вітчизняного валютного ринку, визначено тенденції та перспективи його розвитку;
- внесено пропозиції щодо вдосконалення методики розрахунку валютних курсів для коригування статей платіжного балансу;
- визначено специфіку впливу системи валютного курсоутворення на формування доходної частини державного бюджету та обґрунтовано основні напрямки вдосконалення валютного контролю з метою стимулювання бюджетних надходжень;
- запропоновано індексний метод розрахунку паритету купівельної спроможності на основі співвідношення ефективних виробничих витрат і визначено напрямки його можливого застосування;
- розроблено математичну модель розрахунку ефективного валютного курсу;
- обґрунтовано конкретні рекомендації щодо впровадження механізмів забезпечення стійкості гривні на основі вдосконалення валютного регулювання.

Практичне значення одержаних результатів дисертаційного дослідження визначається обґрунтованими пропозиціями щодо вдосконалення системи курсоутворення в Україні в умовах переходу до ринкових відносин.

На основі комплексного дослідження чинників та стану вітчизняного валютного ринку визначено тенденції та перспективи його розвитку, а також досліджено специфіку впливу системи валютного курсоутворення на формування доходної частини державного бюджету та обґрунтовано основні напрямки вдосконалення валютного контролю з метою стимулювання бюджетних надходжень.

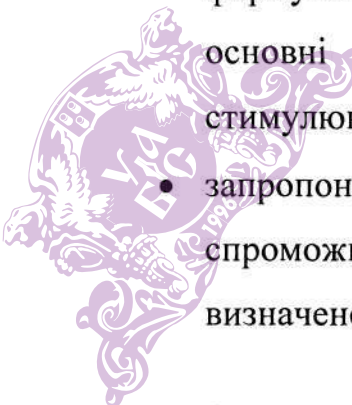
В практичній діяльності можна також використати пропозиції щодо вдосконалення методики розрахунку валютних курсів для коригування статей платіжного балансу.

Запропонований індексний метод розрахунку паритету купівельної спроможності на основі співвідношення ефективних виробничих витрат має досить широке застосування, зокрема, для розрахунку ефективного валютного курсу.

Одержані автором результати, а також внесені рекомендації та пропозиції щодо вдосконалення валютного регулювання і контролю з метою стимулювання бюджетних надходжень та забезпечення стійкості гривні використані Національним банком України при підготовці нормативних та інструктивних матеріалів і положень.

Наукові результати, що виносяться на захист, одержані дисертантом особисто і знайшли відображення в опублікованих працях. Особистий внесок здобувача:

- внесено пропозиції щодо вдосконалення методики розрахунку валютних курсів для коригування статей платіжного балансу;
- визначено специфіку впливу системи валютного курсоутворення на формування доходної частини державного бюджету та обґрунтовано основні напрямки вдосконалення валютного контролю з метою стимулювання бюджетних надходжень;
- запропоновано індексний метод розрахунку паритету купівельної спроможності на основі співвідношення ефективних виробничих витрат і визначено напрямки його можливого застосування;



- розроблено математичну модель розрахунку ефективного валютного курсу;
- обґрунтовано конкретні рекомендації щодо впровадження механізмів забезпечення стійкості гривні на основі вдосконалення валютного регулювання.

Основні положення і результати виконаного наукового дослідження були оприлюднені на конференціях і семінарах. Серед них:

- Друга міжнародна науково-практична конференція “Фінанси України” (Дніпропетровськ, 1998);
- Всеукраїнська науково-практична конференція “Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України” (Суми, 1998);
- Друга Всеукраїнська науково-практична конференція “Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України” (Суми, 1999).

Крім того, результати дослідження доповідалися автором на наукових конференціях професорсько-викладацького складу Української академії банківської справи.

Результати дисертаційного дослідження опубліковані в шести наукових працях загальним обсягом 2,0 д.а., з яких особисто автору належить 2,0 д.а.

Дисертація складається з вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел і додатків.

Повний обсяг дисертації – 161 сторінка, у т.ч. на 23 сторінках розміщені 10 таблиць, 2 ілюстрації, 6 додатків і список використаних джерел із 184 найменувань.



РОЗДІЛ 1. МЕТОДОЛОГІЧНІ ТА МЕТОДИЧНІ ЗАСАДИ ВАЛЮТНОГО КУРСОУТВОРЕННЯ

1.1. Поняття і види валютних курсів.

Основою валютної політики країни є вибір режиму валютних курсів, який відповідає економічному стану держави та її зовнішньо-економічним відносинам. Поява обмінних курсів національних валют пов'язана, в першу чергу, з розвитком міжнародної торгівлі, яка вже давно стала невід'ємною частиною економічної діяльності країн світового співтовариства. Водночас валютні курси впливають не тільки на міжнародну торгівлю, але і на національну економіку країни. Це відбувається тому, що стан національної валюти тісно пов'язаний зі станом усіх секторів економіки, зміни в яких, особливо в кризових ситуаціях, знаходять свій відбиток у коливаннях обмінних курсів національних валют.

Валютний курс як ціна грошової одиниці даної держави, який виражається у грошовій одиниці іншої держави, залежить від багатьох курсоутворюючих факторів, що виявляють себе через попит і пропозицію даної валюти на ринку. Він має безпосереднє практичне значення для тих хто займається торгівлею, інвестиціями, іншими фінансовими операціями і відіграє важливу роль у грошово-кредитній політиці держави [167, с.47].

Валютний курс є досить динамічним показником: на нього впливають стан платіжного балансу країни, рівень інфляції, співвідношення попиту і пропозиції валюти, конкурентноздатність товарів даної країни на світовому ринку, політичні та військові чинники, а також цілий ряд інших опосередкованих, непрямих чинників, що мають тимчасовий або постійний вплив на динаміку курсу валюти. Обмінний курс визначається попитом на відповідну валюту та її пропозицією на валютному ринку.

Валютний курс – це своєрідна форма ціни, яка сплачується в національній грошовій одиниці за одиницю іноземної валюти, і визначається

співвідношенням між національною грошовою одиницею та відповідно іноземною валютою виходячи, перш за все, з їх купівельної спроможності.

Валютний курс, встановлення якого в переважній більшості країн є прерогативою центрального банку, на фінансово-грошовому ринку виконує певні функції, головними серед яких є:

- сприяння інтернаціоналізації грошових відносин;
- сприяння об'єднанню та стабільному розвитку фінансових ринків;
- зіставлення рівнів та структури цін, а також результатів виробничої діяльності в окремих країнах;
- зіставлення національної та інтернаціональної вартості на національних та світових ринках;
- перерозподіл національного продукту між окремими країнами;
- інтернаціоналізація господарських зв'язків тощо [167, с.52].

Визначення валютних курсів називають котируванням. Повне котирування означає, що встановлюється курс покупця (сторона bid) і продавця (сторона offer). Різниця (маржа) між курсом покупця і курсом продавця для того, хто здійснює котирування, є джерелом прибутку.

Розрізняють пряме і зворотне котирування. У разі прямого котирування вказують, скільком національним грошовим одиницям дорівнює одиниця (10, 100, 1000 одиниць) іноземної валюти; у разі зворотного – навпаки, скільком одиницям іноземної валюти дорівнює одиниця (10, 100, 1000 од.) національної валюти.

Коли кажуть, що за умови котирування USD/UAH курс гривні підвищився, то це означає, що він був, наприклад, 3,90 грн., а став 3,95 грн. за один долар США. При цьому купівельна спроможність гривні знизилася, а долара – зросла. Можна також сказати, що курс долара знизився.

У тому випадку, коли курс гривні до долара був 3,90 грн., а став 3,80, кажуть, що він знизився. При цьому купівельна спроможність гривні зросте, а купівельна спроможність долара на ринку знизиться. Курс долара до гривні підвищиться з 25,64 цента до 26,32 цента за одну гривню.

До 23 жовтня 1994 р. в Україні дотримувалися системи множинних курсів, включаючи офіційний валютний курс, який визначався НБУ, і ринковий, який встановлювався на валютних аукціонах. Із 24 жовтня 1994 р. офіційний курс встановлювався за результатами торгів на Українській міжбанківській валютній біржі, а з березня 1999 р. – на основі середньозваженого обмінного курсу за операціями на міжбанківському валютному ринку (Постанова Правління НБУ від 18 березня 1999 р. № 129).

Так, наприклад, за період 1993-1998 рр. курс гривні до долара США зріс із 12,61 коп. до 3,4270 грн.; до німецької марки – із 66,04 коп. у 1994 р. до 2,0484 грн. у 1998 р.; до СДР – із 17,32 коп. у 1993 р. до 4,0560 грн. у 1998 р. (табл. 1).

При визначенні та записі валютних курсів розрізняють базу котирування та валюту котирування. Валютою котирування є та іноземна валюта, курс якої визначають, а базою – валюта, з якою порівнюють дану грошову одиницю. Наприклад, у записі USD/DEM долар США є базою котирування, а марка ФРН – валютою котирування. При записі GBP/USD валютою котирування буде долар, а базою – англійський фунт стерлінгів.

На практиці частіше за все базою котирування виступає долар США, але для окремих валют, зокрема, для англійського фунта стерлінгів (GBP), євро (EUR), СДР (XDR), австралійського (AUD) і новозеландського доларів (NZD), ірландського фунта (IEP) долар завжди є валютою котирування.

Правильне визначення валютних курсів має важливе практичне значення, оскільки валютний курс безпосередньо впливає на ціну імпорту, виражену в національній валюті, та на ціну експорту, що конвертується в іноземну валюту. Тому його динаміка тісно пов'язана з темпами інфляції та з врахуванням інших даних, таких як затрати й ціни на внутрішньому та зовнішньому ринках, може бути індикатором зовнішньої конкурентоспроможності і, внаслідок цього, можливих змін у платіжному балансі країни.

Дуже важливою характеристикою валюти є її конвертованість.

Таблиця 1.

Валютні курси гривні до окремих іноземних валют у 1993-1998 рр. [167, с.49].

Офіційний курс	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Гривень за одну одиницю СДР						
на кінець періоду	0,1732	1,5212	2,6668	2,7163	2,5501	4,0560
Гривень за одну одиницю ЕКЮ						
на кінець періоду	–	–	–	2,3626	2,0959	4,0133
Гривень за один англійський фунт стерлінгів						
на кінець періоду	–	1,6151	2,7702	3,1913	3,1599	5,7315
Гривень за одну німецьку марку						
на кінець періоду	–	0,6604	1,2515	1,2149	1,0597	2,0484
Гривень за один долар США						
на кінець періоду	0,1261	1,0420	1,7940	1,8890	1,8990	3,4270
Середній за період	0,0454	0,3170	1,4731	1,8839	1,8617	2,1832

Конвертованість – здатність валюти вільно обмінюватися на валюти інших країн та міжнародні платіжні засоби.

За ступенем конвертованості всі світові валюти поділяють на:

- вільно конвертовані;
- частково конвертовані;
- неконвертовані (замкнуті);

Вільно конвертована валюта (ВКВ) – валюта, що вільно та без будь-яких обмежень обмінюється на іноземні валюти.

ВКВ має повну зовнішню та внутрішню конвертованість, що припускає однакові режими обміну та застосовується в усіх видах міжнародного платіжного обігу. Вільна конвертованість, насамперед, припускає стабільність національної економіки країни, можливість її економічного

зростання і, як наслідок, довіру до її національної валюти з боку іноземних партнерів. Таким чином, можна зробити висновок про те, що досягти вільної конвертованості національної валюти декларативним шляхом не можна. Подібні спроби приречені на невдачу і можуть призвести державу до значних збитків.

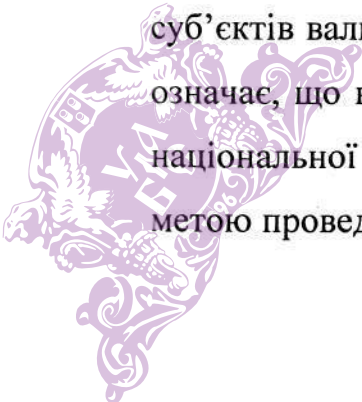
Деяка частина вільно конвертованих валют є резервними валютами.

Резервною (ключовою) називається іноземна валюта, в якій центральні банки інших країн накопичують і зберігають валютні резерви. Резервні валюти є складовою частиною міжнародних платіжних засобів та використовуються як база для встановлення валютних курсів, а також в операціях по підтримці валютних курсів як інструмент валютних інтервенцій. Найчастіше в якості ключових валют використовуються: долар США, німецька марка, англійський фунт стерлінгів, швейцарський франк, японська ена, СДР та євро (у минулому ЕКЮ). Ці валюти складають практично 100% світових валютних резервів.

Наявність резервної валюти створює додаткові вигоди країні-емітенту, дозволяючи протягом тривалого часу мати негативне сальдо в торговому та платіжному балансі без збитку для національної економіки: національна валюта не пред'являється до сплати у вигляді вимоги на постачання товарів або ліквідних активів, а залишається в інших державах у якості резервів.

Частково конвертована валюта – валюта, що обмінюється на обмежене коло іноземних валют і застосовується не в усіх видах міжнародного платіжного обігу.

Часткова конвертованість свідчить, що на деякі обмінні операції існують певні обмеження (за видами операцій, термінами, категоріями суб'єктів валютного ринку тощо). Запровадження часткової конвертованості означає, що вона існує лише для поточних операцій, за яких вільний обмін національної грошової одиниці на іноземну валюту здійснюється лише з метою проведення платежів за поточними статтями платіжного балансу.



Наявність обмежень обумовлена нестабільністю економічної ситуації в країні, розладом її платіжного балансу. Обмежувальна політика здійснюється державою та містить у собі законодавчу й адміністративну регламентації операцій із валютою і валютними цінностями. Більшість країн світу, у тому числі й Україна, мають частково конвертовану валюту.

Неконвертована (замкнута) валюта – валюта, що не обмінюється на інші іноземні валюти і використовується усередині країни тільки в якості національної грошової одиниці [95, сс.8-9].

В залежності від рівня конвертованості іноземних валют Національний банк України запровадив Класифікатор іноземних валют, згідно з яким валюти поділені на три групи:

- вільно конвертовані валюти, які без обмежень обмінюються на інші валюти;
- валюти з обмеженою конвертованістю;
- неконвертовані валюти, які не обмінюються на інші валюти і курси яких НБУ не визначаються (додаток А).

В межах умов діючої валютної системи конвертованою вважається та валюта, країна походження якої взяла на себе зобов'язання, передбачені п.п.2,3,4 ст. VIII Угоди про Міжнародний валютний фонд. Це означає, що відповідні органи цих країн:

- мають право запроваджувати заходи контролю (в тому числі й дискримінаційні) щодо руху капіталу (як відпливу його, так і припливу із-за кордону);
- не повинні обмежувати можливості використання своєї валюти або валюти інших членів Фонду для поточних платежів (хоча вони і правомірні визначати, в яких валютах резиденти одержуватимуть платежі з-за кордону, але ніяк не можуть обмежувати їхнього права віддати перевагу національній валюті);
- зобов'язані викуповувати в інших членів Фонду (їхніх офіційних органів) залишки коштів у своїй валюті, якщо вони утворилися в результаті

платежів за поточними операціями і проводити конвертування, необхідне для здійснення цих операцій.

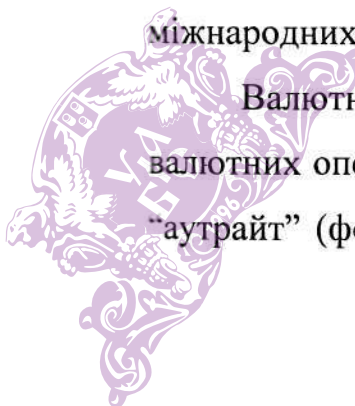
Разом із тим багато країн скористалися перехідними положеннями відповідно до ст. XIV, які дають їм змогу без спеціального дозволу МВФ зберігати обмеження на міжнародні платежі та перекази за поточними операціями, які діяли на момент вступу до МВФ. Український парламент також, скориставшись легально існуючою альтернативою, ратифікував у 1992 році не VIII, а XIV статтю Статуту МВФ, згідно з якою країна лише проголошує своє прагнення до забезпечення конвертованості національної валюти.

Члени Міжнародного валютного фонду, що приєднується до статті VIII Статуту МВФ, як уже зазначалося вище, зобов'язуються усунути будь-які обмеження на платежі та перекази за поточними міжнародними валютними операціями, а також не брати участі в дискримінаційних валютних угодах та не вдаватися до практики чисельних обмінних курсів.

Офіційно про приєднання України до ст. 8 Статуту МВФ Рада директорів Фонду оголосила 8 травня 1997 року. Практично з цього часу відбулося міжнародне визнання гривні валютою з поточною конвертованістю. Усього до ст. 8 на середину 1998 р. приєдналося 140 країн світу (додаток Д).

Прийняття Україною зобов'язань щодо статті VIII Статуту МВФ є формою запевнення міжнародного співтовариства в тому, що вона проводитиме здорову економічну політику, уникаючи обмежень у здійсненні платежів та переказів за поточними міжнародними операціями, і завдяки цьому сприятиме ефективній діяльності багатосторонньої системи міжнародних розрахунків.

Валютні курси використовуються, перш за все, для здійснення валютних операцій. Тому, розглядаючи такі поняття, як спот-курси та курси "аутрайт" (форвардні курси), на нашу думку, необхідно виходити із змісту



основних валютних операцій, зокрема, операцій “спот” та операцій “форвард”.

Основними видами поточних операцій є поточні (касові) операції в готівковій та безготівковій формах. Готівкові операції здійснюються обмінними пунктами банків, а безготівкові – банками, валютними біржами та іншими учасниками валютного ринку. Такі операції називаються операціями “спот” (від англ. spot – готівковий, швидко оплачуваний). Вони використовуються переважно для обслуговування зовнішньоторговельних розрахунків, а також з метою одержання додаткового прибутку в разі коливань валютних курсів.

Валютні операції “спот” складають близько 60% від загального обсягу міжбанківського ринку, а тому мають найбільш важливе значення на світовому валютному ринку. Основна мета їх здійснення – забезпечення потреб клієнтів банків у іноземній валюті, конверсія іноземних валют, а також купівля-продаж валюти з метою отримання прибутку за рахунок різниці в курсах цих валют. Банки можуть використовувати поточні операції “спот” з метою підтримки мінімально необхідних робочих залишків у іноземних банках на рахунках “ностро” для зменшення залишків у одній валюті та покриття потреб в іншій. Таким чином банки регулюють свої валютні позиції і не допускають утворення непокритих залишків на рахунках.

Купівля-продаж валют на умовах “спот” означає, що курс валют фіксується на день купівлі-продажу, а її поставка здійснюється на другий робочий (банківський) день (не рахуючи дня продажу).

Таким чином, спот-курс – ціна одиниці іноземної валюти однієї країни, виражена в одиницях валюти іншої країни та встановлена на момент укладення угоди (за умови обміну валютами банками-контрагентами на другий робочий день із дня висновку угоди).

Тобто, якщо валюта була продана у вівторок, то на рахунок покупця вона має поступити в четвер. Різниця в часі між підписанням (укладенням)

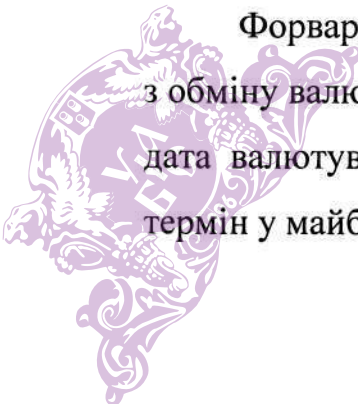
валютної угоди та виплатою по ній визначена міжнародною практикою і пов'язана з необхідністю документального оформлення угоди (виписка первинних документів, підготовка платіжних доручень, повідомчих телеграм і т. і.).

Термін поставки валюти називають “датою валютування”. В залежності від дати валютування в міжнародній практиці використовуються загальноствановлені позначення окремих валютних операцій. Наприклад, укладення угоди “сьогодні” з поставкою валюти на другий робочий день позначається s/n, угоди “сьогодні на сьогодні” – o/n, а “сьогодні на завтра” – t/n.

Важливе значення при здійсненні валютно-обмінних операцій має визначення валютних курсів, основою яких можуть бути курси провідних валютних бірж і, зокрема, франкфуртської та лондонського фінансового ринку. Але на практиці валютні курси безпосередньо визначаються маркет-мейкерами – фінансовими установами (переважно це банки), які постійно здійснюють котирунку курсів і укладають угоди на купівлю-продаж іноземних валют.

Як правило, маркет-мейкери визначають не тільки курси іноземних валют до національної, але й проводять котирування іноземних валют між собою. Провідні маркет-мейкери за певними валютами знаходяться в країнах-емітентах цих валют. Винятком можуть бути маркет-мейкери за резервними валютами (наприклад, долар США, німецька марка), тому що ці валюти широко використовуються в багатьох країнах як база для валютних операцій, оскільки їх значно легше продати або купити, розмістити на депозити тощо.

Форвардними операціями (forward operation, або fwd) називають угоди з обміну валют за раніш узгодженим курсом, котрі укладаються сьогодні, але дата валютування (тобто виконання контракту) відкладена на визначений термін у майбутньому.



Основою форвардної угоди є договір купівлі-продажу іноземної валюти протягом певного періоду або на певну дату в майбутньому за обмінним курсом, обумовленим на дату укладення угоди. Форвардні контракти є терміновими контрактами міжбанківського валютного ринку. Терміни форвардних угод стандартизовані та, як правило, не перевищують 12 місяців; найбільш поширеними є угоди на 1, 2, 3, 6, 9 та 12 місяців. На практиці ці періоди позначаються: 1М, 2М, 3М і т. д.

Форвардний курс (курс "аутрайт") – це ціна, за якою дана валюта продається або купується за умови постачання її на визначену дату в майбутньому.

Специфікою форвардних операцій є те, що форвардні валютні курси, на відміну від інших видів угод, безпосередньо не фіксуються, а розраховуються. Маркет-мейкери та професійні дилери оперують показниками, вираженими у вигляді десятитисячної частини валютного курсу, що відображають різницю між курсом "spot" і курсом "форвард". Ці показники називають форвардною маржею (спред, пункти, піпи), і на практиці здійснюється котирування не курсів, а відповідних різниць.

Форвардний валютний курс розраховується на момент укладення угоди і складається з поточного курсу (spot-курс) і форвардної маржі, яка може виступати у вигляді премії або знижки (дисконту). Якщо форвардний курс валюти вищий від поточного, то для його визначення до spot-курсу додається форвардна премія. Якщо ж форвардний курс нижчий від поточного, він визначається за допомогою віднімання від значення spot-курсу форвардної знижки (дисконту).

На практиці з метою розрізнення премії або знижки їх часто записують, відповідно зі знаком «плюс» чи «мінус», але дилер завжди безпомилково визначить премію або дисконт, якщо знак і не буде вказано. Це пояснюється тим, що курс покупця завжди нижчий за курс продавця. Тому, коли показники форвардної маржі наведені в порядку збільшення (наприклад, 150-200), то мова йде про форвардну премію. У разі, якщо форвардна маржа на-

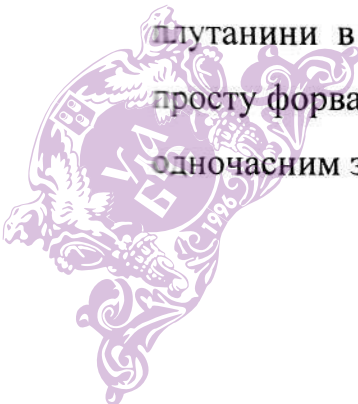
водиться в порядку зменшення (наприклад, 150-100), то ділер повинен враховувати цей спред як форвардну знижку (дисконт).

Окрім того, слід мати на увазі те, що курси “форвард” відрізняються від курсів “spot” значно більшим абсолютним значенням показника маржі – різниці між курсом купівлі та курсом продажу. Це пояснюється специфікою банківської операції “форвард”, яка одночасно є й формою страхування валютних ризиків. Чим триваліший форвардний період, тим вищим буде рівень валютного ризику, а тому більшим буде і розмір форвардної маржі.

Головним чинником, що формує динаміку та рівень форвардного курсу, є різниця відсоткових ставок за міжбанківськими кредитами та депозитами у відповідних валютах. Загальне правило динаміки форвардного валютного курсу: форвардний курс перевищує спот-курс настільки, наскільки банківські кредитні та депозитні ставки валюти котирування вищі відповідних показників по базовій валюті.

Валюта з вищою відсотковою ставкою на форвардному ринку продаватиметься з дисконтом відносно валюти з нижчою відсотковою ставкою. Валюта з нижчою відсотковою ставкою буде продаватися на форвардному ринку з премією відносно валюти з вищою відсотковою ставкою.

Таким чином, форвардний курс відрізняється від поточного на величину форвардної маржі (премія чи дисконт). У професійній термінології для визначення форвардного курсу використовують курс “аутрайт” (outright). Це означає, що покупець хоче у майбутньому купити певну суму валюти (або продавець – продати) без проведення додаткових операцій чи укладення додаткових угод. Цей термін використовується з метою уникнення плутанини в розумінні умов форвардної операції, коли йдеться про одну просту форвардну операцію на відміну від складнішої комбінації, пов'язаної з одночасним здійсненням строкової та поточної операцій (операції “своп”).



Показник розміру форвардної премії (P) чи дисконту (D) можна представити у вигляді формули. Для розрахунку премії чи дисконту за визначення курсу “аутрайт” на купівлю валюти вона буде такою:

$$P(D)_{куп.} = \frac{K_{с.куп.} \times (C_{д.в.} - C_{кр.б.}) \times T}{360 \times 100 + C_{кр.б.} \times T}, \quad (1)$$

де $P(D)_{куп.}$ – премія (або дисконт) для форвардного курсу купівлі певної валюти;

$K_{с.куп.}$ – спот-курс купівлі певної валюти;

$C_{д.в.}$ – відсоткова ставка за міжбанківськими депозитами для валюти котирування;

$C_{кр.б.}$ – відсоткова ставка за міжбанківськими кредитами для базової валюти (база котирування);

T – термін у днях, що на нього розраховується форвардний курс.

Премію (дисконт) валютного курсу “аутрайт” на продаж валюти можна розрахувати за формулою:

$$P(D)_{пр.} = \frac{K_{с.пр.} \times (C_{кр.в.} - C_{д.б.}) \times T}{360 \times 100 + C_{д.б.} \times T}, \quad (2)$$

де $P(D)_{пр.}$ – премія (дисконт) для форвардного курсу продажу певної валюти;

$K_{с.пр.}$ – спот-курс продажу валюти;

$C_{кр.в.}$ – відсоткова ставка за міжбанківськими кредитами для валюти котирування;

$C_{д.б.}$ – відсоткова ставка за міжбанківськими депозитами для базової валюти.

Тоді курс “аутрайт” на купівлю чи продаж валюти можна визначити:

$$K_{ф.куп.} = K_{с.куп.} + P(-D), \quad (3)$$

де $K_{ф.куп.}$ – курс “аутрайт” на купівлю певної валюти;

$K_{с.куп.}$ – спот-курс на купівлю валюти;

P – премія;



D – дисконт.

$$K_{ф.прод.} = K_{с.прод.} + \Pi(-D), \quad (4)$$

де $K_{ф.прод.}$ – курс “аутрайт” на продаж валюти;

$K_{с.прод.}$ – спот-курс на продаж валюти.

Інформація про форвардні курси регулярно публікується у фінансових виданнях (наприклад Financial Times) та надається телекомунікаційними системами (Reuters, Bloomberg тощо).

На нашу думку важливе значення має визначення крос-курсів (cross-rate), що відображають співвідношення між двома іноземними валютами, яке визначається на основі курсу цих валют по відношенню до якої-небудь третьої валюти. Найчастіше за все в якості третьої валюти використовується долар США. Практично всі курси, за якими не встановлюються котировки до американського долара, називають крос-курсами. Найбільш активними валютообмінними операціями за крос-курсами є: німецька марка до японської ени – DEM/JPY; англійський фунт стерлінгів до німецької марки – GBP/DEM; німецька марка до швейцарського франка – DEM/CHF, німецька марка до французького франка DEM/FRF та деякі інші. Використання крос-курсів обумовлюється тим, що досить часто для валют, обсяги застосування яких в міжнародних торговельних та фінансових операціях незначні, існують курси тільки по відношенню до долара США, а практика вимагає визначити певне співвідношення саме між цими валютами.

Особливістю розрахунків крос-курсів є те, що їх котирування може здійснюватися по-різному в залежності від того, хто проводить котирування. Так, якщо французький банк здійснює котирунку французького франка до німецької марки, то він установить пряму котирунку франка до марки $DEM/FRF = 3,5802$. Німецький банк також може встановити пряму котирунку, але вже марки до франка: $FRF/DEM = 0,2793$. При котируванні крос-курсів з англійським фунтом стерлінгів він завжди є базовою валютою, тобто запис буде таким: GBP/XXX.

Котирування крос-курсів провідних валют проводиться агентством Рейтер на сторінці WXWX автоматично через кожні кілька хвилин; його здійснюють більшість банків і брокерських фірм, але за наявності валютних курсів до долара США їх можна розрахувати й самостійно.

Найчастіше за все на практиці використовують три методи розрахунку крос-курсів:

- з прямим котируванням до долара США (долар є базою котирування для обох валют);
- з прямим та зворотним котируванням до долара США, коли долар є базою котирування лише для одного із валют. У цьому випадку для визначення крос-курсу доларові курси валют необхідно перемножити;
- зі зворотним котируванням до долара США, коли долар є валютою котирування для обох валют. У цьому випадку для визначення крос-курсу доларові курси необхідно розділити один на другий.

На міжбанківському ринку для визначення крос-курсів купівлі та продажу валюти користуються наступними правилами:

Крос-курси купівлі та продажу для валют з прямим котируванням до долара США.

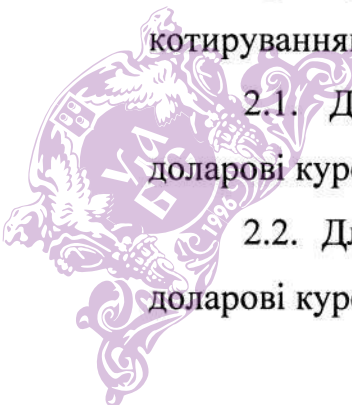
1.1. Для визначення крос-курсу купівлі необхідно розділити доларовий курс купівлі валюти, яка в крос-курсі є валютою котирування, на доларовий курс продажу валюти, яка в крос-курсі є базою котирування.

1.2. Для визначення крос-курсу продажу необхідно розділити доларовий курс продажу валюти, яка в крос-курсі є валютою котирування, на доларовий курс купівлі валюти – бази котирування.

Крос-курси купівлі та продажу для валют з прямим і зворотним котируванням до американського долара.

2.1. Для визначення крос-курсу купівлі необхідно перемножити доларові курси купівлі цих валют.

2.2. Для визначення крос-курсу продажу необхідно перемножити доларові курси продажу цих валют.



Крос-курси купівлі та продажу для валют зі зворотним котируванням до долара США.

3.1. Для визначення крос-курсу купівлі необхідно розділити доларовий курс купівлі валюти, яка в крос-курсі є базою котирування, на доларовий курс продажу валюти, яка в крос-курсі є валютою котирування.

3.2. Для визначення крос-курсу продажу необхідно розділити доларовий курс продажу валюти, яка в крос-курсі є базою котирування, на доларовий курс купівлі валюти, яка в крос-курсі є валютою котирування [167,168].

1.2. Методологічні засади формування валютного курсу та його вплив на забезпечення стабільності гривні.

Процес формування валютного курсу можна умовно розділити на два основні етапи:

- формування реального валютного курсу, що відбиває реальну вартість національної валюти (за аналогією із собівартістю товару);
- формування ринкового валютного курсу, що відбиває ціну національної валюти, яка утворюється на основі реального валютного курсу під дією ринкового попиту і пропозиції (за аналогією з ціною товару).

Ці етапи є характерними як для країн з відносно стабільною економікою, так і для країн, економіка яких знаходиться у кризі.

Кількість чинників, що носять економічний, політичний, структурний, правовий або психологічний характер та прямо або побічно впливають на динаміку валютного курсу, досягає декількох десятків.

У цілому ж зазначені чинники можна розділити на наступні групи:

1. Чинники, що безпосередньо визначають динаміку валютного курсу та безпосередньо пов'язані з процесом міжнародного економічного обміну (утворюючі чинники):

- валовий національний продукт (ВНП) країн, що беруть участь у міжнародному обміні;

- платіжний баланс країни;
- внутрішня та зовнішня пропозиція грошей;
- процентні ставки.

2. Чинники, дія яких впливає на зміну утворюючих чинників і має регулюючий вплив на механізм установавання валютного курсу (регулюючі чинники).

Ці чинники можна розділити на чинники державного регулювання та структурні чинники.

До чинників державного регулювання належать: законодавчі методи (Закони України, Укази Президента України, Декрети та Постанови Кабінету Міністрів України, Постанови та Листи Національного банку України, Накази та Листи Державного митного комітету України тощо), податки, квоти, мито, ліцензії, кредитна й емісійна політика, регулювання цін, діяльність Центрального (Національного) банку, розподіл валюти тощо.

До структурних чинників належать: структура біржі, банківська структура, інфраструктура зв'язку, сезонні чинники, напрямки зовнішньоекономічної діяльності.

3. Чинники, що виникають при виведенні економічної системи з динамічної рівноваги (кризові чинники).

Кризові прояви економіки: дефіцит держбюджету, безконтрольні емісії, інфляція, різниця між внутрішніми та зовнішніми цінами, монопольні виробництва, перетік капіталів за кордон, скорочення інвестицій, падіння обсягів виробництва, неучасть ресурсів в обігу, падіння доходів споживачів, гра на валютних біржах, зовнішньоторговельна діяльність окремих фірм, які використовують демпінгові ціни, "вимивання" товарів.

Політичні чинники: зміна представників влади, політичні рішення, що тягнуть за собою безпосередні зміни в грошовій системі країни; ступінь стабільності керівних структур, рівень надійності в управлінні економічною системою, ступінь взаєморозуміння між економічними та політичними структурами, рівень виконання законів, розмір державного сектора в

економіці, ступінь розбіжностей між політичними силами в країні, відсутність чітко розроблених програм підйому економіки, ступінь довіри населення керівним структурам, ступінь захищеності приватного капіталу тощо.

Психологічні чинники: відкладений попит, інфляційні очікування, відсутність економічного мислення у населення, відсутність досвіду в переході до ринкових відносин, орієнтація цін на валютний курс, а не навпаки, недовіра до національної валюти [95, сс.36-39].

Одним з найважливіших факторів формування валютного курсу є обсяг і динаміка валового національного продукту (ВНП).

Багаторічні дослідження в країнах з ринковою економікою свідчать, що на ринку чистої конкуренції збільшення ВНП країни на 1% призводить до подорожчання національної валюти на 1% і, відповідно, зменшення ВНП на 1% призводить до здешевлення національної валюти на 1% (за умови, що інші чинники не змінюються). У реальній економіці, однак, існує безліч чинників, що впливають на ВНП, у результаті чого ця пропорційна залежність порушується [24, 33, 95].

Необхідно відмітити, що при розгляді динаміки зміни валютного курсу в довгостроковому періоді ця залежність стає більш жорсткою, а в короткостроковому – менш жорсткою. Зв'язано це насамперед з тим, що ВНП – це показник стану економіки у цілому, а для своєчасної реакції економіки на несподівані зміни на внутрішньому або міжнародному ринках необхідний певний період часу.

Досить важливим чинником валютного курсоутворення є пропозиція грошей. Поняття грошової маси, яке використовується в розрахунках валютних курсів, входить у грошовий агрегат M2.

Розмір грошової маси прямо пов'язаний зі змінами валютного курсу. За умов жорсткої грошової політики держави відбувається скорочення грошової маси в країні, що призводить до падіння цін і подорожчання національної валюти. Так, скорочення грошової маси на 1% призведе до подорожчання

валюти на 1%. Як і у випадку з ВВП у реальній економіці існує безліч чинників, що впливають на грошову масу, а тому залежність валютного курсу від грошової маси буде тим більш жорсткою, чим більший проміжок часу розглядається.

На формування валютного курсу, крім розглянутих чинників, впливають два показники: торгівельний баланс, що є нетто-співвідношенням експортних та імпорتنих операцій, і баланс розрахунку по поточних операціях, тобто баланс експортно-імпорتنих розрахунків по операціях із товарами, послугами та фінансами. Дефіцит торгівельного (або поточного) балансу означає перевищення попиту на іноземні товари, послуги або фінанси, що призводить до здешевлення національної валюти. Однак характер впливу торгівельного балансу на валютний курс може бути різним в залежності від ситуацій у різних державах.

Так, розглядаючи країни, валюта яких є резервною, зокрема США, необхідно мати на увазі те, що дефіцит платіжного балансу може визначатися потребою іноземних держав збільшити свої валютні резерви або розширити міжнародну торгівлю. Така ситуація мала місце на початку 80-х років, коли при збільшенні дефіциту торгівельного балансу спостерігалось стабільне подорожчання долара США, пов'язане із зростанням світової економіки.

Показником прибутковості капіталу в різних країнах є облікові процентні ставки (i), тобто ставки, що застосовують центральні банки в операціях із комерційними банками й іншими кредитними інститутами по обліку короткострокових державних зобов'язань (насамперед казначейських векселів) і переобліку комерційних векселів. Однак, оскільки в різних країнах існують різні темпи інфляції, то для коректного визначення прибутковості обчислюються реальні процентні ставки з урахуванням "ефекту Фішера".

"Ефект Фішера" у такий спосіб зв'язує номінальні процентні ставки (i), реальні процентні ставки (i^{real}) та інфляцію (π):

$$(1 + i) = (1 + i^{real}) (1 + \pi). \quad (5)$$



Таким чином, при наявності твердої гарантії повернення капіталу та стабільних відсотках вільні капітали будуть вкладені в ту країну, де реальна процентна ставка вище і, отже, можна одержати більш високий прибуток, тобто привабливість і вартість даної валюти підвищується.

Залежність валютного курсу від реальних процентних ставок визначається обсягами та ступенем свободи капіталів, а також надійністю нових активів у порівнянні зі старими і наявністю перспектив зміни процентних ставок по ним. Ступінь свободи капіталів визначають час, необхідний для продажу активів, і наявність попиту на ці активи на ринку. Тому можна зробити висновок, що у короткостроковому періоді зміни в процентних ставках (з урахуванням ризику) сприяють мобільності абсолютно вільних капіталів, і лише при збереженні тенденцій на тривалий період відбувається рух раніше "зв'язаних капіталів".

У країнах, вплив на економіку яких міжнародної торгівлі є досить значним, для підтримки стабільності та розвитку економіки застосовується державне регулювання національних валютних ринків. Пов'язано це, насамперед, із тим, що валютний курс, який було сформовано під впливом безлічі економічних, політичних, психологічних та інших чинників, у свою чергу, впливає на їхнє формування.

Якщо з ряду причин у країні порушено економічну рівновагу, то знецінення національної валюти призводить до загострення економічної ситуації, що, в свою чергу, викликає ще більше знецінення національної валюти, тобто утворюється замкнуте коло. Одним з заходів для виправлення подібної ситуації, на нашу думку, повинно бути введення державного регулювання національних валютних ринків. Розглянемо докладніше деякі складові державного регулювання, а саме: тарифи (мити), квоти, грошово-кредитну політику держави та грошовий ринок.

Мито на ввезені товари застосовують, насамперед, для захисту місцевих виробників аналогічної продукції від іноземних конкурентів. Крім цього, мито захищає прибутки працівників і службовців, які працюють на

цьому виробництві, а також прибутки виробників, що постачають даному виробництву сировину та матеріали.

Водночас уведення високої ставки мита позбавляє покупців більш дешевих і якісних товарів і не стимулює підвищення якості аналогічної вітчизняної продукції.

В окремих випадках, коли економіка країни знаходиться у глибокому занепаді, мито перестає використовуватися в якості захисту інтересів місцевих виробників і стає статтею прибутку держави.

Проведене дослідження показало, що можна простежити вплив мита на ВВП, якщо представити його складові в такому вигляді (за відповідними групами виробленої продукції):

$$\text{ВВП} = \sum V_{c_i} + \sum I_{n_i} + \sum V_{i^{\text{ек}}} (\text{Ц}_i + M_i) + \sum V_{i^{\text{ім}}} (\text{Ц}_i + M_i), \quad (6)$$

де $\sum V_{i^{\text{ек}}}$ – обсяг експорту по окремих видах продукції;

$\sum V_{i^{\text{ім}}}$ – обсяг імпорту по окремих видах продукції;

Ц_i – ціна експортної (імпортної) продукції;

M_i – мито на експортну (імпортну) продукцію;

$i = 1 \dots n$ – кількість груп виробленої продукції.

Частку одного імпортованого продукту та його вітчизняного аналога в структурі ВВП можна записати в наступному вигляді:

$$\text{ВВП}_i = V_{c_i} + I_{n_i} + V_{i^{\text{ім}}} (\text{Ц}_i + M_i). \quad (7)$$

Вплив розміру мита на ВВП можна оцінити лише виходячи з наявності конкретних ситуацій і товару. Важливу роль тут відіграють обсяги експорту, обсяги виробництва аналогічної продукції у країні та еластичність попиту на даний товар.

Вплив квот на ВВП у формалізованому вигляді можна представити як:

$$\text{ВВП} = \sum V_{c_i} + \sum I_{n_i} + \sum K_{i^{\text{ек}}} (\text{Ц}_i + M_i) + \sum K_{i^{\text{ім}}} (\text{Ц}_i + M_i), \quad (8)$$

де $K_{i^{\text{ек}}}$ – квота на експорт по окремих видах продукції;

$K_{i^{\text{ім}}}$ – квота на імпорт по окремих видах продукції.



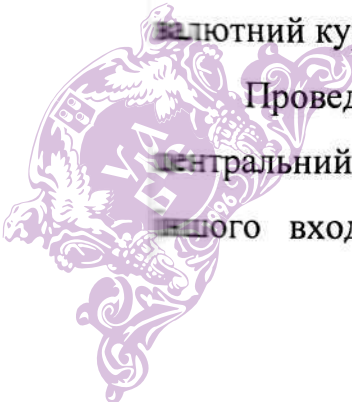
Введення квот на імпорт, як і введення мита, має на меті захист вітчизняних виробників від іноземних конкурентів і гарантує їм певне місце на ринку. Для українського ринку квотування деяких видів імпортової продукції з одного боку є необхідним, тому що вітчизняні аналоги неконкурентоспроможні, а з іншого боку наявність імпортованих квот, як правило, зменшує обсяг ВВП.

Введення квот на експорт обумовлене спробами попередити виснаження природних ресурсів, прагненням наситити внутрішній ринок, підвищити ціни на експорт (при обмеженні постачання товару на зовнішній ринок його ціна підвищується). Для вітчизняного ринку введення експортних квот означає збільшення ВВП.

Кредитна політика держави повинна забезпечувати оптимальне співвідношення інвестицій і ВВП, що є необхідною умовою стабільного зростання ВВП. Якщо відбувається порушення пропорцій і частка інвестицій у ВВП знижується, то це призводить до зниження ВВП.

Важливим інструментом грошово-кредитної політики держави є грошова емісія, що, як правило, використовується для покриття дефіциту державного бюджету. У результаті проведення емісії з'являється надлишок грошової маси, що не має товарного покриття, що призводить, у свою чергу, до зростання цін і посилення інфляції (емісія виступає в даному випадку в якості інструмента перерозподілу дефіциту державного бюджету між усіма власниками національної валюти за допомогою інфляційного податку). Подібна політика негативно відбивається не тільки на формуванні валютного курсу, але й на економіці в цілому. Для коректного розрахунку валютного курсу необхідно враховувати вплив інфляції на чинники, що визначають валютний курс.

Проведення грошово-кредитної політики держави покладається на центральний банк країни. У завдання, які на нього покладено, крім усього іншого входить контроль за вартістю національної валюти у вигляді



встановлення офіційних курсів, або у вигляді проведення інтервенцій на валютному ринку.

Метою проведення валютних інтервенцій може бути:

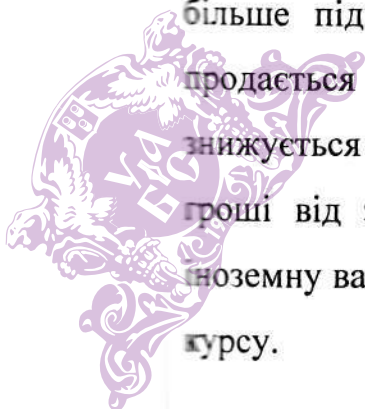
- вплив на обмінний курс національної валюти;
- згладжування сезонних коливань;
- поліпшення стану платіжного балансу країни.

Для успішного здійснення інтервенцій необхідно визначити реальну вартість національної валюти, значення курсу, необхідне для успішної реалізації обраної грошово-кредитної політики, а також розмір і ступінь тиску, що необхідно зробити на ринок для досягнення цих цілей.

На формування валютного курсу досить суттєво впливають спекулятивні операції. На підставі узагальненого досвіду роботи валютних ринків світу вплив спекулятивних операцій на валютний ринок можна розділити на стабілізуючий та дестабілізуючий.

При стабілізуючих спекулятивних операціях зміну валютного курсу можна показати у вигляді синусоїдальної кривої, що відхиляється від основної тенденції зміни курсу (тренда). Валюта продається по максимальній ціні, що перевищує тренд і купується за мінімальною ціною, коли ця ціна стає нижче тренду. В результаті зміни валютних курсів їхні значення наближаються до тренду. Дії гравців не тільки стабілізують обстановку на валютному ринку, але й приносять їм прибуток.

При дестабілізуючих спекулятивних операціях дії гравців призводять до збільшення коливань валютних курсів відносно тренда. Валюта купується гравцями, коли валютний курс знаходиться на високому рівні, тим самим ще більше підвищується курс у порівнянні з трендом. Відповідно, валюта продається гравцями, коли ціна на неї значно падає, тим самим ще більше знижується валютний курс відносно тренда. У результаті гравці втрачають гроші від здійснення подібних операцій на валютному ринку, купуючи іноземну валюту по більш високому курсу та продаючи її по більш низькому курсу.



Мілтон Фрідман у 1953 році так охарактеризував подібну ситуацію: "Валютні операції, що стабілізують ринок, дозволяють робити гроші, а дестабілізуючі – їх втрачати. Зрештою учасники валютного ринку, що дестабілізують обстановку, за свою поведінку витискаються з ринку" [174].

На перший погляд істинність подібного висловлення не викликає сумнівів, але чи є воно універсальним при всіх ситуаціях, що виникають на валютному ринку?

Дестабілізація валютного ринку може відбитися на стабільності економіки в цілому, і в першу чергу на стані фінансового ринку. Гравці на валютній біржі, що викликали дестабілізацію і втратили на валютних операціях значні суми, можуть отримати значно більший прибуток з економіки, що прийшла в занепад.

Крім цього, можливо отримувати прибуток і з самих дестабілізуючих операцій, що здійснюються на валютному ринку. Наприклад, гравець починає операцію з купівлі іноземної валюти, коли валютний курс досягає максимального значення, дестабілізуючи ринок і провокуючи тим самим в інших учасників ринку підвищений попит на валюту. Як тільки ці гравці починають самостійно скуповувати іноземну валюту, відхиляючи ще більше лінію валютних курсів від тренда, учасник ринку який спровокував цю ситуацію, припиняє операції на ринку, і коли курс іноземної валюти досягає максимального значення, починає продавати накопичену раніше валюту по максимальному курсу, одержуючи прибуток за рахунок "спровокованих" гравців, які у цьому випадку втрачають свої гроші.

Таким чином, у своїй основі дестабілізуючі операції на валютному ринку є збитковими, але існує ряд ситуацій, коли гравці, що створюють дестабілізацію на ринку, дістають прибуток, який перевищує їхні збитки.

На тенденцію зміни валютного курсу дуже часто значно впливають дії учасників валютного ринку, що засновані на їхніх очікуваннях. Відомо, що іноземна валюта може бути не тільки засобом платежу, але й засобом накопичення; на неї можна придбати іноземні фінансові активи, а зміни

валютних курсів будуть впливати на прибутковість за цими активами. Отже, власники таких активів з метою одержання найбільшого прибутку в національній валюті намагатимуться оцінювати можливі зміни валютного курсу в майбутньому. Якщо ці очікування не виправдаються, то попит на іноземну валюту зменшиться, якщо ж прогноз буде сприятливим, то попит на іноземну валюту зросте.

Як свідчить світова практика основними орієнтирами для учасників валютного ринку є:

- очікувані зміни грошової маси;
- очікувана політика уряду (зокрема політика, що стосується інтересів приватних власників капіталу);
- наслідки інтервенцій на валютному ринку тощо.

Якщо в країні, валюту якої збираються придбати майбутні інвестори, з'являються ознаки швидкого зростання грошової маси, то це є передвісником посилення інфляції і, відповідно, знецінення національної валюти. Тому заяви політичних лідерів і керівників фінансових органів про зміни в економіці, що здатні призвести до посилення інфляції, зміни у відношенні до приватної власності (конфіскація, введення нових податків, обмежувальних правил і т. інш.), необґрунтовані спроби держави підтримати падаючу національну валюту викликають активність на валютному ринку та призводять до знецінення національної валюти.

Показовим прикладом може бути фінансова криза 1998 р. Інфляційні очікування почали проявлятися ще в травні-червні 1998 р., коли з ринку ОВДП пішли нерезиденти. В серпні фінансова криза розпочалася спочатку в Росії, а потім перекинулася й до України. Але завдяки тому, що Національному банку України вдалося частково погасити інфляційні очікування, перші наслідки фінансової кризи в Україні не були такими руйнівними, як в Росії, коли з полиць магазинів за кілька днів зникли товари першої необхідності. В цілому ж, оскільки чинники фінансової кризи в Україні та Росії були схожими, її наслідки знайшли свій прояв у суттєвому

підвищенні курсів і гривні, й рубля по відношенню до більш стабільних валют, в першу чергу до американського долара та німецької марки.

В цілому слід зазначити, що чинники, які формують валютні курси, досить мобільні, і їх взаємний вплив часто може нейтралізувати або підсилювати дію один одного, а тому, керуючись загальними тенденціями динаміки валютних курсів, необхідно в кожній конкретній ситуації аналізувати дію кожного чинника у взаємозв'язку з іншими.

Розглядаючи питання формування валютного курсу необхідно, як нам здається, розглянути таку важливу економічну категорію, як паритет купівельної спроможності.

Основою визначення та порівняння валютних курсів є співвідношення купівельної спроможності окремих іноземних валют. Купівельна спроможність валюти визначається вартістю певного набору товарів та послуг, які можна придбати за відповідну грошову одиницю у порівнянні з базовим періодом.

Співвідношення купівельної спроможності окремих валют стосовно певної групи товарів та послуг у двох країнах визначає паритет купівельної спроможності – *PPP* (purchasing power parity). Вважають, що теорія паритету купівельної спроможності була висунута ще в 1556 році Мартіном де Ацпілкуета Наварро. Пізніше її досліджували Д. Рікардо та Д. Юм, а в остаточному варіанті вона сформульована лауреатом Нобелівської премії Ірвінгом Фішером. Згідно з теорією *PPP* валютний курс змінюється на стільки, на скільки це необхідно для того, щоб компенсувати різницю в динаміці рівня цін в різних країнах. Або, інакше кажучи, ціна одиниці одного й того ж товару в одній країні повинна відповідати ціні на цей товар в іншій країні, перерахованій з урахуванням поточного валютного курсу [33,34,167].

Наприклад, при заниженні курсу японської ени відносно американського долара японські товари в США коштуватимуть дорожче, а американські в Японії – дешевше. З відтоком доларів за кордон відбувається падіння цін на товари на внутрішньому ринку країни та підвищення цін за

кордоном разом з одночасним збільшенням попиту на товари на внутрішньому ринку. Це, в свою чергу, буде сприяти підвищенню цін або підвищенню курсу валюти. Такий процес може відбуватися до тих пір, поки обидві валюти не досягнуть певної пропорції, яка б відображала збалансованість цін на один і той же товар в різних країнах.

Таким чином, у спрощеному вигляді паритет купівельної спроможності можна відобразити формулою:

$$C_в = B_к \times C_з, \quad (9)$$

де $C_в$ – ціна за одиницю певного товару на внутрішньому ринку;

$B_к$ – поточний валютний курс грошових одиниць двох країн, товари яких порівнюються;

$C_з$ – ціна за одиницю того ж товару на зовнішньому ринку.

В залежності від номенклатури товарів, які беруться для розрахунку, PPP може бути частковим (за обмеженим переліком товарів або товарних груп) та загальним (за валовим національним продуктом).

Існує кілька методик розрахунку паритету купівельної спроможності валют. Найпростішим методом є співставлення вартості порівняльного набору товарів і послуг (споживчого кошика) в різних країнах:

$$PPP = \frac{\sum_{i=1}^n C_i^B \times T_i}{\sum_{i=1}^n C_i^A \times T_i}, \quad (10)$$

де C_i^B – ціна одиниці товару (послуги) i -го виду в країні В;

C_i^A – ціна одиниці товару (послуги) i -го виду в країні А;

n – кількість порівнюваних видів товарів (послуг) в обох країнах;

T_i – товар (послуга) i -го виду.

При розрахунках загального PPP , на нашу думку, доцільніше за все можна скористатися індексним методом:

$$I_{PPP} = \frac{I_\phi^B \times I_\psi^B}{I_\phi^A \times I_\psi^A}, \quad (11)$$



де I_{PPP} – індекс паритету купівельної спроможності;

I_{ϕ}^B – індекс фізичного обсягу валового національного продукту за певний проміжок часу в країні В;

I_{η}^B – індекс цін в країні В;

I_{ϕ}^A – індекс фізичного обсягу ВВП в країні А;

I_{η}^A – індекс цін в країні А.

Наприклад, поточний курс USD/UAH = 4,15.

Згідно з прогнозами фахівців на наступний рік $I_{\phi}^B = 1,001$, тобто приріст фізичного обсягу ВВП в Україні складе 0,1%; $I_{\phi}^A = 1,03$ – приріст фізичного обсягу ВВП наступного року у США складе 3%.

$I_{\eta}^B = 1,20$, тобто прогнозований рівень річної інфляції в Україні складе 20%; $I_{\eta}^A = 1,02$, що дорівнюватиме 2% річної інфляції у США.

Індекс паритету купівельної спроможності складе 1,1433. Це означає, що курс гривні по відношенню до американського долара підвищиться на 14,33%, а її купівельна спроможність знизиться. Таким чином, згідно з теорією паритету купівельної спроможності валютний курс USD/UAH складе 4,74 ($4,15 \times 1,1433$).

З метою уникнення впливу особливостей ціноутворення та оподаткування в окремих країнах може використовуватися метод розрахунку *PPP* на основі співвідношення витрат виробництва (собівартості продукції), що дозволяє уникнути окремих політичних, кон'юктурних чи спекулятивних чинників курсоутворення.

На особливу увагу заслуговує індексний метод розрахунку *PPP*, який базується на визначенні співвідношення ефективних виробничих витрат – індексу заробітної плати (I_z) та індексу продуктивності праці (I_n).

$$I_{PPP} = \frac{I_z^B \times I_n^A}{I_z^A \times I_n^B}, \quad (12)$$

де I_z^A, I_z^B – індекс заробітної плати, відповідно, в країнах А і В;

I_n^A, I_n^B – індекс продуктивності праці в країнах А і В, відповідно.



Таким чином, визначення паритету купівельної спроможності дозволяє зробити висновок, що валютний курс визначається відносною вартістю грошей в двох країнах, яка, в свою чергу, залежить від рівня цін, а останній – від кількості грошей у обігу.

Прибічники теорії *PPP* вважають, що вирівнювання валютного курсу на основі співставлення купівельної спроможності валют відбувається не автоматично, а за умови дії інших чинників.

У зв'язку з тим, що процес формування валютного курсу відноситься до сфери міжнародного грошового обігу, то можна вважати, що він є одним із елементів кількісної теорії грошей, яка встановлює пряму залежність між грошовою масою і цінами. Ця залежність відображається рівнянням обміну, запропонованим І.Фішером у 1912 році:

$$MV = PQ, \quad (13)$$

де M – грошова маса;

V – швидкість обігу грошей;

P – рівень цін;

Q – фізичний обсяг виробництва.

Виразимо рівень цін як

$$P = \frac{MV}{Q} \quad (14)$$

та підставимо його в рівняння *PPP*, яке характеризує співвідношення цін на окремі товари в різних країнах. Таким чином, одержимо залежність показника *PPP* від обсягів грошової маси в обігу, швидкості обігу грошей та обсягів виробництва:

$$PPP = \frac{M^B V^B Q^A}{M^A V^A Q^B}, \quad (15)$$

де M^B, M^A – грошова маса, відповідно, у країнах В і А;

V^B, V^A – швидкість обігу грошей у країнах В і А;

Q^B, Q^A – фізичний обсяг виробництва у країнах В і А відповідно.



За таких умов валютний курс повинен бути прямо пропорційним обсягу грошової маси та швидкості обігу грошей і обернено пропорційним до обсягів виробництва, що дозволяє вважати його показником стану рівноваги національної економіки.

Однак у зв'язку з відмінністю рівнів економічного та політичного розвитку різних країн, кліматичними, соціально-культурними особливостями тощо оцінка та прогнозування валютних курсів на основі теорії *PPP* має обмежене практичне застосування, а тому цей показник слід розглядати як одну із складових частин загального процесу курсоутворення.

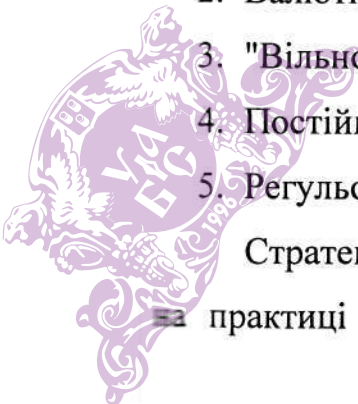
1.3. Режими валютних курсів і світовий досвід валютного курсоутворення.

У процесі міжнародного економічного обміну країни постійно стикаються з проблемами адаптації до змін як у міжнародній торгівлі, так і в макроекономічній ситуації усередині країни. Валютний курс є ключовою ланкою, що зв'язує світову економіку й економіку країни. Тому для вирішення подібних проблем держава розробляє валютну стратегію.

Кількість варіантів такої стратегії є досить значною; багато з них уже застосовувалися на практиці у різний час і в різних країнах. Іноді неправильний вибір валютної стратегії призводив до значних збитків, що зайвий раз доводить важливість і необхідність обережності вибору державою валютної політики та її реалізації. Підсумовуючи накопичений досвід, можна виділити 5 основних варіантів валютної стратегії:

1. Фінансування тимчасової нестабільності.
2. Валютний контроль.
3. "Вільно плаваючі" валютні курси.
4. Постійно фіксовані курси.
5. Регульоване "плавання" валют [170, 179,183] .

Стратегія фінансування тимчасової нестабільності полягає в тому, що на практиці досить часто виникають ситуації, коли дефіцит платіжного



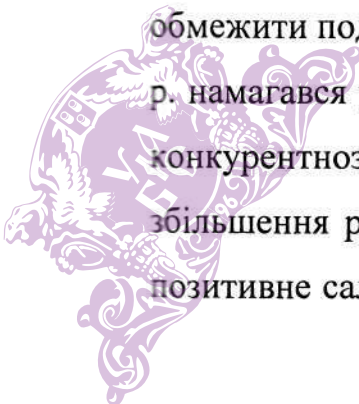
балансу країни є тимчасовим, викликаним дією певних передбачуваних чинників, наприклад, сезонним характером надходжень іноземної валюти. У цьому випадку кредитування виникаючих дефіцитів за рахунок одержаних протягом іншого часу надлишків дозволяє, не змінюючи фіксованих курсів, збалансувати міжнародні платежі за рахунок державного фінансування.

Якщо незбалансованість платежів носить явно циклічний характер, держава може без загрози виснаження або надмірного збільшення своїх резервів фінансувати дефіцити, що чергуються з надлишками досить тривалий час. Такий варіант валютної стратегії можна визнати оптимальним. Однак можуть виникати непередбачені ситуації.

Наприклад, у Великобританії в другій половині 60-х рр. нашого сторіччя курс фунта стерлінгів зростав відносно долара США. Уряд і Банк Англії намагалися підтримувати курс на колишньому рівні – 2,8 долари США за 1 фунт стерлінгів, але дисбаланс не зникав, резерви держави виснажувалися. Дисбаланс виявився не тимчасовим, а постійним. У результаті Банк Англії був змушений скупити значну кількість фунтів стерлінгів по високій ціні, використовуючи для цього власні резерви та міжнародні кредитні лінії.

У листопаді 1967 р., коли можливості підтримки валютного курсу вичерпали себе, була проведена девальвація, і курс склав 2,4 долари США за 1 фунт стерлінгів. У результаті країна понесла багатомільярдні збитки, які були пов'язані з купівлею фунтів по високому курсу до девальвації і наступному продажу по 2,4 долари США за 1 фунт стерлінгів для відновлення своїх валютних резервів [95, с.12].

До подібних сумних наслідків можуть призвести й спроби держави обмежити подорожчання національної валюти. Японський уряд у серпні 1971 р. намагався уникнути підвищення курсу єни в доларах США, щоб зберегти конкурентноздатність експорту. Протягом декількох місяців урядом із метою збільшення резервів іноземної валюти були скуплені мільярди доларів, але позитивне сальдо платіжного балансу носило стійкий характер. У результаті



уряд Японії був змушений ревальвувати свою валюту відносно долара більш ніж на 30%. Втрати були такими ж значними, як і у Великобританії у 1967 р.

Наведені приклади показують, як часом буває важко визначити причини виникнення та розвитку дисбалансу. Якщо офіційний валютний курс у тривалій перспективі перестає відповідати економічній ситуації, то його підтримка вимагає не лише тимчасових заходів, але й глибоких змін в економічній політиці. У протилежному випадку можна чекати значних втрат.

Таким чином, ефективне використання стратегії фінансування тимчасової нестабільності можливо лише за умов чітко спрогнозованих тимчасових коливань платіжного балансу.

Другим варіантом стратегії може бути, так званий, валютний контроль, характерною рисою якого є жорстке контролювання з боку держави усіх угод з іншими державами, що допомагає в розподілі валютних ресурсів. Як правило, основна мета введення валютного контролю – упорядкування купівлі валюти для досягнення соціальних цілей.

Для того, щоб валютний контроль був ефективним, необхідна наявність складної, багаторівневої системи планування, що враховує всі особливості внутрішньої економіки, положення країни у світовій торгівлі, а також інтереси учасників валютного ринку на основі, як передбачається, соціальної справедливості.

Теоретично необхідність використання валютного контролю в ідеальному варіанті не викликає ніяких сумнівів. Але практика довела, що подібна стратегія має багато недоліків і, крім того, надзвичайно складна у виконанні.

Навіть при найефективнішому розподілі валютних коштів бувають великі втрати: для суспільства – у вигляді неукладених взаємовигідних угод внаслідок недостачі валюти на внутрішньому ринку, для окремих громадян – у вигляді недоотриманого прибутку і моральних витрат, тому що навіть при "найсправедливішому" розподілі неможливо повною мірою врахувати інтереси всіх учасників економічних відносин.

Крім цього, валютний контроль має наступні недоліки:

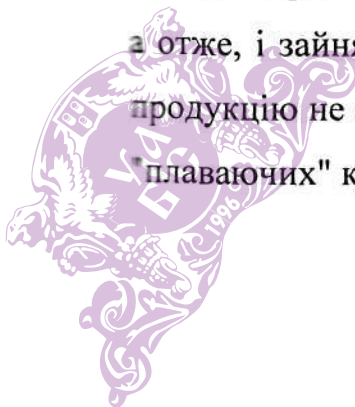
- складність і громіздкість валютного контролю знаходяться в прямій залежності від розміру країни (по території, кількості учасників), а чим складніший механізм валютного контролю, тим менш ефективним він стає; при цьому країна несе досить великі фінансові втрати;
- при нерозвиненості комунікаційного зв'язку між учасниками економічного механізму та контрольних органів валютний контроль не тільки стає малоефективним, але й негативно впливає на стан економіки в цілому.

Ефективний валютний контроль можливий лише за умов складної системи планування, що може бути забезпечена при наявності фундаментальної теоретичної бази і багатого практичного досвіду в області економічного планування і прогнозування.

Стратегія "плаваючих" валютних курсів полягає в тому, що держава не втручається в установлення валютного курсу, який визначається на вільному валютному ринку.

Ця стратегія буде тим більш ефективною і сприятливою процвітанню країни, чим більш стабільною та стійкою є національна економіка. Одним із основних джерел внутрішньої нестабільності більшості країн є внутрішня бюджетна і кредитно-грошова політика.

Припустимо, що в зв'язку з прорахунками в кредитно-грошовій політиці відбулося скорочення внутрішнього попиту на національну валюту. Вирівнювання платіжного балансу відбуватиметься в цьому випадку за рахунок подорожчання на зовнішньому та на внутрішньому ринках товарів і послуг, вироблених у країні. Це спричинить скорочення обсягів виробництва, а отже, і зайнятості, доти, доки ціни на аналогічну вітчизняну і закордонну продукцію не збалансуються. Подібне вирівнювання платіжного балансу при "плаваючих" курсах призводить до глибокого економічного спаду.



У той же час при вільному "плаванні" валютних курсів вплив зовнішньоторговельних коливань у меншому ступені відбивається на стані національної економіки.

Наприклад, якщо внаслідок неконкурентоздатності частина товарів перестав користуватися попитом на зовнішньому ринку, усередині країни відбувається спад виробництва. Наступне за цим скорочення експорту викликає відносне знецінення валюти, що, в свою чергу, призводить до здешевлення продукції, виробленої на внутрішньому ринку в порівнянні з закордонною, а також до росту попиту та обсягів виробництва.

Розглядаючи "вільно плаваючі" валютні курси, необхідно враховувати дві властиві їм особливості:

- "вільне плавання" курсів призводить, як показала практика, до занадто високої інфляції, в умовах якої у держави існує вибір: або послабляти зростання інфляції, що призведе до збільшення безробіття, або проводити політику повної зайнятості, мирячись із зростанням інфляції;
- при "плаваючих" валютних курсах держава не втручається в курсоутворення, тому якщо на ринку буде проводитися спекулятивна гра, то валютні курси можуть значно коливатися, що, в свою чергу, може викликати економічну кризу.

Протилежністю розглянутим вище "вільно плаваючим" є фіксовані валютні курси, перевагами використання яких є стримування інфляції та запобігання дестабілізуючій спекуляції.

Розглянемо вплив внутрішньої та зовнішньої нестабільності на стан економіки при використанні фіксованих валютних курсів.

При неочікуваному зниженні внутрішнього попиту на гроші виникає деяке скорочення зайнятості населення, прибутків, а також скорочення імпорту. Залучення додаткових резервів з-за кордону дозволить збільшити грошову масу у країні, що призведе до подолання спаду.



При втраті частини експортних ринків скоротяться валютні резерви, може з'явитися дефіцит платіжного балансу, що, у свою чергу, призведе до зниження імпорту або зменшення грошової маси.

Якщо держава встановлює і протягом тривалого часу підтримує фіксований курс, що не відповідає реальному, то це призводить до створення кризових ситуацій в економіці держави і багатомільярдним втратам.

І, зрештою, регульоване "плавання" валют.

Воно відрізняється від вільного "плавання" тим, що в процесі встановлення курсу на валютному ринку бере участь центральний банк, який згладжує коливання курсу з метою зробити його більш передбаченим і стимулюючим зовнішню торгівлю. Теоретично це заслуговує схвалення, однак виникає питання: яким чином можна визначити, чи є коливання валютного курсу наслідком зміни його руху або ж воно викликано тимчасовими причинами?

Прогнозування в цій області – дуже складне заняття, оскільки на утворення курсу впливає безліч чинників. Для одержання точного результату потрібно не тільки встановити залежності між валютним курсом і чинниками, що його утворюють, але і точний прогноз значень самих цих чинників на розглянутий період.

Як правило, якщо центральний банк помиляється у своїх розрахунках і завзято підтримує курс, що відрізняється від реального, починається широкомасштабна спекулятивна гра, у результаті якої держава терпить значні збитки.

У міжнародній практиці використовуються фіксовані та плаваючі (гнучкі) режими валютних курсів, а також їх певне поєднання (додаток В).

Фіксований валютний курс передбачає наявність певного зареєстрованого (офіційного) паритету, який підтримується органами державного валютного контролю. Режим вільно плаваючих курсів називають флоатингом. Під плаваючими обмінними (валютними) курсами (floating exchange rate) розуміють такі курси, рівні яких визначаються на ринку під

впливом попиту та пропозиції, що, в свою чергу, залежить від стану платіжного балансу країни, співвідношення відсоткових ставок і темпів інфляції, очікувань учасників ринку, офіційних валютних інтервенцій тощо.

За умови введення обмежень режим вільно плаваючих курсів називають “брудним флоатингом” або “керованим плаванням”. Більшість країн світу в політиці курсоутворення орієнтується саме на кероване плавання валютних курсів.

Змішані режими валютних курсів запроваджуються з метою стимулювання або стримування певних видів чи напрямків зовнішньоекономічної діяльності або фінансово-кредитної політики держави [75, сс.7-10].

Однією із форм валютного регулювання та валютного контролю є введення так званого “валютного коридору” – фіксованих державною межах зміни валютного курсу національної грошової одиниці до валют (валюти) провідних країн. В кінці 1997 р. валютний коридор гривні до долара США рішенням Кабінету Міністрів і Національного банку України було встановлено в межах 1,75 – 1,95. В січні 1998 р. межі валютного коридору було змінено, і на 1998 р. вони становили: 1,80 – 2,25, але вже у вересні 1998 року межі коридору було розширено до 2,5 – 3,5 грн. за 1 американський долар. У лютому 1999 р. Уряд та Національний банк України встановили валютний коридор на 1999 рік, параметри якого складають: 3,4 – 4,6 грн. за 1 долар США [72, 87, 88, 93].

Окрім того, Національний банк України може встановлювати граничні розміри маржі за валютообмінними операціями як на міжбанківському ринку так і для обмінних пунктів.

Різновидом флоатингу для окремих валют є фіксація паритету національної грошової одиниці по відношенню до якої-небудь “плаваючої” валюти, в результаті чого її курс до інших валют змінюється таким же чином, як і курс провідної валюти-лідера. Це називають “спільним плаванням”. Найпоширенішою валютою-лідером є долар США, до якого “прив’язані”

понад 40 національних грошових одиниць. На другому місці знаходиться французький франк, який є валютою-лідером для 14 країн Зони французького франка. По кілька національних грошових одиниць орієнтуються на німецьку марку, індійські рупії, південно-африканський ренд і австралійський долар.

Останнім часом деякі країни при встановленні курсів своїх національних валют використовують метод “валютного кошика” (наприклад, Польща, Угорщина, Чеська Республіка) або орієнтуються на міжнародні та колективні розрахункові одиниці: СДР (Іран, Бірма, Заїр) та євро. Приклади режимів валютних курсів наведено в табл. 2.

Таблиця 2

Режими валютного курсу [75,с.16].

Режим валютного курсу	Кількість країн	
	на 01.01.1990 р.	на 01.01.1996 р.
Прив'язка до однієї або до декількох валют	94	67
Гнучкій підхід, введення обмежень по відношенню до однієї валюти або групи валют	13	14
Більш гнучкий підхід (коректування відповідно до серії показників, кероване або вільне плавання валютного курсу)	46	99
Всього	153	180

Перед тим, як буде розглянутий стан українського валютного ринку, звернемося до світового досвіду успішного вибору і реалізації валютної стратегії на прикладі ФРН.

Привабливість для України використання досвіду ФРН у сфері досягнення конвертованості національної валюти пояснюється великою схожістю соціально-політичного положення ФРН у 40-50-х рр. і сучасного положення України, а також методів здійснення валютної політики: використанням грошей і цін як основних чинників, що забезпечують безперебійне функціонування ринкової економіки, яка створила стартові

умови для майбутнього динамічного розвитку господарства, що одержало відому назву "німецьке економічне диво".

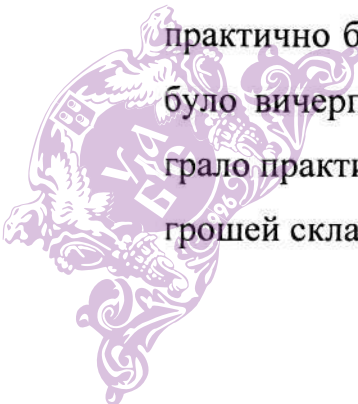
Початком конвертованості німецької марки вважають 21 червня 1948 року, коли була проведена грошово-валютна реформа. Рейхсмарки (RM) було замінено німецькими марками (дойче марки) – DM.

Юридичним особам і громадянам RM були обміняні, включаючи банківські депозити, на DM відповідно до кількості повернутих грошей і розміром внеску у фінансових установах – так звані старі боргові позови. На першому етапі співвідношення грошей складало 10 DM за 100 RM, причому 50% старих боргових позовів повинні були бути зв'язані з так званим стабільним рахунком. Таким чином, для вільного користування залишалося лише 50% старих боргових позовів у DM, а 5 DM із кожних 100 RM залишалося на «твердих рахунках».

Відразу після реформи приймається закон про блокуванні внески, що "заморозило" ще 70% внесків на цих рахунках. Остаточне співвідношення між RM і DM склало 6,50 DM за кожні 100 RM.

Активи фінансових установ на відміну від небанківських організацій не були переведені у DM. Замість цього банки одержали запис у кредит рахунку Земельного центрального банку, що відповідав визначеному відсотку загального обсягу їхніх зобов'язань, що виникли після перерахування у DM: для короткочасних зобов'язань – 15%, для довгострокових – 7,5%.

Обмін RM на DM та обмін банківських вкладів, які були розглянуті вище, являли собою так зване законне добування грошей. У перші місяці після грошово-валютної реформи це було головне джерело забезпечення народного господарства грошима. Рівно через рік – у липні 1949 р., коли практично були витрачені наявні внески на "твердих рахунках", це джерело було вичерпано, і до середини 1949 р. законне добування грошей уже не грало практично ніякої ролі в грошовому обігу. Наприкінці 1949 р. 1/3 обсягу грошей складала готівка і 2/3 – гроші на рахунках.



Одним із найважливіших результатів грошово-валютної реформи стало встановлення фіксованого курсу німецької марки до долара США (він дорівнював 3,33 німецькі марки). Для того, щоб залучити в економіку країни вільний капітал, 19 вересня 1949 р. була проведена девальвація марки на 20% з одночасним установленням нового паритету до долара, рівного 4,2 DM.

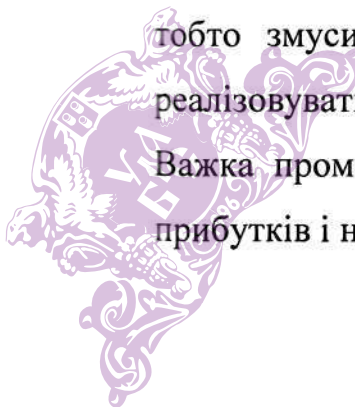
Завдяки вжитим заходам у 1950 р. експорт товарів зріс у 3,16 рази, а імпорт на 43,8%.

Лібералізація зовнішньої торгівлі призвела до того, що, незважаючи на різке збільшення експорту, баланс зовнішньої торгівлі залишався пасивним. Досить важливим моментом було те, що ввезені товари призначалися не стільки для задоволення зростаючого споживання, скільки для виготовлення наукомістких та високотехнічних товарів, що згодом знову експортувалися. Саме таким чином ФРН вдалося зміцнити своє становище на світовому ринку, навіть незважаючи на девальвацію марки.

Розробляється положення про ліцензії на право імпорту і установлюється вимога депонувати в DM готівкову суму в розмірі 50% еквівалента іноземної валюти, необхідної для імпортних операцій.

Результати такої політики проявилися досить швидко. Наприкінці 1948 р. зростання цін призупинилося, і вони почали навіть знижуватися при одночасному поліпшенні якості запропонованих товарів і послуг. Стабільність грошей як основний чинник, що забезпечує безперервне функціонування економіки, створила стартові умови для конвертованості німецької марки.

Фаза господарського оздоровлення характеризувалася прагненням перетворити надлишкові гроші для споживання в гроші для виробництва, тобто змусити створену грошовою реформою купівельну спроможність реалізовуватися в засоби підприємств завдяки розширенню виробництва. Важка промисловість і капітальне будівництво фінансувалися за рахунок прибутків і надприбутків від виробництва споживчих товарів.



Грошово-валютні перетворення у ФРН із методологічної точки зору варто розглядати як мобільний процес, у якому короткострокові заходи погоджувалися з завданнями на тривалу перспективу виходячи з логіки самої економічної реформи. Зокрема, вільне конвертування валюти для комерційних операцій вводилося протягом 10 років після грошово-валютної реформи до 1958 р., коли німецька марка стала, нарешті, конвертованою.

На проміжному етапі у 1954 р., виходить у світ відомий циркуляр №24, відповідно до якого німецька марка все більше набувала властивостей, характерних для вільно конвертованої валюти. Замість так званої шпермарки (блокованої марки), що починаючи з 1931 р. була самим яскравим відображенням системи валютних обмежень, з 16 вересня 1954 р. вводиться лібералізована "капітал-марка", що на світовому ринку призвело до подальшого подолання принципу білатеризму, тобто до відмови від двосторонніх платіжних угод із переключенням усіх зовнішніх розрахунків з 1 квітня 1957 р. на "умовно конвертовану німецьку марку".

Важливим наслідком грошової реформи було відновлення ринку капіталів. Якщо у 1948 р. випущені на ринок облігації оцінювалися у 28,6 млн. марок, то в 1949 р. після грошово-валютної реформи – в 788,7 млн., у 1951 р. – 2,2 млрд., а в – 17,6 млрд. марок. Аналогічно цьому випуск акцій у 1948 році оцінювався усього в 0,5 млн. марок, у 1949 р. – 830,5 млн., а в 1956 р. – у 22,2 млрд. марок.

Одночасно зростають запаси золота і валюти Банку німецьких земель. У 1949 р. вони зросли на 380 млн. марок, а в 1956 р. запаси золота і валюти зросли майже на 18 млрд. марок у порівнянні з 1948 р., що створювало солідну базу для конвертованості марки.

Кредитна політика ФРН мала на меті зберегти стабільність національної валюти та запобігти інфляції. Після 1945 р. банки були децентралізовані, а філії великих комерційних банків, навпаки, одержали регіональну самостійність в окремих землях, однак їхня діяльність обмежувалася тільки окремими землями, на території яких вони

розташовувалися. Після грошово-валютної реформи такий порядок не змінився.

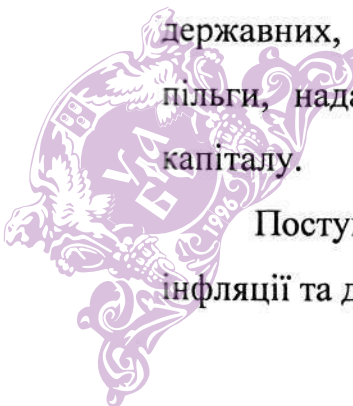
Грошовою емісією займався тільки Бундесбанк, створений на початку 1948 р. на базі колишнього Центрального банку. В цілому організаційно-кредитний механізм ФРН став формуватися подібно до американської федеральної системи. Спочатку в окремих західних зонах створюються земельні центральні банки, що мають право давати урядам земель короткострокові касові кредити максимальним розміром до 20% від загального обсягу своїх депозитів.

Банк німецьких земель був сестриним банком інших земельних центральних банків, одночасно виступаючи в якості головної організації централізованої банківської системи. Бундесбанк, знижуючи процентні ставки і сприяючи, власно кажучи, укріпленню долара США відносно німецької марки, зробив останню досить дешевою для американських фінансових інститутів, що в кінцевому рахунку збільшило приплив інвестицій до ФРН.

Централізована банківська система поряд з обліком векселів і ломбардів-магазинів мала змогу проводити операції на вільному ринку, спрямовані на регулювання грошового ринку, а також мала повноваження визначати розмір мінімальних резервів комерційних банків. Із серпня 1948 р. у Банку німецьких земель були зосереджені всі платіжні операції, а після видання Закону про емісію він одержав також право випуску грошей.

У результаті обмежувальної політики, спрямованої на забезпечення стабільності грошей, основна увага приділялася підтримці економіки країни. Одночасно вводяться податкові пільги для всіх покупців введених в обіг державних, комерційних і промислових цінних паперів. Саме податкові пільги, надані через місяць після реформи, почали сприяти утворенню капіталу.

Поступово кредитна політика перестає так сильно впливати на процес інфляції та досягнення стабільності марки. Закон про акції, прийнятий у 1950



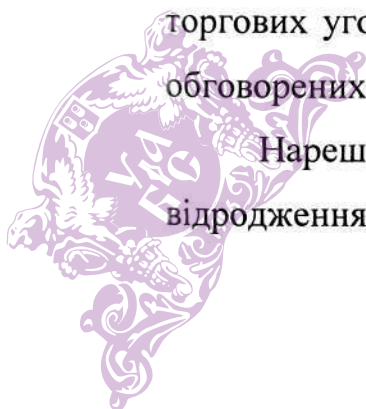
р. дозволив значно розширити права акціонерних товариств, що одержали можливість до 50% річного доходу залишати в якості прибутку, якщо цей перерозподілений прибуток не перевищував половини основного капіталу. Коли німецька марка стала вільно конвертованою, самофінансування підприємств одержало подальший розвиток.

У стабілізації грошового обігу значну роль зіграло державне регулювання. Відповідно до законодавства заборонялася наявність федерального бюджетного дефіциту для того, щоб уникнути територіальних різниць. Якщо в перші повоєнні роки переважна частина суспільних фінансів знаходилася в розпорядженні окремих земель і муніципалітетів, то незабаром Федерація взяла у свої руки більше половини податкових надходжень і одночасно частину витрат земель.

Винятково важливе значення в досягненні конвертованості марки мала активна участь Німеччини в діяльності європейських країн по подоланню бар'єрів торгівлі у межах Європи (28 липня 1952 р. ФРН стала членом МВФ і МБРР) спочатку за допомогою двосторонніх, а потім багатосторонніх угод про порядок платежів і розрахунків, що вирішували проблему вирівнювання платіжних дефіцитів за допомогою так званого права вирівнювання. Країна-кредитор установлювала за допомогою цих угод на річний термін ліміт можливого дефіциту для країни-боржника. Таким лімітом могла користуватися вільна торгівля, лібералізація якої зростала дуже інтенсивно.

Обмеження в торгівлі були ліквідовані наприкінці 1949 р. на 50% у порівнянні з початком здійснення грошової валютної реформи, у 1950 р. – на 60%, а через три роки – на 86%. З 1950 р. діє платіжна угода на базі європейської платіжної унії, що підтримує лібералізацію за допомогою торгових угод про дотримання припустимих відступів валютних курсів від обговорених паритетів, на основі яких здійснювалися всі міжнародні угоди.

Нарешті, не можна не відзначити, що ФРН до 1957 р., тобто до відродження бундесверу, не витратила на оборону ні єдиного пфенінгу, що



допомогло їй швидко відродити галузі цивільної промисловості та вийти з цими товарами на світовий ринок [95, сс.17-31].

Наявність зазначених аспектів валютної політики свідчить про те, що у ФРН була розроблена та ретельно продумана система заходів проведення грошово-валютної реформи, причому конвертованість марки розглядалася не як мета, а як засіб проведення економічних реформ. Тому розглянутий німецький досвід має для нашого сьогодення важливе теоретичне і практичне значення.

Державний вищий навчальний заклад
“УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ”

State Higher Educational Institution
“UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE”



РОЗДІЛ 2. ОРГАНІЗАЦІЙНІ ЗАСАДИ ВАЛЮТНОГО КУРСОУТВОРЕННЯ ТА ВИБОРУ РЕЖИМУ ВАЛЮТНОГО КУРСУ В УКРАЇНІ

2.1. Особливості організації валютного курсоутворення в Україні.

Умови для реального зміцнення курсу національної грошової одиниці України формувалися в міру того, як розгорталися економічні реформи. Початок було покладено у 1994 р. після запровадження ринкового механізму визначення курсу на основі попиту та пропозиції. Відновлення в 1994 р. роботи Української міжбанківської валютної біржі (УМВБ) ознаменувалося значною девальвацією карбованця. Вона була наслідком адміністративного розподілу валютних ресурсів та штучного утримання завищеного курсу вітчизняної валюти, що практикувалось у попередній період. Накопичений незадоволений попит на іноземну валюту й призвів до значного зростання курсу карбованця щодо американського долара та інших валют зразу після введення ринкового механізму курсоутворення.

У наступні роки динаміка курсу визначалася співвідношенням сукупного попиту і пропозиції (табл.3). Упродовж 1995-1997 рр. середньорічний сукупний попит на іноземну валюту перевищував 2 млрд. доларів США. Його обсяг в основному визначався розміром від'ємного сальдо платіжного балансу, в тому числі значними виплатами за зовнішнім державним боргом. Головними джерелами ринкової пропозиції іноземної валюти були комерційні кредити, прямі іноземні інвестиції та трансферти, кредити від міжнародних фінансових організацій, інші джерела.

У 1995 р. надходжень з усіх цих джерел не вистачило для покриття наявного попиту на валюту, що й викликало значну девальвацію національної валюти – на 72,2% у номінальному вираженні. Однак вона була в 10 разів меншою, ніж у попередньому році. Це дало змогу стримати інфляцію і забезпечити зростання курсу карбованця у реальному вираженні

на 39%.

Таблиця 3

Динаміка обмінного курсу гривні до долара США
у 1994-1998 рр.* [88].

Показники	1994	1995	1996	1997	1998
Курс USD/UAN на кінець року	1,042	1,794	1,889	1,899	3,427
Номінальна зміна, %	- 726	- 72,2	- 5,3	- 0,5	- 80,5
Реальна зміна з урахуванням інфляції, %	- 65	+ 39	+ 25	+ 9	50,4

* До 1996 року курс карбованця перерахований у курс гривні

У 1996-1997 рр. баланс сукупного попиту і пропозиції змінився на позитивний за рахунок збільшення надходжень за облігаціями внутрішньої державної позики (ОВДП) від нерезидентів. Це дозволило не тільки утримати стабільність курсу, а й суттєво поповнити резерви Національного банку України. З кінця 1995 по серпень 1997 року вони зросли приблизно на 2 млрд. доларів. Саме значний приплив короткотермінових інвестицій забезпечив стабільність обмінного курсу та його незначні коливання у межах валютного коридору: долар США / гривня – 1,7–1,9. У цей період НБУ протидіяв не надмірній девальвації курсу, а навпаки – стримував його реальне зростання [15, 88].

Однак наприкінці 1997 р. ситуація кардинально змінилася. Змінилася міжнародна кон'юнктура, почався вплив короткотермінових капіталів із нових ринків, до яких належить і Україна, нерезиденти стали активно продавати ОВДП. Це значно зменшило пропозицію і водночас збільшило попит на іноземну валюту. Так, якщо протягом 1997 року приплив портфельних інвестицій (в ОВДП, облігації місцевих позик та деякі інші) становив понад 30% від загальної пропозиції іноземної валюти на внутрішньому ринку України, то починаючи з кінця 1997 та впродовж 1998 року на цей обсяг – еквівалентний припливу коштів у попередні роки плюс нараховані проценти – зріс сукупний попит.

Крім того, в 1998 році від'ємне сальдо торговельного балансу становило близько 1,2 млрд. доларів США, на 25% зросло фінансування зовнішнього державного боргу, приблизно на 50% збільшився обсяг чистого продажу іноземної готівки у зв'язку із підвищенням попиту. Внаслідок перелічених факторів загальна потреба в іноземній валюті зросла порівняно з попереднім роком приблизно на 20%, а сукупна пропозиція зменшилася приблизно на 40%. Ситуацію дещо виправили кредити МВФ, Світовою банку та ряд фідучіарних позик уряду. Для утримання стабільності курсу гривні НБУ був змушений використовувати власні валютні резерви, накопичені раніше. Про це красномовно свідчать обсяги валютних інтервенцій Національного банку України на УМВБ (табл. 4).

Таблиця 4

Обсяги торгів та інтервенцій НБУ на Українській міжбанківській валютній біржі за січень-вересень 1998 р., тис. доларів США [167, с.63].

Дата	Обсяг торгів	Інтервенції НБУ
Січень	270590	249850
Лютий	308490	275510
Березень	236400	99590
<i>Всього за I квартал</i>	<i>815480</i>	<i>624950</i>
Квітень	167600	146360
Травень	235850	227650
Червень	227210	169640
<i>Всього за II квартал</i>	<i>630660</i>	<i>543650</i>
<i>Всього за I півріччя</i>	<i>1446140</i>	<i>1168600</i>
Липень	272960	196240
Серпень	265610	265610
Вересень	429450	26490
<i>Всього за III квартал</i>	<i>968020</i>	<i>488340</i>
<i>Всього</i>	<i>2414160</i>	<i>1656940</i>

Упродовж 1998 року відбувалася постійна девальвація гривні. За попередніми прогнозами НБУ її рівень не міг перевищувати 25%. Гривня мала коливатись у межах оголошеного на 1998 рік валютного коридору: долар США / гривня – 1,80–2,25. Національний банк докладав максимальних зусиль, щоб утримати курс у визначених межах. Однак фінансова криза порушила плани уряду і НБУ. Вже в серпні гривню було девальвовано до верхньої межі коридору – 2,25 гривень за 1 долар США, а на початку вересня введено новий коридор: 2,5–3,5 грн. за 1 американський долар і нові правила функціонування валютного ринку.

З огляду на перебіг подій на валютному ринку процес курсоутворення гривні у 1998 році можна умовно поділити на період повільної і контрольованої девальвації та період стрімкого, стрибкоподібного зростання курсу гривні.

Перший період почався у січні і тривав до кінця липня. За цей час курс гривні до американського долара зріс на 12,4%. Головні причини цього полягали в наступному:

- вплив капіталу з України, який почався з поглибленням кризи на світових фінансових ринках;
- відсутність джерел зовнішнього фінансування (кредитів МВФ і Світового банку);
- вибори до Верховної Ради України і парламентська криза, пов'язана з обранням Голови ВР.

Усе це призвело до ускладнення ситуації на грошовому ринку і поставило під загрозу так важко здобуту стабільність гривні.

Зважаючи на об'єктивні обставини, Національний банк вирішив не стримувати курс, а в межах встановленого курсового коридору м'яко його девальвувати до перелому ситуації на грошовому ринку. При цьому в довгостроковому плані НБУ продовжував дотримуватися політики стабільної гривні. Це зумовлювалося тим, що зростання курсу гривні щодо долара, яке здійснюється з метою поліпшення платіжного балансу країни, у попередні

роки не дало стабілізуючого ефекту на зовнішньоторговельний баланс України. Попри значну девальвацію національної грошової одиниці у 1995-96 роках, державі не вдалося добитися скорочення від'ємного сальдо за зовнішньоторговельними операціями, зниження імпорту і зростання експорту.

За даними платіжного балансу за дев'ять місяців 1997 року імпорт товарів і послуг зріс до 16,9 млрд. доларів США, тоді як за аналогічні періоди 1996 і 1995 років він становив відповідно 15,88 і 13,10 млрд. доларів. Обсяг експорту за дев'ять місяців 1997 року становив 14,93 млрд. доларів, за той же період 1996 року – 15,22; 1995 року – 12,22 млрд. доларів.

Від'ємне сальдо відповідно дорівнювало 1 251 млн. доларів порівняно з 659 і 885 млн. доларів. Ця статистика переконливо свідчить, що курсоутворення в Україні відчутно не впливає на розвиток експорту й імпорту.

Крім того, Україна не могла обрати політику девальвації гривні, оскільки це спричинило б подальше скорочення припливу іноземного капіталу, як це сталося восени 1997 року, коли одночасно знизилася дохідність державних облігацій внутрішньої позики і після періоду літньої стабілізації почалася девальвація гривні.

З огляду на ці обставини Національний банк, як і в 1997 р., обрав політику підтримки курсу гривні в межах валютного коридору. За попереднім рішенням, у першому півріччі 1998 р. гривня мала коливатись у межах 1,75-1,95 гривень за 1 долар США. Однак на початку року межі валютного коридору були змінені до 1,80 – 2,25. До цього спонукали проблеми, пов'язані, насамперед, із кризою на міжнародних фінансових ринках, що дестабілізує вплинуло на український ринок і викликало зростання попиту на валюту. Іншою важливою причиною перегляду меж коридору був брак валютних резервів. Унаслідок відпливу капіталу вони зменшилися на 160 млн. американських доларів. Зростаючий попит на валюту з початку 1998 року призвів до подальшого зменшення резервів.

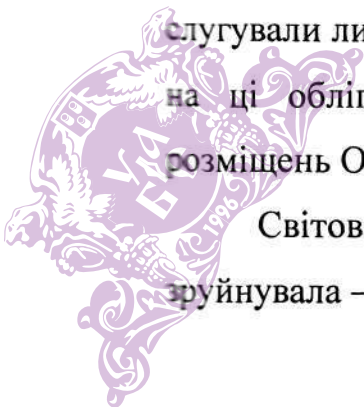
Лише за січень вони скоротилися на 310 млн. доларів. Таким чином, на наш погляд, одним із чинників прискореної девальвації гривні, яка почалася з лютого 1998 р., було прагнення Національного банку зберегти свої валютні резерви.

Ще однією причиною перегляду меж коридору і подальшого знецінення гривні стала відсутність джерел зовнішнього фінансування. Наприкінці 1997 р. не було укладено жодної угоди з МВФ щодо надання кредитів у наступному році. Заява Президента України та його Указ про зменшення дефіциту державного бюджету сприяли тому, що вже наприкінці січня МВФ прийняв рішення виділити черговий транш кредиту *stand-by* у сумі 49 млн. доларів. Однак протягом лютого та березня Україна транш не отримала, оскільки МВФ не задовольняла загальна ситуація на ринку ОВДП і порядок планування бюджетних видатків. Країні не лишалося нічого іншого, як самотужки справлятися зі своїми проблемами.

Зростання курсу гривні на початку 1998 р. та розширення меж валютного коридору негативно вплинули на поведінку суб'єктів ринку. Інфляційні очікування посилилися. Доки темпи девальвації гривні були невисокими (у січні курс зріс на 1,5%), це не викликало реакції тіньового обороту. Однак в умовах прискореного зростання курсу гривні попит на валюту став невпинно зростати. Крім того, занепокоїлося населення: саме воно почало активно скуповувати готівкову валюту. Із січня по липень населення придбало понад 2 млрд. доларів США.

Негативні тенденції на валютному ринку, на нашу думку, зумовила також хибна політика щодо ринку державних цінних паперів. Замість випуску довгострокових облігацій уряд почав емітувати короткострокові, які слугували лише засобом фінансування бюджетного дефіциту. Великий попит на ці облігації дав можливість уряду щомісячно нарощувати обсяги розміщень ОВДП. Так будувалася фінансова піраміда.

Світова криза, що почалася в жовтні 1997 р., похитнула її, але не зруйнувала – іноземний капітал ще залишався в Україні. Однак несприятливі



політичні умови, а також припинення фінансування МВФ призвели до того, що нерезиденти втратили інтерес до українських держоблігацій. Виняток становили тримісячні та шестимісячні ОВДП, строк погашення яких наставав у 1998 р. Питома вага цих облігацій у загальних обсягах продажу зросла до 40%. ОВДП з більш довгим строком погашення купував НБУ. Щоб збільшити попит на облігації, Мінфін почав підвищувати їх дохідність. НБУ став піднімати ставку рефінансування. За сім місяців 1998 р. облікова ставка змінювалася шість разів і зросла до 82%.

Розміщення короткострокових ОВДП призвело до зростання внутрішнього державного боргу і скорочення строків погашення облігацій. У підсумку ОВДП з інструмента фінансування дефіциту бюджету перетворилися на інструмент знекровлення бюджету і зростання його дефіциту: з початку року Мінфін при погашенні облігацій доплачував їх власникам із державної кишені. Обслуговування 1 гривні бюджетного дефіциту обходилося державі в річному підрахунку в 1,5 гривні. Більше того, у 1998 р. уряду доводилося щомісяця витратити на сплату боргів за ОВДП і обслуговування зовнішнього боргу понад 1 млрд. грн.

Крім того, були ще зовнішні позички, за якими належало сплачувати відсотки. Лише у липні-серпні за зовнішніми боргами необхідно було сплатити понад 500 млн. доларів США та ще понад 1,5 млрд. гривень за внутрішніми. Грошей не було і резерви НБУ на початку серпня значно скоротилися. В Україні назрівала фінансова криза.

Особливого напруження ситуація набула із 17 серпня 1998 р. після загострення валютно-фінансової кризи в Росії. У серпні клієнтський попит на Український міжбанківській валютній біржі катастрофічно зріс і набув ажіотажного характеру. На УМВБ надходили заявки на купівлю та продаж, які не знаходили реалізації на міжбанківському ринку, де попит і пропозиція збалансовуються між собою. Загальний обсяг клієнтського попиту на валюту, не задоволеного на міжбанківському ринку, можна оцінити, віднімаючи від загальних біржових обсягів попиту і пропозиції суми деяких фіксованих

конвертувань на УМВБ, у тому числі нерезидентів за операціями з ОВДП. Підрахунки, проведені щодо січня-серпня 1998 р., свідчать, що у серпні цей попит удвічі перевищив аналогічний показник за всі 7 попередніх місяців року. Враховуючи, що влітку, у зв'язку з періодом відпусток та деяким зниженням ділової активності, зазвичай, збільшується не попит, а пропозиція іноземної валюти, таке значне зростання клієнтських заявок було викликане нічим іншим, як негативними девальваційними очікуваннями та ажіотажним попитом.

Ситуацію погіршило також те, що уряду України не вдалося залучити нові фідучіарні позики, які передбачалось одержати саме в серпні. Відтак не вдалося поповнити міжнародні резерви, і Національний банк був змушений максимально економити їх залишки з огляду на значні платежі за бюджетними зовнішніми зобов'язаннями.

Саме відтоді на вітчизняному валютному ринку почався другий період – період прискореної девальвації гривні. За серпень-грудень курс гривні відносно американського долара зріс на 60,4%, тоді як у період із 1 січня по 16 серпня – лише на 12,5%.

Девальвація гривні могла бути стрімкішою, а наслідки кризи – значно тяжчими. Однак в Україні, на відміну від Росії, завчасно знизили рівень державного споживання: за указом Президента дефіцит бюджету було зменшено з 3,3% до 2,5% від ВВП.

Зауважимо також, що в Україні на час вибуху кризи склалася дещо інша внутрішня структура ринку запозичень. Завдяки впливу капіталу з початку року частка нерезидентів-власників ОВДП скоротилася з 60 до 16%, тоді як у Росії вони володіли 25% ДКО. У серпні більшість ОВДП – 62% – сконцентрувалася на рахунках НБУ. На резидентів припадало 22% від обсягу емітованих облігацій. Тому за такої структури ринку вплив капіталу з України був менш стрімким і небезпечним. Ще одну особливість становила нерозвиненість українського фондового ринку. Українські банки, на відміну від найбільших російських, не одержували позичок на міжнародному ринку і

не встигли розпочати широкомасштабні операції з деривативами. Маючи збалансованіші валютні позиції, вітчизняні банки виявилися менш вразливими щодо девальвації [16].

Для того, щоб стабілізувати становище та адекватно відреагувати на ситуацію, що склалася, послабити негативні наслідки російської кризи, запобігти відпливу іноземної валюти та надмірному впливу ажіотажного попиту на девальвацію, уряд і Національний банк запровадили пакет антикризових заходів, у тому числі й обмежувального характеру. Основні з них:

- оголошення нового розширеного валютного коридору: долар США / гривня 2,5 – 3,5 як граничного орієнтира зміни курсу для економічної діяльності та валютних операцій;
- обмеження відхилень обмінних курсів при операціях комерційних банків на безготівковому та готівковому валютному ринках;
- припинення операцій з вільно конвертованою валютою на міжбанківському ринку і проведення їх виключно на УМВБ;
- заборона передоплати нерезидентам (до 20%) і поширення акредитивної, інкасової форм розрахунків та гарантійних інструментів уповноважених банків;
- запровадження нового порядку допуску клієнтів на біржу для купівлі валюти з документальним підтвердженням фактичного надходження товарів та отримання послуг із імпорту;
- введення обов'язкового продажу 50% валютних надходжень експортерів;
- зменшення ліміту відкритої валютної позиції комерційним банкам.

Щоб утримати курс гривні у межах нового коридору, Національний банк на початку вересня вжив низку адміністративних заходів, спрямованих на обмеження вільної купівлі валюти на ринку. Передусім НБУ тимчасово заборонив проводити операції з купівлі-продажу валюти на міжбанківському ринку. Безготівкові операції з купівлі-продажу іноземної валюти належало здійснювати виключно на УМВБ та Кримській валютній біржі. Торги

проводилися лише відносно американського долара та німецької марки. Операції з іншими валютами було призупинено.

Із вересня 1998 року для стабілізації ситуації на ринку було введено обов'язковий 50-відсотковий продаж валюти. Уповноважені банки були зобов'язані продати валюту, яка надійшла на рахунки, протягом двох банківських днів та без поручительства клієнтів.

При здійсненні безготівкових операцій з іноземними валютами, якими не торгують на УМВБ, курс гривні міг відхилитися від офіційного курсу НБУ щонайбільше на 10%, враховуючи комісійну винагороду. При операціях із готівковою іноземною валютою курс гривні міг відхилитися від офіційного щонайбільше на 5%, враховуючи комісійну винагороду.

Купівля валюти на біржовому ринку уповноваженим банком для клієнта була можливою лише за наявності таких документів:

- зовнішньоекономічного (імпортного) контракту, оформленого згідно з нормативними документами;
- вантажно-митної декларації, яка свідчить про надходження в Україну товарів, зазначених у контракті;
- довідки Державної податкової адміністрації з необхідним переліком інформації.

Крім того, НБУ використав методи економічного регулювання банківської ліквідності: щоб вилучити з валютного ринку зайву гривневу масу, з 1 вересня 1998 р. було збільшено норматив обов'язкового резервування залучених коштів банків – з 15% до 16,5%. За додержанням нормативів Національний банк встановив щоденний контроль.

Зазначені обмеження не стосувалися здійснення торговельних операцій і виконання комерційними банками та іншими суб'єктами економічної діяльності своїх зобов'язань перед нерезидентами, а отже, не порушували статті VIII Статуту МВФ, до якої приєдналася Україна.



Завдяки запровадженню обмежувальних заходів у вересні-грудні 1998 р. вдалося запобігти розвитку подій за російським сценарієм і стабілізувати ситуацію, а саме:

- утримати гривню в межах нового валютного коридору та починаючи з вересня 1998 р. стабілізувати курс;
- відсікти чи значно обмежити спекулятивний попит на валюту;
- вирівняти дисбаланс між пропозицією та попитом;
- сприяти скороченню дефіциту торговельного балансу;
- запобігти втраті резервів НБУ (табл. 5);
- підтримати внутрішніх товаровиробників-експортерів;
- обмежити інфляцію та підтримати фінансову стабільність (табл. 5);
- зберегти фінансову підтримку міжнародних організацій.

Таблиця 5

Порівняльна таблиця динаміки обмінного курсу, зміни валютних резервів та інфляції в Україні та Росії в 1998 році [88, с.11].

Показники	Україна	Росія
Обмінний курс гривні і рубля щодо долара США		
на 1 січня 1998 року	1,899	5,96
на 1 січня 1999 року	3,427	20,65
Девальвація, %		
з 1.01.1998 р. по 1.01.1999 р.	80	246
з 17.08.1998 р. по 1.01.1999 р.	59,9	228,3
Зміна валових міжнародних резервів НБУ і ЦРБ, млн. доларів		
з 17.08.1998 р. по 1.01.1999 р.	- 50	- 2877
Інфляція, %		
з 1.01.1998 р. по 1.01.1999 р.	20	84

Порівняльний аналіз показників України й Росії щодо девальвації (рис.1), зміни резервів та рівня інфляції свідчить про значно меншу напругу ситуації в Україні.

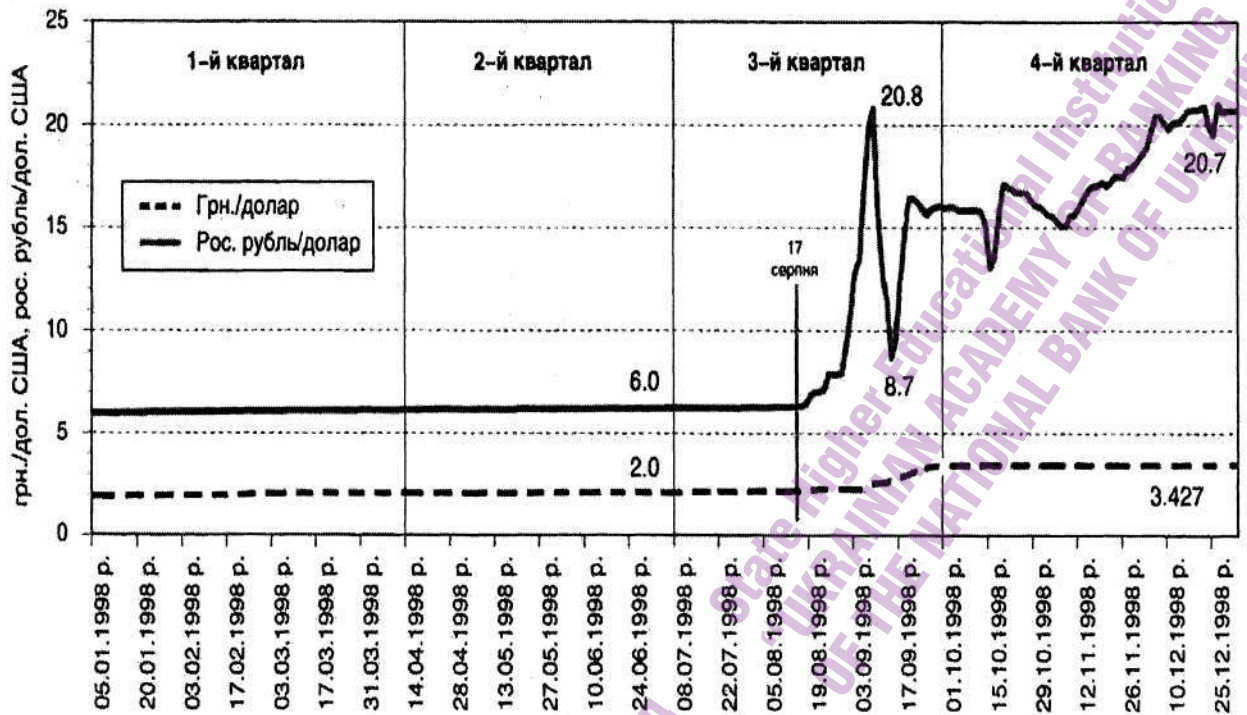


Рис. 1. Динаміка зміни офіційного курсу російський рубль/доллар США та гривня/доллар США у 1998 році (абсолютне значення курсів).

Таким чином, жорсткі адміністративні заходи на валютному ринку мали як позитивні, так і негативні наслідки.

Позитивним було те, що на валютному ринку, хоча й у примусовому порядку, з'явилася пропозиція валюти. Це дало змогу Національному банку дещо поповнити свої резерви, купуючи надлишкову валюту.

Серед негативних наслідків зауважимо обмеження доступу до купівлі валюти. По-перше, це вельми ускладнило банкам купівлю валюти для клієнтів і спричинилося до зростання тривалості проведення торгів на УМВБ. По-друге, банки змушені подавати зустрічні заявки на продаж і купівлю валюти за єдиним курсом. При цьому вони сплачують при купівлі комісійні, що призводить до часткової втрати клієнтами експортної виручки і внаслідок – до зменшення пропозиції валюти.

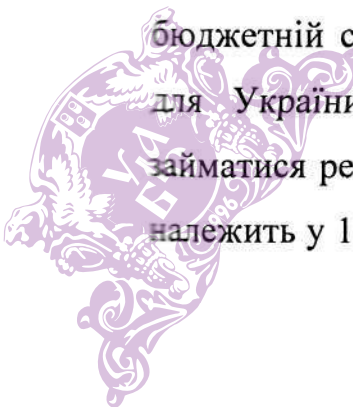
Для вирішення бюджетних проблем та для послаблення тиску на національну валюту Мінфін наприкінці серпня замінив для резидентів ОВДП зі строком погашення в 1998-1999 рр. на конверсійні папери, які погашатимуться у 2001-2004 рр. Українські банки обміняли на конверсійні облігації близько 35% короткострокових ОВДП на суму 803,5 млн. грн.

Наступним етапом реструктуризації внутрішнього боргу став обмін ОВДП, які належали нерезидентам. Мінфін запропонував іноземним інвесторам-власникам держоблігацій 1997-1998 рр. випуску, а також усім власникам середньострокових ОВДП, емітованих у 1997 р., добровільно обміняти їх на євробонди, номіновані у доларах США з датою погашення 22 вересня 2000 р., або на гривневі середньострокові облигації двох випусків із терміном обігу до 22 вересня та до 22 грудня 2000 р. Дохідність за гривневими інструментами було гарантовано на рівні 45% річних, а за номінованими в доларах США – 20% річних. На кінець вересня 90% нерезидентів обміняли ОВДП на євробонди та зазначені облигації.

За рахунок конверсії Мінфіну вдалося значно подовжити середню тривалість боргу, уникнути мораторію на сплату за боргами та стрімкої девальвації гривні.

Оскільки умови обміну, запропоновані вітчизняним банкам та нерезидентам, дещо відрізнялись і були не на користь перших, найбільше від конверсії постраждали комерційні банки. Вони не мають механізмів хеджування своїх активів за умови девальвації національної валюти, а термін обігу їхніх конверсійних облигацій значно довший порівняно з облигаціями нерезидентів. Більше того, значно скоротилася ресурсна база банківської системи України. За вересень 1998 року вклади населення в банківських установах зменшилися на 5,4%. До того ж НБУ відмовився від рефінансування комерційних банків за будь-якими механізмами до "повної стабілізації фінансового ринку". Фактично банки залишилися з власними проблемами віч-на-віч.

Дії Мінфіну на ринку ОВДП тимчасово поліпшили стан справ у бюджетній сфері, але не вирішили всіх проблем. Сплата боргів лишається для України першочерговою проблемою. Уряд знову буде змушений займатися реструктуризацією державного боргу, сплатити проценти за яким належить у 1999-2001 рр. Так, лише нинішнього року уряду слід сплатити за



боргами 1,2-1,4 млрд. доларів США, тоді як у річному бюджеті на цю мету передбачено лише 2,4 млрд. грн.

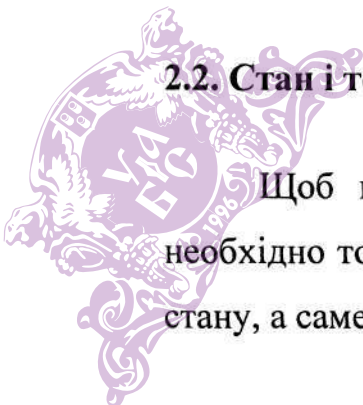
Девальвація курсу гривні внаслідок фінансової кризи могла набути загрозливих форм. Аби запобігти дестабілізації валютного ринку Національний банк України 21 серпня 1998 р. вніс зміни до правил здійснення операцій на міжбанківському валютному ринку. Згідно з ними з 22 серпня 1998 року тимчасово припинилося укладення уповноваженими банками нових строкових контрактів із купівлі-продажу іноземної валюти за гривню та не дозволялася купівля іноземної валюти за рахунок власних коштів банку. Зазначеним банкам належало щодня обов'язково закривати відкриту валютну позицію "вільно конвертована валюта – гривня". Ця вимога не поширювалася на операції, пов'язані з купівлею-продажем готівкової валюти для забезпечення роботи каси банку та обмінних пунктів.

Зазнав змін також порядок розрахунків за імпортними контрактами. Так, із 22 серпня 1998 р. резидентам було заборонено здійснювати попередню (авансову) оплату імпортних контрактів; розрахунки резидентів на суму, еквівалентну 10 тис. доларів США, здійснювалися виключно за акредитивною або інкасовою (з товаросупровідними документами) формами розрахунків із залученням у разі необхідності гарантійних інструментів українських уповноважених банків.

Загострення ситуації на валютному ринку України наприкінці серпня та суттєве скорочення валютних резервів НБУ (до 800 млн. доларів у вересні) змусило центральний банк переглянути межі валютного коридору гривні, що діяв із травня 1998 р. З 5 вересня в Україні почав діяти новий валютний коридор – 2,5-3,5 грн. /долар.

2.2. Стан і тенденції розвитку валютного ринку в Україні.

Щоб визначити подальші перспективи валютно-курсової політики, необхідно точніше оцінити її результати в 1998 р. та особливості поточного стану, а саме:



- здійснену девальвацію гривні в 1998 р.;
- поточний стан валютного ринку та його вплив на зовнішньоекономічну діяльність;
- діючу систему валютного регулювання й обмежень;
- подальшу динаміку факторів, які впливають на збалансованість попиту і пропозиції на валютному ринку.

Девальвація гривні, здійснена у 1998 р., хоча й була досить відчутною – 80,5%, проте суттєво не порушила фінансової стабільності – інфляція зросла, але не перевищила 20% (табл.6).

Таблиця 6

Щомісячні темпи зміни обмінного курсу гривні щодо долара США та індексу цін споживчого ринку України в 1998 р. [32, с.15].

Місяць	Показники	
	Курс гривні, %	Інфляція, %
Січень	- 1,62	1,3
Лютий	- 4,67	0,2
Березень	- 0,91	0,2
Квітень	- 0,13	1,3
Травень	- 0,80	0,0
Червень	- 0,30	0,0
Липень	- 3,43	- 0,9
Серпень	- 5,43	0,2
Вересень	- 51,10	3,8
Жовтень	- 0,81	6,2
Листопад	0,01	3,0
Грудень	0,00	3,3

Якщо ж оцінити девальвацію з позиції довготермінового аналізу, то в минулому році, вперше з 1994 р., коли було покладено початок лібералізації валютного ринку, темпи девальвації перевищили темпи інфляції. Це дещо вирівняло баланс між кумулятивними темпами зростання девальвації та інфляції за період 1994-1998 рр. (рис.2). З огляду на довготермінові тенденції співвідношення інфляції та девальвації знаходиться у допустимих межах: не можна стверджувати, що девальвація курсу надмірно прискорюється чи надмірно стримується.

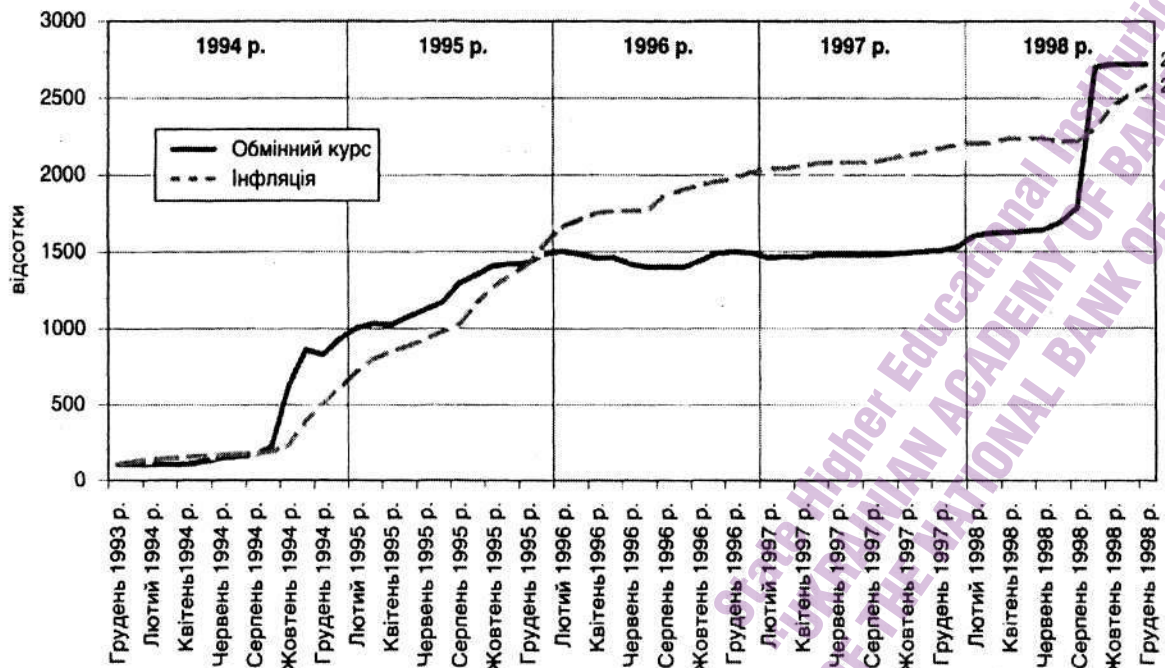


Рис. 2. Зміна інфляції та обмінного курсу в 1994-1998 рр.
(грудень 1993 р. – 100%).

Зазначимо також, що рівень девальвації, яка відбулася в Україні та ряді інших країн СНД у 1998 р., може бути порівняний із рівнем девальвації валют ряду азіатських країн у 1997 р., яка відбулася на хвилі дестабілізації цього сектора світових фінансових ринків. Враховуючи, що після такої девальвації ці азіатські країни поступово відновлюють свій економічний потенціал, а також з огляду на утримання загальної стабільності в Україні наприкінці 1998 року та певне зменшення дефіциту торговельного балансу, здійснену девальвацію, яка відбулася в Україні 1998 року, можна вважати достатньою. Однак подальше її підвищення є небезпечним. Сумний досвід Індонезії та Росії свідчить, що перевищення досягнутого Україною рівня девальвації може створити небезпеку не лише для економічної, а й для політичної стабільності держави та для її цілісності.

Крім того, існують дослідження, які доводять, що для нашої країни економічно доцільною є не подальша девальвація, а, навпаки, ревальвація курсу національної грошової одиниці. Це також слід враховувати, оцінюючи динаміку обмінного курсу та перспективи її розвитку.

Стан валютного ринку в минулому році зазнав суттєвих змін, особливо з уведенням після 17 серпня низки обмежень, які були спрямовані насамперед проти спекулятивних валютних операцій, пов'язаних із ажіотажним попитом на іноземну валюту. Зазначені обмеження суттєво не вплинули на експорт та імпорт товарів і послуг – їх обсяг, як і в попередні роки, рівномірно розподілився по кварталах 1998 р., хоча загальний обсяг зовнішньоекономічної діяльності в минулому році дещо зменшився порівняно з попередніми роками. У цілому ж за 1998 рік відбулося зниження дефіциту торговельного балансу, чому сприяли вищі темпи зниження імпорту порівняно з темпами скорочення експорту.

Статистика валютних операцій, зокрема, за рахунками "лоро" комерційних банків також свідчить про тенденції оздоровлення торговельного балансу. Зразу після введення обмежень обсяги зарахувань на "лоро" – рахунки нерезидентів коштів за імпорт в Україну скоротились, але з опануванням клієнтами всіх правил підготовки документів на біржу вони поступово вийшли на рівень початку року. Що ж до обсягів списань коштів із зазначених рахунків на користь українських банків – в оплату за експорт з України товарів та послуг, то вони, починаючи з вересня, значно зросли і перевищують середній рівень 1998 р. більш як удвічі.

Отже, обмеження, введені на валютному ринку, не зашкодили легальній зовнішньоекономічній діяльності і сприяли деякому поліпшенню торговельного балансу через зменшення його від'ємного сальдо. Саме кризь призму сприяння чи несприяння реальній економіці і слід оцінювати стан функціонування валютного ринку, його пропорції та окремі показники.

Основні пропорції валютного ринку протягом 1998 р. значно змінилися. Якщо в першому кварталі 1998 р. частки окремих секторів розподілялися так: УМВБ – 11%, міжбанківський валютний ринок – 61%, операції на міжнародних ринках – 9%, готівковий валютний ринок – 19%, то наприкінці грудня вони дорівнювали, відповідно, 65%, 8%, 0,6%, 26,4% [88, с.12].

Причому загальний обсяг операцій у всіх секторах валютного ринку після припинення операцій із ВКВ на міжбанківському ринку значно скоротився порівняно із періодом до 17 серпня. Разом із тим загальний обсяг валових зовнішніх активів комерційних банків за станом на 01.01.1999 р. збільшився на 40% порівняно з початком минулого року (в тому числі у докризовий період – на 5%), а обсяг чистих зовнішніх активів (валові активи мінус валові зобов'язання) зріс майже втричі (з початку кризи майже в 2,5 рази) за рахунок зменшення зобов'язань та зростання активів.

Таким чином, незважаючи на суттєві зміни основних пропорцій валютного ринку та показників його функціонування, введення обмежень не завадило виконанню основної функції – сприянню зовнішньоекономічній діяльності. Крім того, в нових умовах комерційні банки змогли дещо збільшити, а головне – значно оздоровити зовнішні активи. Це дало їм змогу розширити власні можливості та впевненіше виконувати функції валютних агентів своїх клієнтів.

Діюча система валютного регулювання та обмежень формально не суперечить статті VIII Статуту МВФ, до якої приєдналася Україна.

Валютні обмеження широко використовувались у світовій практиці. У повоєнні роки Великобританія, Франція та інші країни запроваджували їх для посилення державного впливу на економічне зростання і скасували лише у 60-80 роки. Оскільки економічні умови змінилися, конкретні прийоми та методи валютних обмежень, які довели в ті часи свою ефективність, нині потребують значного доопрацювання.

Із країн, які досягли позитивних економічних результатів, приєдналися до статті VIII Статуту МВФ і водночас застосовують схожі валютні правила, можна згадати Китай. За інформацією, підготовленою МВФ, у 1997 р. в цій країні створено такі умови для здійснення імпорتنих операцій:

"На ряд товарів встановлено державну монополію на імпорт, у тому числі на пшеницю, хімічні добрива, сиру нафту та нафтопродукти, гуму, сталь, вовну. Імпортні ліцензії та квоти встановлено також на інші товари.

Для здійснення імпорتنих операцій підприємству необхідно отримати дозвіл місцевого бюро зовнішньої торгівлі за узгодженням із Міністерством зовнішньої торгівлі та співробітництва, а також ліцензію місцевого бюро промисловості та комерції для участі в зовнішній торгівлі.

Перелік документів, необхідних для здійснення імпорتنих платежів, включає свідоцтво про дозвіл на імпорт, митну декларацію, верифікаційну форму на валютні розрахунки, імпорتنий контракт, дозвіл на платежі через валютну біржу чи безпосередньо з власного валютного рахунку та деякі інші.

Встановлено обмеження щодо передоплати за імпорт".

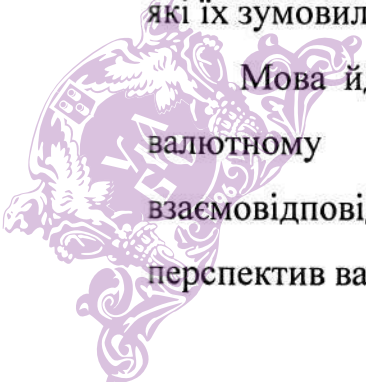
Перелічені умови здійснення імпорتنих операцій лише сприяють нормальному розвитку економіки та накопиченню Китаєм міжнародних резервів, рівень яких становить близько 140 млрд. доларів США.

Необхідно також згадати Росію: стабілізувати ситуацію після 17 серпня там вдалося лише завдяки обмежувальним заходам, на зразок запроваджених в Україні, але дещо пізніше.

Безумовно, точно копіювати заходи Китаю в умовах України немає сенсу, але досвід цієї країни, а також Росії та ряду європейських країн доводить, що застосування деяких валютних обмежень за певних обставин є виправданим, особливо якщо йдеться про заходи тимчасові, спрямовані на забезпечення стабілізації та розвиток економіки на ринкових засадах.

Враховуючи, що введені в Україні обмеження є тимчасовими, не порушують системних ринкових засад функціонування економіки та банківської системи, мають відповідні світові аналоги і, головне, сприяють фінансово-економічній стабілізації, а в перспективі – економічному зростанню, вони, вочевидь, можуть застосовуватися до часу, коли чинники, які їх зумовили, зміняться.

Мова йде передусім про розбалансованість попиту та пропозиції на валютному ринку України та перспективи приведення їх у взаємовідповідність, що становить основну проблему при визначенні перспектив валютно-курсової політики.



Щоб оцінити перспективи вирішення цієї проблеми та розвитку валютно-курсової політики, необхідно більш точно класифікувати характер незбалансованості між сукупним попитом і пропозицією на валютному ринку країни. Вважаємо за доцільне констатувати той факт, що дисбаланс між попитом і пропозицією на валютному ринку в умовах, які склалися в Україні, виражається в незбалансованості попиту і пропозиції на УМВБ. Цей дисбаланс покривається за рахунок інтервенцій Національного банку – з його міжнародних валютних резервів. Тому аналіз спрямування витрат із резервів НБУ може виявити основні складові незбалансованості, які не покриваються на валютному ринку.

Як свідчить аналіз витрат із міжнародних резервів Національного банку України в 1998 р. 88% із них припадає на обслуговування зовнішніх платежів уряду, в тому числі 45% – на обслуговування зовнішнього держборгу та 43% – на виплати основних сум і процентів за ОВДП нерезидентам; 5% – на фінансування платіжного балансу, решта – на інше, в тому числі на виплати з обслуговування кредитів міжнародних фінансових організацій.

Отже, державні витрати на обслуговування зовнішніх боргів становлять нині головну проблему. В перспективі її якоюсь мірою послаблює проведена реструктуризація боргів перед нерезидентами за ОВДП. Основні ж суми зовнішнього державного боргу залишаються значними, хоча й дещо меншими, ніж у 1998 р.

Надзвичайно важливою є також проблема дефіциту торговельного балансу, який, за прогнозами фахівців у 1999 р. знову перевищить 1 млрд. доларів США. У рамках цієї проблеми необхідно розглядати і зростання попиту на іноземну готівку, яка, крім засобу накопичення, широко використовується у неофіційній торгівлі "човниками".

Існує також проблема ажіотажного попиту, зумовлена значними девальваційними очікуваннями. Вони підживлюються бурхливими дискусіями у Верховній Раді та засобах інформації щодо можливого

відпускання курсу у "вільне плавання", яке в суспільстві пов'язують зі значною девальвацією, висловлюваннями деяких посадових осіб стосовно можливої емісії, наступними президентськими виборами, які теж пов'язують із емісією, а також відсутністю чітких перспектив щодо стабілізації ситуації в Росії з її негативним впливом на Україну.

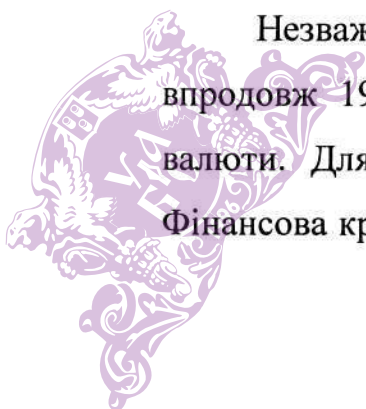
Обмеження на валютному ринку практично не торкнулися операцій, пов'язаних із поверненням кредитів (депозитів) у іноземній валюті нерезидентам та оплати відсотків за ними, повернення іноземних інвестицій, доходів за інвестиціями, погашення облігацій нерезидентів, передбачених чинним законодавством. Це свідчить, що Україна виконує зобов'язання, які взяла на себе, приєднавшись до статті VIII Статуту МВФ.

Проаналізувавши причини фінансової кризи в Росії, її вплив на український ринок та врахувавши прагнення України виконувати взяті зобов'язання, Рада директорів МВФ 4 вересня 1998 р. схвалила трирічну програму EFF на загальну суму 2,2 млрд. доларів США. Зразу ж після цього рішення Україна отримала перший транш у розмірі 257 млн. доларів. Другий транш – 78 млн. доларів – надано наприкінці жовтня.

Після цього між МВФ і урядом України знову виникли непорозуміння, пов'язані з реструктуризацією зовнішнього боргу, а також із додержанням параметрів дефіциту держбюджету, і міжнародні кредити перестали надходити.

У бюджеті на 1999 р. бюджетний дефіцит визначено у розмірі 1,240 млрд. гривень, або 1% від ВВП. Його планується покрити з двох джерел: зовнішнього (610 млн. грн.) і внутрішнього (630 млн. грн.) фінансування [16, с.19].

Незважаючи на несприятливі умови, валютна політика в Україні впродовж 1998 р. спрямовувалася на підтримку стабільності вітчизняної валюти. Для Національного банку України це було непросте завдання. Фінансова криза і вплив іноземного капіталу призвели до втрати валютних



резервів – запоруки стабільності національної грошової одиниці – і викликали стрімку девальвацію національних грошей.

Зазначимо втім, що девальвація гривні могла бути ще більшою, якби НБУ не вживав у практиці валютного регулювання рішучих адміністративних заходів щодо обмеження валютних операцій.

Введення прямих обмежень на валютному ринку негативно позначилося на обсягах продажу валюти і докорінно змінило структуру ринку. Протягом року обсяг продажу валюти становив близько 26 млрд. доларів США (левова її частку було продано за перші сім місяців), що на 18% менше, ніж у 1997 р. (але на 44% більше, ніж у 1996 р.).

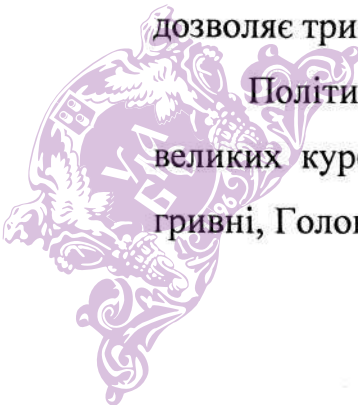
Із вересня переважна частка операцій з валютою (до 70%) проводилася на біржовому ринку (до кризи найбільшим ринковим сегментом був міжбанківський ринок). Решту 30% становили міжнародні розрахунки та операції з готівковою валютою.

Зазначимо, що з вересня обсяги легального ринку готівкового продажу валюти знизилися майже удвічі. Це пов'язано з обмеженням курсових коливань між готівковим і безготівковим курсами та активізацією тіньового ринку (про який уже встигли забути), де курс купівлі-продажу валюти – 3,8-4,0 грн. за 1 долар США – значно перевищував офіційний.

Зміна структури валютного ринку у 1998 р. (закриття міжбанківського ринку, обмеження коливань курсу) практично унеможливила проведення арбітражних та спекулятивних операцій комерційними банками.

Головна проблема валютного ринку в 1999 р. – вибір курсової політики. Україна знову надає перевагу політиці валютного коридору, бо вона, на думку урядових структур, найбільш ефективна на сучасному етапі і дозволяє тримати економічну ситуацію під контролем.

Політика курсового коридору більш прогнозована і не передбачає великих курсових сплесків. Оцінюючи вірогідний рівень зростання курсу гривні, Голова НБУ Віктор Ющенко зазначив, що він не перевищить 7-9% за



рік, якщо дотримуватися всіх параметрів бюджету. За оптимістичними прогнозами, стабільність гривні буде забезпечено.

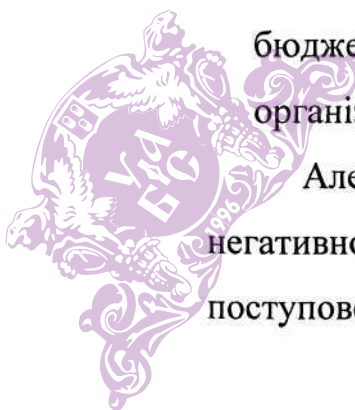
Як вже зазначалося, наприкінці 1998 р. – на початку 1999 р. на валютному ринку України діяла обмежувальна модель валютного регулювання, запроваджена після серпневої російської кризи, яка вельми негативно вплинула і на Україну.

Адміністративні заходи дали позитивні результати. Вдалося дотриматися нового, оголошеного у вересні 1998 року, валютного коридору, стабілізувати курс гривні, відсікти чи значно обмежити спекулятивний попит на валюту, який виник у серпні минулого року, скоротити дефіцит торговельного балансу, запобігти втраті резервів НБУ, а головне – не допустити розвитку подій за російським сценарієм.

Однак діюча у той період система валютного регулювання поряд із позитивними мала ряд негативних наслідків. Серед найсерйозніших недоліків, які мали суттєве значення на початку 1999 р., зазначимо такі:

- сумніви як усередині країни, так і в закордонних інвесторів щодо реальності курсу, який визначався на УМВБ і який був фактично зафіксований;
- ускладнення умов щодо задоволення заявок клієнтів порівняно з тими, в яких банки діяли впродовж 1995-1998 рр. при відкритому міжбанківському ринку;
- існування паралельного нелегального готівкового ринку з обмінними курсами, які суттєво відрізнялися від офіційного;
- неможливість обґрунтовано визначати курс на перспективу та складність його використання як у прогнозних розрахунках державних програм і бюджету, так і в зовнішньоекономічних контрактах підприємств та організацій.

Але як би там не було, необхідно зазначити, що попри накопичення негативного ефекту від перелічених недоліків обмежувальних заходів, поступово усе вагомніше проявлялися позитивні результати їх запровадження.



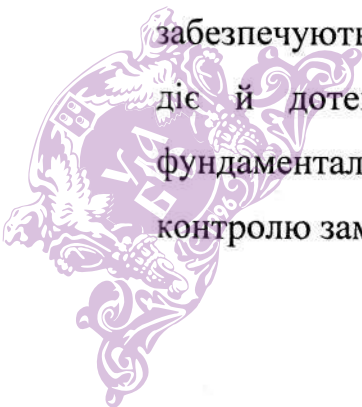
Завдяки послідовній політиці Національного банку та комплексу вжитих ним попередніх заходів в Україні було створено необхідні умови для лібералізації валютного ринку: стабілізовано ситуацію, зменшено попит на долар, підвищено збалансованість між попитом та пропозицією на валютному ринку, збільшено валютні ресурси комерційних банків.

Перші сім місяців 1999 р., за винятком останніх двох тижнів липня, характеризувалися певною стабілізацією національної валюти. Курс гривні, особливо в травні й червні, залишався практично без змін. Незначна девальвація – в травні курс гривні щодо долара зріс на 0,05%, у червні на 0,33% – ще раз довела, що Національний банк України володіє ситуацією на валютному ринку. Це підтверджується і перебігом подій на валютному ринку в середині липня.

Дефіцит палива в Україні та загострення ситуації на ринку нафтопродуктів призвели до штучного зростання курсу гривні (хоча валютний і товарні ринки в державі прямо практично не пов'язані, деякі банки, використовуючи паливні негаразди, тимчасово припинили продаж валюти і почали підвищувати курс долара у своїх пунктах обміну валют). Лише за чотири дні з 19 по 22 липня 1999 р. готівковий курс гривні відносно долара США зріс у середньому на 12,5%. Зростання безготівкового курсу було незначним усього на 1,9%.

З огляду на штучність ситуації НБУ організував контрольні перевірки продажу валюти в обмінних пунктах. Відповідні банки, розуміючи, що можуть втратити ліцензії на проведення обмінних операцій, були змушені привести котирування продажу валют до належного рівня.

Зауважимо, що НБУ має у своєму арсеналі досить багато важелів, які забезпечують стабільність на внутрішньому валютному ринку. Частина з них діє й дотепер. Однак у нинішніх складних умовах без ліквідації фундаментальних причин економічної кризи одних лише заходів валютного контролю замало.



З 19 березня 1999 р. в Україні було здійснено лібералізацію валютного ринку, а саме:

- відновлено операції на міжбанківському ринку;
- призупинено торги на УМВБ з метою активізації міжбанківського ринку;
- скасовано обмеження на відхилення від офіційного курсу в безготівкових операціях;
- скасовано обмеження на граничні відхилення від офіційного курсу в готівкових операціях (із 13.04.1999 р.);
- введено нові правила курсоутворення, згідно з якими офіційний курс визначається як середньозважений за операціями комерційних банків, та ряд інших заходів.

Після лібералізації на валютному ринку спостерігалися дві тенденції:

- певна початкова дестабілізація, що зазвичай спостерігається після суттєвої зміни умов роботи ринку: вона проявилась у значному зростанні темпів девальвації, яка досягла піку 23 та 24 березня, коли щоденне зростання курсу гривні щодо долара США перевищувало 4–5 копійок;
- заспокоєння та стабілізація ситуації. Банки та їхні клієнти поступово адаптувалися до нових умов діяльності на валютному ринку: девальвація значно уповільнилася, робота ринку нормалізувалася.

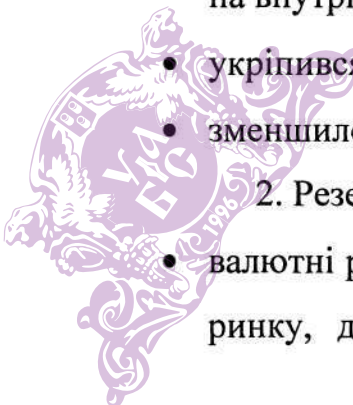
Про нормалізацію роботи валютного ринку у країні свідчили деякі показники:

1. Динаміка курсу:

- стабілізувався курс на внутрішньому міжбанківському ринку;
- скоротилася маржа між середньозваженими курсами купівлі та продажу на внутрішньому міжбанківському ринку;
- укріпився готівковий курс гривні;
- зменшилося відхилення готівкового курсу від офіційного.

2. Резерви Національного банку України:

- валютні резерви НБУ поповнилися за рахунок придбання долара США на ринку, де пропозиція перевищує попит. Крім того, у резерви НБУ



надійшло понад 300 млн. доларів від МВФ і Світового банку. Наприкінці 1 кварталу резерви НБУ приблизно на 100 млн. доларів були менші від рівня початку року, що відповідає прогнозним розрахункам.

3. Валютний безготівковий ринок:

- зріс середньоденний загальний обсяг продажу валюти на міжбанківському ринку;
- значно зріс обсяг вільного продажу;
- зросла питома вага вільного продажу в загальному обсязі продажу валюти;
- пропозиція валюти на ринку перевищила попит.

4. Валютний готівковий ринок:

- спав ажіотаж: звужується та поступово зникає нелегальний ринок;
- значно знизився попит на іноземну готівку;
- підвищилася збалансованість між попитом та пропозицією на готівковому ринку – значно зменшилися обсяги чистого продажу (продаж мінус купівля) готівки населенню.

5. Грошовий ринок:

- позитивні тенденції на валютному ринку спостерігаються на фоні лібералізації монетарної політики: із 60 до 57% знизилася облікова ставка НБУ, на 7% порівняно з початком лібералізації зросла ліквідність банків, зі 100% (на початку лібералізації) до 30% упали міжбанківські ставки [87, сс.20-21].

Дуже важливим фактором, який відчутно сприяв наповненості валютного ринку України в квітні-червні (тобто після його лібералізації) – президентські вибори. З ними пов'язаний значний приплив у країну валюти, вивезеної у попередні роки. Але це небезпечний капітал, оскільки передбачають, що його дія буде дуже короткотерміною: після виборів він знову піде з країни. Саме тоді Національний банк матиме потребу в додаткових коштах, аби забезпечити стабільність гривні.

Це ще більше загострює проблему відпливу капіталу, яка вже давно існує в Україні. Тому нині головною метою валютного регулювання і валютного контролю має стати обмеження масштабів відпливу капіталу з країни при одночасній підтримці пропозиції валюти на внутрішньому ринку.

За відсутності необхідних валютних ресурсів для обслуговування платіжного балансу України проблема "втечі" капіталу з держави може стати визначальною у подальшому розвитку економіки.

З огляду на ускладнення при розрахунках за зовнішніми і внутрішніми боргами ця проблема є актуальною вже нині. У поточному році держава має значні труднощі з обслуговуванням боргу. Впродовж року необхідно сплатити 1,9 млрд. доларів США, а в наступному, 2000 р. – 3,5 млрд. доларів.

На наш погляд, найвагоміша частка капіталу потрапляє за кордон в результаті зовнішньоторговельних операцій – у вигляді нерепатрійованої експортної виручки, непоставлених товарів і ненаданих послуг у рахунок погашення авансових платежів за імпортом, за рахунок заниження експортних і завищення імпортних цін.

Попри багато спільного із зарубіжними аналогами, український феномен "втечі" капіталу відрізняється своєрідністю – як щодо мотивів відпливу та каналів вивезення ресурсів, так і щодо макроекономічних наслідків. Ця своєрідність насамперед визначається специфікою початкового накопичення капіталу – шляхом тіньового перерозподілу доходів і отримання спекулятивних прибутків на валютному ринку в попередні роки. Специфіка полягає ще й у тому, що бізнесмени будь-якою ціною прагнуть стабілізувати або збільшити рівень своїх доходів в умовах стійкого спаду виробництва, вкрай несприятливих для ведення бізнесу (жорстка фіскальна політика, низький рівень гарантій економічної стабільності, криміналізація економіки, недосконалість правової бази, брак ринкової інституційної бази). Ситуацію погіршує високий ступінь кредитного ризику, пов'язаний із ризиком неплатежів, які спричиняються до ланцюгової реакції локальних і системних платіжних криз.

Зазначимо, що в процесі проведення в Україні економічних реформ темпи становлення нової системи державного регулювання економіки, фінансової і банківських сфер загалом і внутрішнього валютного ринку зокрема суттєво відставали від темпів, якими здійснювалася їх лібералізація. У результаті капітал із України почали виводити не так усупереч закону, як у легалізованих формах, використовуючи прогалини у вітчизняному законодавстві.

Якщо раніше, особливо у 1995-1997 рр., вплив капіталу хоча б частково компенсувався припливом іноземних інвестицій, то нині ситуація змінилася. За умови різкого скорочення іноземних і портфельних інвестицій "втеча" капіталу може стати чинником, який погіршить стан платіжного балансу і підірве зусилля Національного банку України щодо зміцнення гривні.

Слід зауважити, що НБУ з початком фінансової кризи, протидіючи ажіотажному попиту на валюту, тимчасово заборонив авансову оплату за імпортними договорами. Це дало змогу істотно збити попит на валюту і на деякий час перекрити канал відпливу капіталу. Обмежувальні заходи з боку уряду і Національного банку та небажання суб'єктів економічної діяльності повертати в країну валюту спричинилися до значного скорочення обсягів валютного ринку на початку 1999 р.: в січні й лютому обсяг продажу валюти на біржовому ринку становив близько 600 млн. доларів США, тоді як у той же період 1998 р. обсяги безготівкового ринку перевищували 4 млрд. доларів. Додамо, що в першому півріччі 1999 р. обсяги валютного ринку становили 2,9 млрд. доларів, що значно менше порівняно з 12 млрд. доларів у першому півріччі минулого року.

Однак, дотримуючись курсу на лібералізацію валютного ринку, НБУ з 1 липня 1999 р. скасував обмеження на попередню оплату за імпортними контрактами. Безперечно, це полегшить доступ до іноземної валюти на внутрішньому ринку і створить умови для зростання імпорту в Україну. Разом із тим, цей захід знову відкриє шлях для відпливу капіталу з України.

Цьому сприятиме досить розвинута мережа фірм, які спеціалізуються на використанні "сірих" схем переведення валютних коштів за кордон.

Слід також зазначити, що на своєчасність і повноту репатріації експортної виручки, як і взагалі на її масштаби, може негативно вплинути курсова політика останніх місяців (квітень, травень, червень). Порівнюючи темпи падіння курсу гривні з темпами зростання рівня інфляції, можна сказати, що впродовж трьох місяців відбувається не девальвація курсу гривні, якої очікують експортери, а навпаки, її ревальвація.

Це викликає у експортерів продукції нарікання на існуючу курсову політику. Вони висловлюються за прискорення девальвації гривні. За їхніми підрахунками, для поліпшення торговельного балансу курс гривні повинен дорівнювати 6–8 гривням за один американський долар. Підрахунки базуються на тому, що в Росії (а це наш головний партнер у міжнародній торгівлі) курс становить 24 рублі за долар; унаслідок нерівноцінної девальвації національних валют російські товари стали більш конкурентоспроможними, що призвело до скорочення імпорту українських товарів.

Із цими аргументами важко не погодитися. Проте Україна не може дозволити собі стрімку девальвацію курсу, бо, по-перше, це одразу призведе до дестабілізації валютного ринку, а по-друге, значно підвищить рівень інфляції, оскільки ціни в Україні, незважаючи на гривневі перерахунки, прив'язані до валютного курсу. Очевидно, слід шукати інші шляхи стимулювання експорту. Такі, приміром, як надання пільгових кредитів експортерам, упорядкування експортних квот, зниження тарифів, запровадження митних пільг при перетинанні кордону тощо.

Водночас необхідно вжити заходи нормативно-правового характеру, спрямовані на обмеження відпливу капіталу за кордон. Росія, зважаючи на масштаби "втечі" капіталу та її вплив на економіку і платіжний баланс, намагається законодавчо обмежити допуск суб'єктів господарювання на

зовнішній ринок – внесено відповідні зміни до федерального закону "Про державне регулювання зовнішньоторговельної діяльності".

Звичайно, як усі країни, що опинилися в скрутному становищі, Україна піде шляхом реструктуризації боргів. Однак досвід переговорів із IMG Barings свідчить, як нелегко дійти згоди з інвестором.

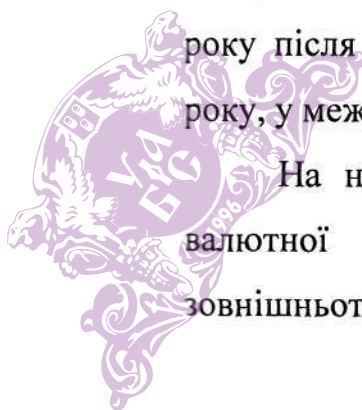
Кабінет Міністрів шукає можливості одержати нове фінансування через консорціум міжнародних інвесторів. Проблема, однак, ускладнюється не лише неплатоспроможністю українського уряду, а й майбутніми президентськими виборами. Інвесторів турбує, хто прийде до влади в країні та як поведеться нова влада із кредиторами.

З аналізу ситуації на внутрішньому валютному ринку та у фінансовій сфері випливає, що в умовах кризи і розбалансування окремих сегментів фінансового ринку, нерозвинутості інструментарію, криміналізації економіки необхідно шукати шляхи запобігання відпливу капіталу з країни. Заходів, які вживаються для поліпшення валютного регулювання та контролю, замало. За своєю природою відплив капіталу належить до категорії процесів, які неможливо припинити без усунення фундаментальних причин. Стосовно України це означає, що зусилля щодо протидії йому безпосередньо впливають із вирішення проблем забезпечення інвестиційної активності й піднесення на цій основі економіки держави.

Як відомо, 1 січня 1999 р. вступив в дію Європейський економічний і валютний союз (ЄЕВС).

У рамках Валютного союзу країни-учасниці проводять єдину грошову та валютну політику і мають єдину грошову одиницю. У Європі був створений Європейський валютний союз, що вступив у дію з 7 лютого 1992 року після підписання Маастріхтської угоди, а починаючи з 1 січня 1999 року, у межах ЄЕВС вводиться єдина грошова одиниця на ім'я євро.

На наш погляд, запровадження євро і заснування в Європі нової валютної зони, на яку припадає значна частина нашого зовнішньоторговельного обороту, має велике значення, вимагає



цілеспрямованого та ґрунтового дослідження нової валюти, прогнозування позитивних чи негативних наслідків, які може спричинити створення нової економічної і валютної зони, – як для економіки України, так і для окремих суб'єктів зовнішньоекономічної діяльності.

Як наголосив Голова Національного банку України Віктор Ющенко, надзвичайно важливими питаннями в умовах всеохоплюючої світової економічної та фінансової кризи є вихід євро на валютний ринок України та відповідне формування валютних резервів Національного банку. Комерційним банкам України дозволено, починаючи з 5 січня 1999 р., здійснювати за дорученням клієнтів конверсію клієнтських поточних рахунків, які були відкриті в євровалютах, у євро: здійснювати за дорученням клієнтів операції по конверсії євровалюти в іншу чи у євро за умови дотримання обмінних курсів, встановлених Європейським центральним банком 31 грудня 1998 р. Дозволяється також придбання і продаж євро уповноваженими комерційними банками на УМВБ (торги по євро на УМВБ розпочалися з 11 січня 1999 р.) та КМВБ, якщо зобов'язання чи вимоги резидентів України згідно з підтверджуючими документами деноміновані в євровалютах чи в євро разом із жорстким дотриманням вимог нормативними документами. Порядок проведення торгів, процедура визначення курсу, а також розрахунки по операціям із євро відбуваються аналогічно операціям із будь-якою іншою іноземною валютою, котирування якої здійснюється на УМВБ (долар США, німецька марка, французький франк, англійський фунт, італійська ліра, російський рубль тощо). Торги проводяться кожного дня з датою валютування: T+1. Кліринговими банками для розрахунків у євро виступають “Коммерцбанк АГ” та “Дойчебанк АГ” (обидва – Німеччина). Проведення розрахунків за операціями з євро покладено на Розрахункову палату УМВБ АБ “Кліринговий Дім”. У торгах по євро беруть участь Львівський, Дніпропетровський та Харківський філіали УМВБ.

Останнім часом деякі вітчизняні економісти та фінансові фахівці висловлюються за те, щоб “прив'язати” валютний курс нашої грошової

одиниці – гривні до курсу євро. Прикладів такої “повзучої прив’язки” досить багато у світовій економічній практиці. Таким чином діє більшість східноєвропейських країн. Ось кілька прикладів:

Польща: прив’язка до кошика валют (долар США – 45%, німецька марка – 35, англійський фунт – 10, французький та швейцарський франк – по 5%).

Чехія: прив’язка до кошика валют (німецька марка – 65%, долар США – 35%).

Угорщина: прив’язка до валютного кошика (долар США – 30%, євро – 70%).

Естонія: прив’язка до німецької марки.

Литва: прив’язка до долара США.

Як нам здається, вже сьогодні існує необхідне економічне підґрунтя для реалізації цієї концепції, і така прив’язка може бути застосована і по відношенню до гривні.

2.3. Особливості валютного регулювання і забезпечення стійкості гривні.

Під валютним регулюванням розуміють діяльність держави та уповноважених нею органів, спрямовану на регламентацію міжнародних розрахунків і порядку здійснення операцій з валютними цінностями.

Основними завданнями здійснення валютного регулювання та контролю є:

1. Організація системи курсоутворення, захист та забезпечення необхідного ступеня конвертованості національної грошової одиниці.
2. Регулювання платіжної функції іноземної валюти та інших іноземних інструментів, регламентація поточних операцій платіжного балансу.
3. Організація внутрішнього валютного ринку.
4. Регламентація та регулювання банківської діяльності з валютними цінностями.

5. Регулювання процесів утворення та руху валютного капіталу, захист іноземних інвестицій.
6. Встановлення режиму та обмежень на вивезення і ввезення через кордон валютних цінностей.
7. Забезпечення стабільних джерел надходження іноземної валюти на національний валютний ринок.

Основними формами здійснення валютного регулювання та контролю є проведення:

- дисконтної політики, тобто управління обліковою ставкою Національного банку, яка поряд з іншими засобами повинна регулювати обсяг грошової маси, обсяг сукупного попиту, рівень цін у державі, а також приплив із-за кордону та вплив короткострокових капіталів;
- девізної політики у вигляді валютних інтервенцій, яка являє собою купівлю-продаж Національним банком іноземної валюти, що впливає на курс національної грошової одиниці; продаж або купівля золота з метою бажаного впливу на кон'юнктуру ринку золота; зміна режиму конвертованості валют; посилення або послаблення валютних обмежень;
- диверсифікації валютних резервів, що дає змогу зменшити збитки від відносного знецінення тих або інших валют, і забезпечення найвигіднішої структури резервних активів;
- отримання або надання кредитів та субсидій, які використовуються для компенсації розривів, що виникають у міждержавних платежах;
- низки адміністративних заходів [167, сс.79-80].

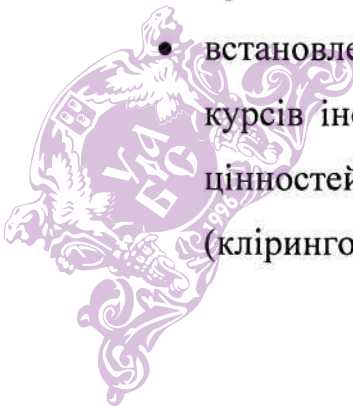
Відповідно до ст. 13 Декрету Кабінету Міністрів України "Про систему валютного регулювання і валютного контролю" № 15-93 від 19.02.1993 р. органами валютного контролю в Україні визначені: Національний банк України, уповноважені банки, Державна податкова адміністрація України, Міністерство зв'язку України та Державний митний комітет України.

Залежно від своїх функцій зазначені органи мають різний обсяг повноважень у сфері валютного контролю. Уповноважені банки здійснюють

контроль за валютними операціями, що проводяться резидентами і нерезидентами через ці банки. Державна податкова адміністрація України – фінансовий контроль за валютними операціями, що проводяться резидентами і нерезидентами на території України. Міністерство зв'язку України – за додержанням правил поштових переказів та пересиланням валютних цінностей через митний кордон України. Державний митний комітет України – за додержанням правил переміщення валютних цінностей через митний кордон України.

Головним органом валютного регулювання та контролю є Національний банк України, який окрім функцій прямого контролю здійснює також:

- державну валютну політику, виходячи з принципів загальної економічної політики України;
- разом із Кабінетом Міністрів України складає платіжний баланс України;
- контроль за дотриманням затвердженого Верховною Радою України ліміту зовнішнього державного боргу України;
- визначення лімітів заборгованості в іноземній валюті уповноважених банків нерезидентам;
- видачу в межах своєї компетенції обов'язкових для виконання нормативних актів щодо здійснення операцій на валютному ринку України;
- накопичення, зберігання і використання резервів валютних цінностей для здійснення державної валютної політики;
- видачу ліцензії на здійснення валютних операцій та прийняття рішення про їх скасування;
- встановлення способів визначення і використання валютних (обмінних) курсів іноземних валют, виражених у валюті України, курсів валютних цінностей, виражених у іноземній валюті або розрахункових (клірингових) одиницях;



- встановлення за погодженням із Міністерством статистики України єдиних форм обліку, звітності та документації про валютні операції, порядок контролю за їх достовірністю та своєчасним поданням;
- публікацію банківських звітів про власні операції та операції уповноважених банків тощо [121].

Таким чином, валютну політику держави можна поділити на дві частини: поточну та перспективну. Перша полягає в організації повсякденного оперативного регулювання поточної валютної кон'юнктури, а друга – в здійсненні довгострокових структурних змін у міжнародному валютному механізмі, що реалізується шляхом участі держави в міждержавних угодах. Значна роль у формуванні довгострокової валютної політики належить таким міжнародним валютно-фінансовим установам, як Міжнародний валютний фонд, Світовий банк, Європейський банк реконструкції та розвитку тощо.

Сьогодні у світі практично немає країн, які б не опікувались обмінним курсом національної валюти – рівнем валютного курсу та його динамікою. Мабуть останнім прикладом "байдужого ставлення" до цього питання була американська економічна політика початку 1979 – середини 1985 рр. Механізми взаємного коригування обмінних курсів провідних світових валют – євро, долара та єни – поряд із посиленням контролю за рухом капіталів розглядаються сьогодні як основні заходи попередження кризи міжнародної фінансової і валютної систем.

Високий рівень відкритості вітчизняної економіки (експорт України становить понад 40% від ВВП, тоді як експорт провідних країн Заходу не перевищує 10%) зумовлює відчутний негативний вплив зовнішніх шоків (через канали двосторонньої торгівлі, взаємозалежність "портфелів" кредиторів та потоки капіталів) на фінансову ситуацію в Україні.

Світова фінансова криза призвела до втрати Україною важливих ринків збуту, насамперед у країнах СНД, зокрема у Російській Федерації, на яку припадає понад 30% від загального обсягу зовнішнього товарообігу України.

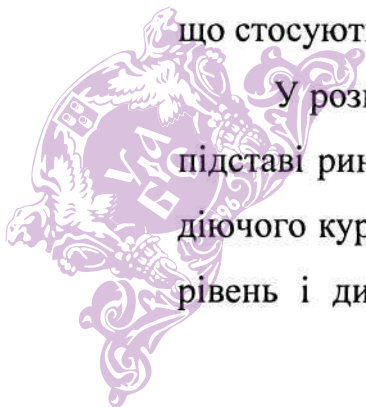
Дисбаланс цін, обумовлений різними темпами девальвації валют та інфляційних процесів призвів до скорочення товарообігу між Україною і Росією. Девальвація курсу російського рубля за 1998 рік становила 246,5%, гривні – 80,5% при інфляції відповідно 84,3% та 20%. Відтак, з одного боку, знизилася конкурентоспроможність українського експорту в Російській Федерації, а з другого – скоротився внутрішній попит у Росії. Втрати за провідними позиціями вітчизняного експорту (металургійна, хімічна, сільськогосподарська продукція), які становлять понад 2/3 експортного потенціалу, внаслідок обвального падіння цін сягнули у 1998 р. близько 1,3 млрд. доларів США при загальному падінні експорту товарів на 1,6 млрд. доларів.

Україні, на відміну від Росії, вдалося зберегти свою банківську систему та уникнути впливу коштів із неї. Однак через девальвацію гривні реально знизився капітал українських банків при номінальному зростанні його обсягів. Так, загальний статутний капітал комерційних банків у 1998 р. збільшився на 461 млн. грн. і становив на кінець року 2 млрд. 97 млн. грн., тоді як його еквівалент у доларах зменшився з 861 млн. до 612 млн. доларів.

Відплив короткострокових іноземних інвестицій з України призвів також до втрати резервів НБУ та зростання вартості фінансування дефіциту державного бюджету.

Усе це потребує коригування системи економічних регуляторів для забезпечення стабільності обмінного курсу гривні, стимулювання економічної активності та вітчизняного споживання (внутрішнього попиту), особливо з огляду на скорочення експортної компоненти ВВП. Щоб вирішити цю проблему, необхідно насамперед провести структурні реформи, що стосуються як видатків, так і надходжень до бюджету.

У розпорядженні країн, які встановлюють курс національної валюти на підставі ринкового попиту та пропозиції на іноземну валюту, незалежно від діючого курсового режиму, не так уже й багато інструментів впливу на його рівень і динаміку. Слід зазначити, що ринковий механізм встановлення



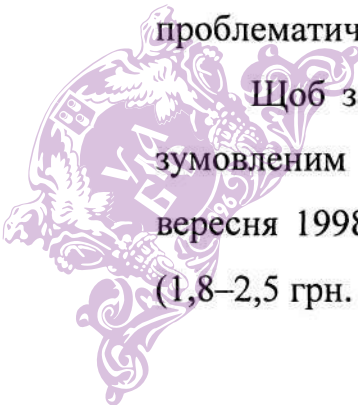
обмінного курсу передбачає лише забезпечення рівного доступу до ринку іноземної валюти всіх його суб'єктів. Це аж ніяк не виключає можливості та необхідності регулювання динаміки обмінного курсу із застосуванням інструментів прямого та опосередкованого (через вплив на дохідність за різними активами, адекватна торговельна політика тощо) впливу на попит та пропозицію іноземної валюти залежно від зміни внутрішньої та зовнішньої кон'юнктури. Ринкові засади встановлення обмінного курсу лише не допускають застосування будь-яких дискримінаційних валютних угод та використання практики множинних валютних курсів.

Загострення боргової кризи у 1998 р. на фоні структурної неререформованості економіки України призвело до знекровлення валютних резервів НБУ, тому вони не можуть сьогодні активно використовуватися для забезпечення курсової політики.

Так, основними складовими валових витрат із резервів Національного банку в 1998 р. були платежі за зобов'язаннями державного бюджету, які становили 2,8 млрд. доларів США, або майже 88% від загальної суми витрат (3,1 млрд. доларів), у тому числі платежі з обслуговування державного зовнішнього боргу – 1,4 млрд. доларів – та нерезидентам за ОВДП – 1,4 млрд. доларів.

Зважаючи на хронічний дефіцит торговельного балансу (за прогнозною оцінкою у 1999 р. він становитиме 1,1 млрд. доларів, зокрема у торгівлі товарами – 2,8 млрд. доларів), падіння кредитного рейтингу України, кризу на світових фінансових ринках та значний борговий тягар (дефіцит у зовнішньому фінансуванні цього року становитиме 2,2 млрд. доларів) відчутне поповнення резервів НБУ в найближчому майбутньому є проблематичним.

Щоб запобігти можливим втратам резидентів (зокрема, експортерів), зумовленим фінансовою кризою в Росії, та з огляду на обмежені резерви 4 вересня 1998 р. оголошений урядом та НБУ на 1998 р. валютний коридор (1,8–2,5 грн. за долар США), було розширено до 2,5–3,5 грн. за долар.



Завдяки запровадженню НБУ узгоджених із урядом антикризових заходів (концентрація безготівкових операцій купівлі-продажу ВКВ на біржовому ринку, введення вимоги обов'язкового 50-процентного продажу валютних надходжень від експорту, посилення контролю за готівковим сегментом валютного ринку тощо) ситуацію на валютному ринку вдалося стабілізувати. Темпи девальвації гривні значно скоротилися, а з початку листопада минулого року її обмінний курс утримувався на рівні 3,427 грн. за долар. Девальвація курсу гривні за період від початку кризи до кінця року становила 59,9%, при цьому було дотримано меж валютного коридору. Ліквідність комерційних банків у ВКВ зросла у цей період на 13,6%, залишки вкладів фізичних осіб на поточних та строкових вкладах в іноземній валюті у банківській системі України за час кризи суттєво не змінилися.

У 1999 р. Кабінет Міністрів та Національний банк (з огляду на те, що фундаментальною передумовою нормальної ділової активності експортерів та інвесторів є забезпечення стабільності внутрішніх цін) мають намір підтримувати обмінний курс у межах нового валютного коридору 3,4–4,6 грн. за долар, що фіксує досягнутий рівень стабільності.

За відсутності форвардного валютного ринку в Україні заяви уряду та НБУ щодо динаміки обмінного курсу дають змогу суб'єктам зовнішньоекономічної діяльності планувати свою активність.

Щоб стабілізувати фінансові ринки, запобігти ажіотажному попиту на іноземну валюту та її безпідставному впливу, Національний банк України ще наприкінці 1997 р. вжив жорсткі монетарні заходи, а саме: підвищив ставку рефінансування з 23% у листопаді 1997 р. до 82% у листопаді 1998 р. (зниживши її у грудні 1998 р. до 60% та у квітні 1999 р. – до 57%); підняв із вересня минулого року норму обов'язкових резервів від пасивів банку з 15 до 16,5%. Крім того, НБУ припинив кредитні аукціони, тимчасово призупинив операції РЕПО та видачу ломбардних кредитів. Із вересня 1998 р. НБУ застосував депозитний механізм для комерційних банків за фіксованими ставками, а з початку 1999 р. почав випускати власні сертифікати.

Накладаючись на негативний вплив фіскальної політики, яка "заганяє" суб'єктів господарювання у бартерні схеми (торік рівень бартеризації сягнув 45%) та неплатежі (150% від ВВП), така монетарна політика призвела до зниження у 1998 р. кредитної активності в економіці. Реальні обсяги заборгованості за кредитами, наданими комерційними банками у 1998 р. в національній валюті, скоротилися на 1,8%, в іноземній (з урахуванням девальвації курсу гривні) – на 1%.

Спостерігалася стала тенденція до зростання обсягу наданих комерційними банками кредитів у іноземній валюті у структурі кредитних вкладень. Так, на 1 січня 1999 р. кредити суб'єктам господарювання в національній валюті становили 57,6%, а в іноземній – 42,4% від загального обсягу заборгованості за кредитними вкладеннями (у попередньому році – відповідно 71,25 і 28,8%). Протягом перших трьох місяців поточного року частка кредитів у національній валюті ще зменшилася до 54%, а в іноземній валюті відповідно зросла до 46%.

Така зміна у структурі активів комерційних банків (кредитний портфель складає понад 40% від сумарних активів), враховуючи деградацію ринку ОВДП та несформованість корпоративного сектора ринку цінних паперів (інвестиційний портфель комерційних банків скоротився до 8,9% і потребує реструктуризації) призводить до зростання гривневої ліквідності (з початку минулорічної серпневої кризи залишки на коррахунках зросли з 0,6 млрд. до 1,5 млрд. грн.) та відповідно підвищує ризик створення штучного "навісу" надлишкового попиту на іноземну валюту. Насправді ж ніякий валютний контроль не в змозі цілковито ізолювати фінансовий ринок країни, коли кризові явища спричиняють відплив капіталу через нелегальні канали.

Такі негативні тенденції поряд зі зростанням доларизації економіки (за 1998 рік – із 13,3 до 21,3%, за перший квартал 1999 р. – до 24%), низьким рівнем монетизації (13,9%), обумовленими відсутністю структурних змін в економіці, призводять до руйнування національної грошово-кредитної системи та зменшення її керованості засобами, які є у розпорядженні НБУ.

При цьому деформується сигнальна функція облікової ставки щодо встановлення ефективного рівня короткострокових процентних ставок за вкладами та кредитами через зміну витрат на рефінансування. Додатковим негативним чинником виступає монополізація урядом пропозиції гривні та відсутність механізму регулювання дохідності за ОВДП (прив'язки її до дохідності за кредитами, наданими комерційними банками суб'єктам господарювання). В результаті у попередні роки склалася ситуація, яка може повторитися після відновлення ринку державних цінних паперів (у 1999 р. Міністерство фінансів планує збільшити випуск ОВДП до 3 млрд. грн.), коли рівень процентних ставок фактично встановлюється МФ.

Водночас, якщо система фінансових взаємовідносин не буде орієнтована на реальну економіку, це призведе до подальшого гальмування цих структурних зрушень.

З огляду на те, що можливості ефективного застосування НБУ монетарних інструментів вичерпано, валютний контроль (регулювання) та обмеження товарної конвертованості мають збалансувати вплив монетарних заходів валютної політики та позбавити перекосів, що виникли в ході антикризових дій.

Валютний контроль — це комплекс адміністративних заходів, спрямованих на стримування вивезення і стимулювання повернення валютних коштів у країну. Валютний контроль може поширюватись як на всі операції, передбачені платіжним балансом країни, так і на їх частину. Як правило, він поширюється на рух капіталів для захисту стабільності грошової системи та валютних резервів у період реформування економіки і є одним із невід'ємних елементів перехідної економічної політики. Валютний контроль як інструмент стабілізації руху капіталів у малих відкритих економіках обмежує коливання процентних ставок та обмінних курсів, доки не буде сформовано розвинуту ринкову інфраструктуру і не стане можливим регулювати рух капіталів, а відтак і динаміку обмінного курсу через вплив на рівень процентних ставок.

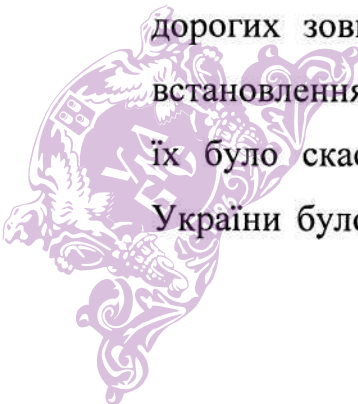
Обмежуючи рух капіталів, країна отримує можливість маневру для встановлення процентної ставки в інтересах реальної економіки, а не виключно для забезпечення цілей курсової політики або залежно від рівня процентних ставок за кордоном.

Слід зазначити, то валютний контроль має сенс тільки тоді, коли проводиться комплексно: ефективність контролю залежить від міцності його найслабшої ланки.

Введення Україною внутрішньої конвертованості національної валюти та взяте нею 24 вересня 1996 р. зобов'язання згідно зі статтею VIII Статуту МВФ не встановлювати обмежень на операції поточного рахунку платіжного балансу дещо звужують перелік заходів валютного контролю, які вона має право застосовувати. Однак ці заходи можуть бути досить дієвими, якщо запроваджувати їх послідовно та забезпечити виконання.

Статут МВФ не суперечить принципам валютного контролю. Стаття VIII вимагає, щоб країни – члени МВФ не застосовували обмежень на поточні міжнародні операції, тобто стосується лише зовнішніх платежів резидентів нерезидентам. Країна-член має право регулювати надходження в іноземній валюті як самих резидентів, так і отримання платежів резидентами від нерезидентів та операції, пов'язані з таким отриманням, які в подальшому могли б стати підставою для проведення зворотних платежів. Наприклад, країна може встановлювати зобов'язання щодо продажу резидентами іноземної валюти, отриманої від експорту, та репатріювати її протягом певного терміну, регулювати умови отримання резидентами кредитів від нерезидентів тощо.

В умовах вільного руху капіталів приватний сектор може вдатися до дорогих зовнішніх запозичень, що ще більше ускладнить ситуацію. До встановлення НБУ обмежень на дохідність у серпні 1998 р. (у березні 1999 р. їх було скасовано) понад 10% кредитів (405 млн. доларів) резидентам України було надано іноземними інвесторами за ставкою від 21,5 до 60%.



Найбільш безпечних – прямих інвестицій Україні бракує через відстрочку реальних реформ.

Зобов'язання за статтею VIII Статуту МВФ не стосуються організації внутрішнього валютного ринку та його структури, якщо не порушуються вимоги щодо незастосування практики множинності валютних курсів. За відсутності строкових угод міжбанківський валютний ринок України є неглибоким та непрогнозованим. Тому після його лібералізації у березні 1999 р. залишається актуальним питання щодо встановлення НБУ обмежень на відхилення курсу купівлі-продажу від офіційного курсу з метою запобігти його різким коливанням. Це ж стосується і правил торгівлі на УМВБ після відновлення її роботи, оскільки можливості НБУ щодо здійснення валютних інтервенцій обмежені. Потребує регламентації також відхилення готівкового курсу від офіційного.

Однак проблема у тому, що часом досить складно провести межу між поточними та капітальними операціями, а також між операціями, які підлягають регулюванню відповідно до статті VIII Статуту МВФ, і тими, які не є предметом такого регулювання. Статут МВФ має рамковий характер і дає змогу Фонду (XXX стаття) широко трактувати поняття поточних операцій. За визнанням ряду країн (зокрема США, які поряд із іншими обстоюють ідею реформування МВФ), це призводить до того, що фактична практика Фонду не закріплена в його нормативних документах. Так, спірним є визнання такими, що суперечать нормам статті VIII Статуту МВФ, обмежень або встановлення певних вимог, наприклад, щодо депонування для здійснення резидентами України попередньої оплати імпорتنих поставок та заборони надавати вітчизняними комерційними банками резидентам кредити у гривнях для подальшої їх конвертації в іноземну валюту (скасовано у березні поточного року), які було введено серед інших антикризових заходів.

Через неузгодженість між гілками влади щодо проведення економічної політики уряд України недостатньо використовує такий інструмент регулювання платіжного балансу, як тарифне та нетарифне (квоти, ліцензії,

вимоги щодо сертифікації та стандартизації тощо) обмеження імпорту. Ці обмеження опосередковано впливають на попит на іноземну валюту на стадії формування зобов'язань резидентів щодо зовнішніх платежів нерезидентам. Вимоги статті VIII Статуту МВФ стосуються лише фінансової, а не товарної конвертованості.

Таким чином, цілі курсової політики підтримуються переважно Національним банком, хоча відповідальність за їх забезпечення згідно з Декретом про валютне регулювання поряд з НБУ несе також уряд України. Незбалансоване застосування урядом усього комплексу інструментів для забезпечення фінансової рівноваги, зокрема стабільності обмінного курсу, позбавляє НБУ можливості ефективніше використовувати власні інструменти.

Насамкінець слід зазначити, що валютний контроль як такий не може замінити економічну політику і забезпечити довготермінову стабільність обмінного курсу. Такого результату можна чекати лише від бюджетних програм та при досягненні країною зовнішньоторговельної рівноваги. Однак валютний контроль може знизити ризик спекулятивних атак проти національної валюти та відповідно – девальвації [92, сс.22-24].

Скасування валютного контролю стоїть останнім у списку заходів лібералізації і має відбутися після створення умов, коли національні накопичення можна буде утримати всередині країни за допомогою сучасних конкурентоспроможних фінансових механізмів. На нинішньому етапі економічного розвитку Україні слід не скасовувати систему валютного контролю, а вдосконалювати його форми.



РОЗДІЛ 3. ОБҐРУНТУВАННЯ РЕЖИМУ ВАЛЮТНОГО КУРСОУТВОРЕННЯ ТА МЕХАНІЗМІВ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ СТІЙКОСТІ ГРИВНІ

3.1. Прогнозування валютного курсу.

Бажання учасників валютного ринку знати майбутній валютний курс – не лише цікавість, а можливість врятувати або збільшити свій капітал. Аналіз процесів, що відбуваються в економіці в даний час, виявлення загальних закономірностей і тенденцій їхнього розвитку дозволяють із певним ступенем вірогідності спрогнозувати зміну валютних курсів у майбутньому. Інтерес до проблем прогнозування динаміки валютних курсів з'явився порівняно недавно при переході ряду розвинених країн світу до системи "плаваючих" курсів і бурхливого розвитку міжнародної торгівлі. Система золотого стандарту, що існувала до цього автоматично регулювала валютні курси, тому що кожна валюта мала свій золотий вміст.

Вчені та фахівці багатьох країн неодноразово розпочинали спроби побудови математичних моделей прогнозування валютних курсів, але більшість цих спроб не увінчалася успіхом. Більшість фахівців прийшли до одностайної думки, що в основі цієї моделі повинна лежати теорія паритету купівельної спроможності. Прогнози валютних курсів, які базуються на даних про грошову масу та національний дохід, що були започатковані в 1973-1979 рр., дали значну розбіжність із реальністю, особливо в 1979 р., коли курси основних валют відносно долара США зросли в набагато більшому ступені, ніж це прогнозувалося. Ці розбіжності були викликані побоюваннями з приводу зростання інфляції у США через іранську революцію і ситуацію, що склалася в результаті захоплення американських заручників у Тегерані. Але ці події реально не відбилися на стані грошової маси та реального прибутку країни, а отже, не могли бути враховані в

прогнозі. Нижче наведені прогнози та реальна зміна курсів деяких світових валют красномовно свідчать про складність побудови моделі прогнозування (табл.7).

Таблиця 7

Прогнозовані та дійсні зміни обмінних курсів деяких світових валют щодо долара США у 1979 р. [95, с.62].

Валюта	Прогнозована зміна курсу, %	Дійсна зміна курсу, %	Помилка у прогнозі, %
Італійська ліра	- 49,7	- 58,8	9,1
Фунт стерлінгів	- 41,7	- 29,8	11,9
Швейцарський франк	+ 37,8	+ 67,4	29,6
Японська єна	+ 35,6	+ 28,7	6,9

Причин подібних невдач може бути кілька:

- стан національної валюти відбиває стан всієї національної економіки та процесів, що у ній відбуваються. На зміну валютного курсу в тому або іншому ступені впливають всі істотні зміни, що відбуваються в даній країні та в світі. У моделях же враховується лише декілька основних показників. Тому, коли відбуваються значні зміни якогось чинника, постійний вплив якого на курс невеликий і котрий, як правило, не враховується, майбутню зміну курсу передбачити дуже важко, чим, зокрема, і пояснюється розбіжність прогнозованих і реальних курсів світових валют до долара США в 1979 році;
- для розрахунку валютного курсу використовуються статистичні дані, які прогножуються на розглянутий період часу, що може відрізнятись від реальних даних. Це значно збільшує можливість помилок у прогнозі;
- на біржі валютний курс визначається рівністю обсягу попиту і пропозиції. Нестабільність економічної ситуації, що характерна, зокрема, для України, створює нерівномірність у попиті та пропозиції на валюту протягом року, тому прогнози, які базуються на цих показниках,

узагальнених за рік, можуть сильно розходитися з реальним положенням справ. Отже, необхідно брати до уваги причини, що викликають нерівномірний розподіл попиту та пропозиції на валюту протягом року, і поведінку учасників валютного ринку у випадках, коли попит перевищує пропозицію та коли пропозиція перевищує попит (тобто враховувати еластичність попиту і пропозиції на валютному ринку);

- важливою проблемою є визначення лагів – проміжків часу між початком зміни чинників і початком зміни курсу. Наприклад, між наданням державних кредитів та їхнім впливом на валютний курс у середньому простежується часовий проміжок у чотири місяця, інші чинники мають свої часові лаги. Без урахування цих обставин кількість помилок у прогнозуванні буде зростати.

Існуючі методи прогнозування валютного курсу можна умовно розділити на дві групи:

- статистичні методи (проводяться на основі кількісного аналізу);
- методи експертних оцінок (проводяться на основі якісного аналізу).

Статистичні методи прогнозування розробляються на основі:

- показових функцій;
- ступінних функцій;
- динамічних рядів;
- аналітичних залежностей.

Розглянемо особливості цих моделей.

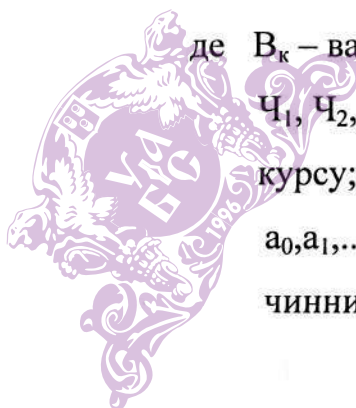
Отже, модель прогнозування валютного курсу на основі показових функцій. Показові функції узагальнено мають наступний вигляд:

$$V_k = a_0 + a_1 C_1 + a_2 C_2 + \dots + a_n C_n, \quad (16)$$

де V_k – валютний курс;

C_1, C_2, \dots, C_n – чинники, що впливають на формування валютного курсу;

a_0, a_1, \dots, a_n – коефіцієнти, що характеризують зв'язок між чинниками та валютним курсом.



Процес прогнозування відбувається таким чином. Визначаються чинники, що впливають на формування валютного курсу. По кожному з цих чинників роблять добірку відповідних статистично даних за розглянутий період часу. Потім з допомогою чисельних методів знаходять коефіцієнти a_0, a_1, \dots, a_n – цей процес є досить важким і вимагає великої кількості часу навіть із використанням самої сучасної обчислювальної техніки.

Для підвищення надійності прогнозу валютного курсу потрібен аналіз як можна більшої кількості чинників. Це, у свою чергу, породжує проблему збору статистичних даних, оскільки у вітчизняній статистиці протягом останніх років по багатьом показникам дані відсутні цілком або частково.

Необхідно сказати, що на підставі даної моделі практично неможливо визначити залежність між валютним курсом і чинниками, що впливають на нього, а також взаємовплив чинників один на одного і, отже не можна вірогідно простежити вплив змін чинників як на стан валютного курсу, так і на інші чинники, що входять у дану модель.

Цей метод може застосовуватися в якості допоміжного при комплексному дослідженні проблем, пов'язаних із прогнозуванням валютних курсів.

Іншою моделлю прогнозування валютного курсу є математична модель на основі ступінних функцій.

Ступінні функції узагальнено мають наступний вигляд:

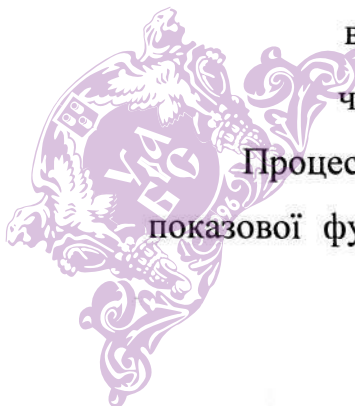
$$V_k = v_0 \cdot C_1^{v_1} \cdot C_2^{v_2} \cdot \dots \cdot C_n^{v_n}, \quad (17)$$

де V_k – валютний курс;

C_1, C_2, \dots, C_n – чинники, що впливають на формування валютного курсу;

v_0, v_1, \dots, v_n – коефіцієнти, що характеризують зв'язок між чинниками та валютним курсом.

Процес прогнозування дуже схожий із прогнозуванням на основі показової функції, і всі зауваження, висловлені з приводу попереднього



методу, справедливий і для прогнозування на основі ступінної функції. Відмінність полягає в тому, що даний метод дає більш точні результати.

Валютні курси можна також прогнозувати на основі динамічних рядів, які являють собою статистичні дані, що відображають розвиток досліджуваного явища в часі. Будь-який розглянутий ряд динаміки має два основних елементи: показник часу і відповідний йому рівень розвитку явища.

У якості показника часу виступають окремі періоди часу (рік, квартал, місяць і т.п.) або певні моменти часу (наприклад, певні дати).

Під рівнями рядів розуміється кількісна оцінка розвитку досліджуваного в часі явища; наприклад, стосовно валютного курсу – динаміка зміни валютного курсу по торгах на біржі. Отримана залежність буде характеризувати зміну валютного курсу в часі.

Основна умова одержання правильних висновків при аналізі рядів динаміки – порівнянність елементів. Відносно валютного курсу це означає, що якщо в характері його зміни в часі буде доволіно виявлятися вплив разових чинників, що призводять до випадкової зміни валютного курсу, то на підставі лише динамічного ряду побудувати точний прогноз неможливо.

Чинники, що впливають на утворення валютного курсу при використанні цього методу можна розділити на ті, що постійно діють і на ті, що мають визначальний вплив на валютний курс. Обидва чинники формують основну тенденцію розвитку (тренд). Вплив інших чинників виявляється періодично, що викликає повторювані в часі коливання значень у динамічному ряді. Дії випадкових чинників проявляються у вигляді короткострокових випадкових змін у значеннях рядів динаміки.

Для кількісної оцінки в цьому методі застосовуються такі статистичні показники: абсолютний приріст, темп росту, темп приросту, темп нарощування.

Кожний з цих показників, у свою чергу, може мати значення базисного.

Перевагою цього методу є те, що при графічному зображенні динамічного ряду часто буває можливий візуальний аналіз досліджуваного

явища. Наприклад, при розгляді динаміки зміни валютної курсу на торгах УМВБ за декілька років можна виділити періодичні повторення, викликані сезонними коливаннями, а також ряд випадкових змін, викликаних разовими, але досить яскраво вираженими явищами, на які відреагував валютний ринок.

Метод прогнозування на основі динамічних рядів доцільно застосовувати у якості допоміжного при вивченні динаміки валютного курсу:

- по-перше, для проведення початкового аналізу динаміки валютного курсу з метою складання загальної картини і визначення основних орієнтирів у досліджуваному явищі;
- по-друге, для вивчення змін у рядах динаміки деяких чинників, що впливають на утворення валютного курсу з метою зменшення помилки при їхньому прогнозуванні і, відповідно, помилки в прогнозі валютного курсу;
- по-третє, при зіставленні динаміки валютного курсу з календарем подій з метою визначення, класифікації й аналізу чинників, що впливають на валютний курс.

І, нарешті, модель прогнозування валютного курсу на основі аналітичних залежностей.

Дана модель будується на основі аналізу механізму утворення валютного курсу. Вигляд формули в цьому випадку буде залежати від характеру та виду взаємодіючих чинників, що впливають на формування валютного курсу. За основу даної моделі узята гіпотеза про паритет купівельної спроможності. В ідеальному випадку модель буде мати наступний вигляд:

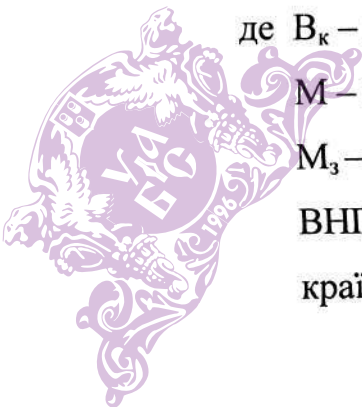
$$V_k = (M/VNP) / (M_z/VNP_z), \quad (18)$$

де V_k – валютний курс;

M – пропозиція грошей у даній країні;

M_z – пропозиція грошей за кордоном;

VNP – реальний національний продукт в постійних цінах у даній країні;



ВНП₃ – реальний національний продукт в постійних цінах за кордоном.

Далі при розгляді реальних економічних систем добавляються нові чинники й узагальнена модель приймає наступний вигляд:

$$B_k = [(MЧ_1, + Ч_2) / (Ч_3 - \text{ВНП}/Ч_4)] / [(M_3 + Ч_5)/(\text{ВНП}_3Ч_6)], \quad (19)$$

де B_k – валютний курс;

M – пропозиція грошей у даній країні;

M_3 – пропозиція грошей за кордоном;

ВНП – реальний національний продукт в постійних цінах у даній країні;

ВНП₃ – реальний національний продукт в постійних цінах за кордоном;

$Ч_1, Ч_2, \dots, Ч_6$ – чинники, що впливають на утворення валютного курсу.

Для одержання ефективної моделі прогнозування необхідно провести ретельний аналіз характеру впливу чинників, що впливають на формування валютного курсу. Як і в раніше розглянутих моделях важливу роль тут відіграє наявність статистичних даних, які стосуються розглянутих чинників і динаміки валютного курсу.

Певну складність у даному випадку представляє аналіз характеру впливу деяких чинників на валютний курс. Теоретичне прогнозування на основі даної моделі може бути найбільш точним, але для цього необхідно проробити величезну аналітичну роботу з пошуку чинників, виявлення закономірностей у їхній динаміці, характеру впливу на валютний курс у різних можливих ситуаціях, врахуванню часових лагів між початком змін у чинниках, що визначають динаміку валютного курсу, і зміною самого валютного курсу, а також по урахуванню одночасного впливу на зміну валютного курсу можливих різних змін декількох чинників. Оскільки для цієї роботи вимагаються значні обсяги статистичних даних і їхня обробка, у тому

числі з використанням методів, розглянутих вище, виконання її під силу або великій державній організації, або великим фінансовим концернам.

Як вже було зазначено, поряд із статистичними, тобто кількісними методами прогнозування валютного курсу існують так звані методи якісного аналізу або методи експертних оцінок. Вони дозволяють зробити якісну оцінку досліджуваного явища і розкривають загальні тенденції розвитку того чи іншого процесу. Використання цього методу в комплексному дослідженні проблеми дозволяє знизити помилку прогнозу при нестачі статистичних даних. Найчастіше застосовуються наступні методи експертних оцінок:

- метод написання сценаріїв;
- оцінки по окремих показниках.

Метод написання сценаріїв реалізується в такий спосіб: розглядаються різні варіанти розвитку подій; у кожного з них, у свою чергу, теж може бути декілька варіантів розвитку ситуації, що породжують нові події, і т.д., тобто будується "дерево" сценаріїв. Після оцінки ймовірності кожної події з цих варіантів вибирається той, що найбільш ймовірний.

Найбільш раціонально використовувати розглянутий метод для одержання загального представлення про стан як валютного ринку, так і зовнішнього економічного середовища в цілому.

При використанні методу оцінки по окремих показниках встановлюються кореляційні залежності між динамікою зміни окремих чинників і динамікою валютного курсу, і визначається ступінь кореляції. Прогнозування валютного курсу ведеться на основі отриманих залежностей (частіше усього встановлюється залежність між валютним курсом і інфляцією).

Наприклад, за допомогою помісячних даних за 1998 рік, що характеризують ступінь зміни інфляції і валютного курсу (див. табл.6) , був визначений ступінь кореляції, на підставі якого було зроблено висновок про ступінь залежності між розглянутими чинниками. Після проведення розрахунків коефіцієнт, що зв'язує в нашому прикладі річну зміну рівня

інфляції (20,0%) з річною зміною обмінного курсу гривні щодо долара США (80,5%), дорівнював $4,0 (80,5:20,0)$.

Таким чином, була отримана залежність між інфляцією і валютним курсом. Оскільки за прогнозами статистичної служби інфляція через шість місяців, тобто на 1 липня 1999 р., повинна була скласти 10%, можна було стверджувати, що через півроку гривня девальвує відносно американського долара приблизно на 40%.

На 1 січня 1999 р. офіційний обмінний курс USD/UAH склав 3,4270 гривні за 1 долар США. Таким чином, згідно з розрахованою залежністю, на 1.07.1999 він повинен був становити приблизно 4,7980 ($3,4270 + 3,4270 \times 0,40$) гривень за 1 американський долар. Але в дійсності валютний курс USD/UAH дорівнював – 3,9503, тобто девальвація приблизно склала лише 15,3%.

Цей метод є досить простим у використанні, він не вимагає побудови складних залежностей і великого обсягу обчислень. Визначення певних залежностей між валютним курсом і основними чинниками, наприклад, між валютним курсом і інфляцією, ставкою рефінансування, платіжним балансом, ВНП тощо і подальше порівняння результатів можуть збільшити вірогідність прогнозу.

Але, на жаль, точність цього методу різко зменшується при нестабільній економічній ситуації (яка була у нашій країні, зокрема, у 1998 році). Так розрахований на основі даних за 1998 рік коефіцієнт, рівний 4, не є показовим, бо, наприклад, у 2 попередніх роки (1996-97рр.) рівень інфляції перевищував рівень девальвації.

Таким чином, у цьому випадку найбільш розумно використовувати метод оцінки по окремих показниках у якості допоміжного при прогнозуванні самого курсу і при визначенні чинників, що на нього впливають, а також для одержання загального уявлення про стан і найбільш можливий розвиток валютного ринку.

Як відзначалося вище, найбільш ефективною є модель, яка побудована на основі аналітичних залежностей.

Чинники, що впливають на утворення валютного курсу, вже були розглянуті, а тепер проаналізуємо деякі особливості аналітичної моделі.

Дана модель базується на гіпотезі про паритет купівельної спроможності (PPP).

У довгостроковій перспективі існує тенденція вирівнювання цін у двох розглянутих державах на стандартні товари для міжнародної торгівлі. Пояснюється це тим, що як тільки внаслідок яких-небудь причин ціна на деякий товар, наприклад пшеницю, підвищиться в одній країні, то продавці пшениці іншої країни, щоб одержати додатковий прибуток, направлять свій товар у цю країну, у результаті чого ціни на пшеницю в обох країнах вирівнюються, трохи підвищившись (така ситуація стає можливою за обставин, коли між країнами відбувається вільна торгівля і вартість перевезень товару незначна в порівнянні з його ціною).

Припущення про те, що міжнародний економічний обмін згладжує різницю в русі цін на основні товари, що беруть участь у міжнародній торгівлі, приводить до гіпотези про паритет купівельної спроможності, що зв'язує ціни усередині країн із вартістю їхніх національних валют. Ця залежність має наступний вигляд:

$$V_k = C / C_z, \quad (20)$$

де V_k – валютний курс;

C – рівень цін у даній країні;

C_z – рівень цін за кордоном.

Ще однією аналітичною моделлю є модель ідеального процесу міжнародного економічного обіму.

Ідеальна модель економіки усередині країни наведена у кількісній теорії попиту на гроші, відповідно до якої пропозиція грошей будь-якої країни дорівнює попиту на гроші, який у свою чергу прямо пропорційний вартості ВВП. Кількісна теорія встановлює такі залежності між рівнями цін, національними продуктами та пропозицією грошей між двома країнами:

$$M = k \times C \times \text{ВВП}; \quad (21)$$

$$M_3 = k_3 \times C_3 \times \text{ВНП}_3, \quad (22)$$

де M – внутрішня пропозиція грошей;

M_3 – зовнішня пропозиція грошей;

C – рівень цін у даній країні;

C_3 – рівень цін за кордоном;

ВНП – валовий національний продукт у даній країні

ВНП₃ – валовий національний продукт за кордоном;

k, k_3 – коефіцієнти, які обумовлюються рівнем цін.

Тепер можна визначити співвідношення рівнів цін між країнами:

$$C / C_3 = (M / M_3) \times (\text{ВНП}_3 / \text{ВНП}) \times (k_3 / k). \quad (23)$$

Передбачається, що співвідношення k_3/k має постійний характер і дорівнює приблизно одиниці. З урахуванням цього рівняння матиме наступний вигляд:

$$C / C_3 = (M / M_3) \times (\text{ВНП}_3 / \text{ВНП}). \quad (24)$$

Поєднавши рівняння паритету купівельної спроможності та рівняння кількісної теорії грошей, одержимо рівняння залежності валютного курсу від грошової маси та ВНП. Якщо в одержаній моделі до грошової маси додати розмір чистого експорту капіталу, а ВНП представити у вигляді його складових, то модель матиме наступний вигляд:

$$B_k = [(M + C^k) / (M_3 + C^{k_3})] [(B^{c_3} + I^{i_3} + C^{c_3}) / (B^c + I^i + C^c)], \quad (25)$$

де B_k – валютний курс;

M, M_3 – внутрішня та зовнішня пропозиція грошей;

C^k, C^{k_3} – чистий експорт капіталів у розглянутих країнах;

B^c, B^{c_3} – витрати на споживання в розглянутих країнах;

I^i, I^{i_3} – розміри інвестицій;

C^c, C^{c_3} – чистий експорт товарів.

У моделі регульованого стабільного процесу міжнародного економічного обміну, що застосовується у країнах зі стабільною економікою, до утворюючих чинників додаються регулюючі чинники, що можуть впливати або на зміну обсягів грошової маси, або на зміну обсягів

національних продуктів. Таким чином, у цій моделі дані чинники виступають у вигляді "суперпозиції" у відповідності з грошовою масою або з ВВП. "Суперпозиція" кожного чинника буде визначатися відповідним економічним змістом.

Ця модель дає досить чітке уявлення про важелі впливу на валютний курс і про результати їхнього впливу.

І, нарешті, модель регульованого кризового процесу міжнародного економічного обміну.

У цій моделі, що характеризує зміну валютного курсу при кризових ситуаціях в економіці, до утворюючих та регулюючих чинників додаються кризові чинники. У кризовій ситуації частина функцій національної валюти переходить до іноземної валюти. Зокрема, іноземна валюта починає відігравати роль засобу нагромадження.

Ще одна відмінна риса даної моделі – зростання впливу разових, випадкових чинників на стан валютного курсу. У цілому динаміка валютного курсу при кризових проявах економіки відрізняється підвищеною нестабільністю та великою амплітудою коливань відносно тренда – основної тенденції руху валютного курсу [95, сс.61-73].

Ми розглянули систему чинників, що впливають на утворення валютного курсу, а також основні інструменти його прогнозування. На наш погляд, вибір того чи іншого методу дослідження залежить від багатьох причин, основними з яких є: мета дослідження, для якого створюється модель (дослідження сутності процесу, виявлення його внутрішніх закономірностей; можливості та наслідки впливу на процес; прогнозування наслідків того чи іншого впливу на процес; прогнозування валютного курсу без детальної оцінки чинників, які його визначають); наявність бази даних (її обсяг, структура); наявність аналізу чинників (характер впливу окремих чинників на модель; якісна й кількісна оцінки; урахування часових лагів); наявність відповідного технічного забезпечення.

Наприкінці нам хотілося б запропонувати математичну модель розрахунку валютного курсу на основі прогнозування платіжного балансу України в 1999-2000 рр.(табл.8).

Хотілося б відмітити той факт, що, не маючи інформації відносно значень конкретних статей балансу, ми проаналізували їхню динаміку за останні три роки та виявили деякі тенденції та закономірності розвитку. Це дає нам всі підстави для висновку щодо правдоподібності проведених розрахунків.

Таблиця 8

Розрахунок валютного курсу USD/UAH на основі прогнозу агрегованого платіжного балансу України в 1999-2000 рр.

Стаття платіжного балансу	1999 рік		2000 рік		Прогнозований валютний курс	
	млн. доларів США	млн. гривень	млн. доларів США	млн. гривень	1999 рік	2000 рік
1	2	3	4	5	6	7
Рахунок поточних операцій	-835	-3760	-2030	-12850	4,50	6,33
Баланс товарів та послуг	-360	-1465	-310	-2470	-	-
Експорт товарів та послуг	17860	77965	18250	112805	4,37	6,18
Імпорт товарів та послуг	-18220	-80845	-18560	-116290	4,44	6,27
Баланс товарів	-1740	-7410	-1725	-11065	-	-
Експорт товарів	13930	61095	14235	88330	4,39	6,21
Імпорт товарів	-15670	-68505	-15960	-99395	4,37	6,23
Баланс послуг	1380	5945	1415	8595	-	-
Експорт послуг	3930	17370	4015	24975	4,42	6,22

1	2	3	4	5	6	7
Імпорт послуг	-2550	-11425	-2600	-16380	4,48	6,30
Доходи (сальдо)	-1340	-5910	-2640	-15890	–	–
Надходження	560	2550	860	5290	4,55	6,15
Виплати	-1900	-8460	-3500	-21180	4,45	6,05
Поточні трансферти (сальдо)	865	3615	920	5510	–	–
Надходження	960	4010	1025	6130	4,18	5,98
Виплати	-95	-395	-105	-620	4,16	5,90
Рахунок операцій з капіталом та фінансових операцій	685	2740	975	5919	4,00	6,07
Прямі інвестиції	840	3480	920	5720	4,14	6,22
Портфельні інвестиції	125	515	165	1000	4,12	6,06
Інші інвестиції	135	500	215	1254	3,70	5,83
<i>Активи</i>	-1285	-5720	-1320	-8370	4,45	6,34
<i>Пасиви</i>	1420	6220	1535	9624	4,38	6,27
Резервні активи	-415	-1755	-325	-2055	4,23	6,32
Помилки та упушення	150	1020	1055	6931	–	–
БАЛАНС	0	0	0	0	–	–

Середньозважений обмінний курс USD/UAH за 1999-2000 рр. знайдемо як середнє зважене прогнозованих валютних курсів за розрахованими статтями балансу. У 1999 р. він складе:

$$B_k = 4,39.$$

У 2000 р. цей показник буде дорівнювати:

$$B_k = 6,22.$$

Таким чином, середньозважений ефективний валютний курс USD/UAH, розрахований на основі прогнозу агрегованого платіжного балансу України, у 1999 р. складе приблизно 4,35-4,45 гривень за 1 долар США, а в 2000 р. – 6,15-6,25 гривень за 1 американський долар.

3.2. Вибір оптимального режиму курсоутворення.

Курсова політика є невід'ємною складовою урядової програми економічного розвитку держави і має враховувати весь комплекс інструментів та реальні можливості щодо її реалізації. Згідно з Декретом Кабінету Міністрів України № 15-93 "Про систему валютного регулювання і валютного контролю" від 19 лютого 1993 р. встановлення обмінного курсу національної валюти належить до спільної компетенції Національного банку України та Кабміну. У Меморандумі економічної політики на період від 1 липня 1998 р. до 30 червня 2001 р. параметри обмінного курсу визначено як проміжні цілі грошово-кредитної політики [93, с.10].

Статутом Міжнародного валютного фонду передбачено, що в сучасних умовах валютний режим може включати:

- підтримку державою-членом вартості своєї валюти у спеціальних правах запозичення (СПЗ) або, за вибором держави-члена, в іншому еталоні вартості, крім золота;
- спільні заходи регулювання, за допомогою яких держави-члени підтримують вартість своїх валют відносно вартості однієї валюти або валют інших держав-членів;
- інші валютні режими за вибором держави-члена. (Стаття IV, Розділ 2(в)).

За класифікацією МВФ, нині у світі практикують п'ять основних типів валютних режимів:

- курс, фіксований щодо однієї валюти;

- курс, фіксований щодо кошика валют;
- з обмеженою гнучкістю;
- з керованою гнучкістю;
- незалежно плаваючий курс.

За станом на кінець вересня 1998 року 47 держав мали валютний курс, фіксований відносно однієї валюти, 4 – відносно СПЗ, 13 – відносно інших кошиків валют. Решта країн користується гнучкими валютними курсами: 4 з них – курсами, які мають гнучкість, обмежену однією валютою; тринадцять країн практикують спільний валютний режим.

Найбільшу групу становлять держави із гнучкішими режимами: у 56 країн – керовані плаваючі курси, у 45 — незалежно плаваючі курси.

За умов фіксованого курсу центральний банк підтримує валютний курс у визначених межах. Зміни приватного попиту та пропозиції іноземної валюти впливають на обсяг міжнародних резервів країни, а відповідно й на грошову базу (корекція платіжного балансу здійснюється шляхом змін у рівні міжнародних резервів). Існує певна кількість переваг та недоліків фіксованих валютних курсів (табл.9).

Режимом вільно плаваючого валютного курсу також передбачається встановлення валютних курсів на підставі приватного попиту та пропозиції на іноземну валюту. При цьому змінюється валютний курс, але не рівень міжнародних резервів країни, що сприяє автоматичному відновленню платіжного балансу (табл.10).

За сучасних умов режими фіксованого та вільно плаваючого курсів у чистому вигляді практично не застосовуються, діють їх модифікації: фіксований, але регульований валютний курс та курс керованого плавання.

Режим керованого плавання означає, що уряд виходить на ринки іноземної валюти, щоб вплинути на валютний курс, але не зобов'язується підтримувати його фіксованим. Залежно від характеру втручання центрального банку при змінах приватного попиту та пропозиції іноземної валюти можуть змінюватися валютні курси та (або) міжнародні резерви.

Переваги та недоліки фіксованих валютних курсів [75, с.9].

Аргументи “за”	Аргументи “проти”
1. Фіксований курс, якщо він стабільний, забезпечує компаніям надійну основу для планування та ціноутворення, допомагаючи, тим самим, розвитку інвестиційної діяльності та міжнародної торгівлі	1. Якщо фіксованому курсу в будь-якій мірі не довіряють, то він може піддатися спекулятивним атакам. Це може мати негативні наслідки для монетарної стабільності в економіці або для іноземних резервів. В кінцевому результаті спекуляції можуть зумовити відмову від фіксованого курсу
2. Фіксований валютний курс обмежує внутрішню грошово-кредитну політику: якщо її цілі значно відрізняються від цілей тієї країни, до валюти якої “прив’язана” національна валюта, може виникнути небажаний притік або відтік капіталу, що вимагає втручання Центрального банку. Притік коштів може посилити інфляцію; відтік коштів може відчутно зменшити іноземні резерви країни. Даний стримуючий фактор у сфері грошово-кредитної політики часто розглядається як дисциплінуючий захід проти прийняття економічної політики, яка суттєво відрізняється від політики країни, до валюти якої прив’язана національна валюта	2. Не існує надійного способу, щоб визначити, чи є вибраний курс оптимальним та стабільним. Ні уряд, ні Центральний банк не можуть з впевненістю сказати, що вони краще за ринок знають, в якій точці знаходиться курс рівноваги
3. Фіксований курс буде бажаний, якщо правильно визначити курс рівноваги та підтримувати його на певному рівні	3. Хоча фіксований валютний курс може бути важливим для монетарних цілей, він не буде відповідати реальному курсу, який в деяких випадках може розглядатися як індикатор або ціль
4. Режим фіксованого курсу, який дисциплінує грошово-кредитну політику, може застосовуватись у випадках, коли фінансові інструменти та фінансові ринки недостатньо розвинуті для проведення ринкової грошово-кредитної політики	4. Фіксований курс вимагає, щоб Центральний банк був готовий до проведення інтервенцій на валютному ринку з метою його підтримки. Після цього необхідно прийняти рішення про те, що робити з внутрішніми наслідками інтервенцій (наприклад, чи потрібно робити “стерилізацію”)
	5. Центральному банку потрібно мати достатню кількість резервів
	6.Орієнтація на грошово-кредитну політику іншої країни не завжди буває вигідною

При плаваючих режимах під впливом таких факторів, як стан ВВП, обсяг зовнішньої заборгованості, динаміка внутрішньої та зовнішньої

Переваги та недоліки плаваючих валютних курсів [75, с.10].

Аргументи “за”	Аргументи “проти”
1. Курс визначається, в основному, ринковими силами. Головний принцип ринкової економіки полягає в тому, що ринки успішно та ефективно розподіляють ресурси	1. Ринки рідко працюють з ідеальною ефективністю, тому існує ризик виникнення такої ситуації, коли обмінний курс буде знаходитися, можливо протягом тривалого часу, на необумовленому економічними прогнозами рівні
2. Якщо ринки працюють ефективно і курс вільно плаває, то в спекулянтів не буде можливості отримувати прибуток за рахунок Центрального банку	2. Майбутня траєкторія обмінного курсу буде невизначеною, що може створити труднощі для компаній у сфері планування та ціноутворення. В деяких випадках можна застрахувати-ся від такої невизначеності, використовуючи вторинні ринки (наприклад, форвардні, ф'ючерсні або опціонні угоди), але такі дії будуть супроводжуватися додатковими витратами
3. Попит та пропозиція національної валюти по відношенню до іноземної (і навпаки) буде балансуватися ринком. У Центрального банку не має необхідності здійснювати інтервенції (за винятком випадків, пов'язаних з виконанням доручень від імені його власних клієнтів). Тому зовнішні потоки не будуть впливати на внутрішні монетарні агреговані показники, та буде проводитися незалежна грошово-кредитна політика, яка не буде постійно орієнтуватися на грошово-кредитну політику інших країн	3. Свобода проведення незалежної внутрішньої грошово-кредитної політики може бути порушена. Наприклад, уряд, не маючи засобів протидіяти падінню валютного курсу, може проводити інфляційну бюджетну та грошово-кредитну політику

пропозиції грошей тощо відбувається безперервний рух обмінного курсу; фіксованим режимам притаманні перервність (дискретність) та більша амплітуда змін курсу. Тому при застосуванні фіксованих обмінних курсів сумарний дисбаланс, обумовлений відхиленням офіційно встановлених паритетів від реальних валютних курсів, може призвести як наслідок до суттєвого зростання інфляції. До цього спричиняються недостатня динаміка товарного ринку та ринку праці, залежність від імпорту, а найбільше те, що значне зростання курсу суб'єкти ринку розцінюють як результат

неефективності економічної політики уряду. Брак довіри до економічної політики завжди супроводжується підвищенням темпів інфляції [93, с.11].

Яким у нинішніх економічних умовах має бути курсовий режим в Україні? Які заходи повинні передувати його зміні?

Спробуємо проаналізувати різноманітні думки фахівців з цього питання і зробити деякі висновки та пропозиції щодо оптимального режиму курсоутворення у даний час та на найближчу перспективу.

Однією з альтернатив курсової політики 1999-2000 рр., яка обговорювалася відповідальними особами, фахівцями та пресою, було запровадження режиму вільно плаваючого курсу зі скасуванням існуючих обмежень на валютному ринку при мінімальному впливі НБУ на збалансування попиту і пропозиції валюти, навіть за наявності суттєвого дисбалансу між ними. Така точка зору висловлюється, зокрема, у працях Домбровськи М., Маркевича М., Ковальова П. та інших, де в цілому досить ґрунтовно висвітлюється проблема курсової політики та її можливі наслідки для економіки.

Але застосування режиму плаваючого курсу в Україні, по-перше, потребує скасування регулятивних заходів, які були запроваджені Урядом та НБУ. Однак нинішній стан платіжного балансу не дає змоги відмовитися від застосування адміністративних важелів підтримки валютного курсу в Україні.

По-друге, фінансові ринки в Україні є недостатньо розвинутими для того, щоб Національний банк міг ефективно застосовувати непрямі інструменти регулювання валютного курсу: облікову ставку та операції на відкритих ринках із метою впливу на рівень відсоткових ставок і потенційний рівень прибутковості. Це робить проблематичним перехід до гнучкішого валютного курсу.

По-третє, існує загроза політичного тиску щодо емісії грошей у разі відміни зобов'язань уряду України підтримувати валютний курс у визначених межах, що може призвести до нестабільності плаваючого валютного курсу.

Крім того, за відсутності термінового валютного ринку в Україні страхування валютного ризику зовнішньоторговельних угод можна забезпечити лише з допомогою прив'язки курсу гривні до вільно конвертованої валюти.

Саме відсутність зазначених передумов звела нанівець спробу Росії відмовитися 2 вересня 1998 р. від практики підтримки курсу рубля щодо долара США у межах майже вдвічі розширеного валютного коридору. Центральний банк Росії змушений був повернутися до моделі жорстко керованого валютного курсу і заявити, що до кінця 1998 р. утримуватиме курс на рівні, не вищому 20 рублів за долар. Ці зобов'язання за умов обмежених валютних резервів в Росії (як, власне, і в Україні) підтримуються системою адміністративної регламентації торгів іноземною валютою.

Більше того, з введенням у Російській Федерації 6 жовтня 1998 р. спеціальної сесії для потреб зовнішньої торгівлі було закладено основу для множинності курсів. За тиждень різниця між спеціальним і ринковим курсами становила 2,5%, що не могло не позначитися на всій системі курсоутворення. Починаючи з 8 жовтня 1998 р. всі три основні індикатори стану курсу (а саме курс у СЕЛТ (система електронних лотових торгів), міжбанківський курс "today/tomorrow" і середньозважений готівковий обмінний курс) перестали кореспондувати між собою [93, сс.12-13].

Зазначимо також, що пропозиції щодо введення вільно плаваючого валютного курсу в Україні з одночасним скасуванням обмежень, по-перше, часто не містять оцінки можливої динаміки обмінного курсу, по-друге, не враховують, що такий режим доцільно застосовувати за умов стабільних надходжень валюти у державу, позитивного сальдо торговельного балансу, відносно незначних обсягів платежів із обслуговування зовнішнього державного боргу тощо. Тобто при збалансованих сукупному попиті і пропозиції іноземної валюти, а також за достатніх резервів центрального банку, які можна використати для підтримання стабільності курсу в екстремальних обставинах тимчасового дисбалансу попиту і пропозиції.

Усього цього в Україні поки що немає. Тому, на нашу думку, при запровадженні плаваючого курсу в нинішніх умовах його динаміку визначатимуть ажіотажний попит та спекулятивно-арбітражні операції банків задля отримання надприбутків, прагнення населення позбутися гривні і будь-що придбати долар. Попит і пропозиція можливо й збалансуються, але це будуть не реальні попит і пропозиція, пов'язані із зовнішньоекономічною діяльністю, а спекулятивні попит і пропозиція, зумовлені значними девальваційними очікуваннями. Відтак гривня зазнаватиме шаленого тиску, а Національний банк, не володіючи достатніми резервами, зможе протиставити цьому хіба що чергове підвищення відсоткових ставок та зменшення ліквідності і грошової маси, що означатиме, перш за все, – поставити хрест на кредитуванні економіки, інакше кажучи, позбавити підприємства кредитів.

Зростання курсу гривні уже на першому етапі такої "лібералізації" можна зіставити з серпневим обвалом російського рубля у 1998 р., який стався, незважаючи на зниження ліквідності комерційних банків до 28% порівняно з початком року. Зазначимо, що серпневий злет ажіотажного, причому платоспроможного, попиту на іноземну валюту в Україні також відбувся при найнижчому впродовж року показнику ліквідності банків – менше 60% від рівня на початку року. Наведені факти свідчать, що на хвилі ажіотажного попиту зниження ліквідності, підвищення облікової ставки та резервних вимог не спрацьовують, оскільки валютні операції у подібних ситуаціях дають банкам спекулятивні надприбутки. Саме таким операціям і протидіють існуючі валютні обмеження.

Наслідки обвальної девальвації гривні, до чого може призвести перехід на вільно плаваючий курс у нинішніх умовах передбачити неважко. Це – розкручування інфляції, катастрофічне падіння виробництва, подальше знедолення народу, параліч бюджету (або його емісійна підтримка, яка призводить до гіперінфляції) та неспроможність влади впливати на ситуацію економічними засобами.

Аналіз свідчить, що без додаткових обґрунтувань, необхідних розрахунків та оцінок погоджуватися з пропозицією щодо термінового введення режиму вільно плаваючого курсу зі скасуванням існуючих обмежень на валютному ринку було б передчасно [88, сс.14-15].

Досить велика кількість фахівців додержуються думки про збереження існуючого режиму курсоутворення, мова йдеться про політику "валютного коридору".

Але вибір валютного коридору як методу валютного регулювання викликає певний сумнів. Світова практика знає й інші методи "керованого плавання" валют, такі як "валютний тунель" та "повзуча прив'язка" (crawling peg).

"Тунель" передбачає вільне коливання ринкового валютного курсу навколо спеціально визначеного так званого "центрального" значення у досить вузьких межах (від 0,5 до 6%), у яких він утримується за рахунок валютних інтервенцій. Як правило, це колективний захід: інтервенції здійснюються центральними банками усіх країн-членів угоди. Час від часу параметри "тунелю" коригуються. Типовий приклад застосування цього методу валютного регулювання демонструє Європейський валютний союз.

При "повзучій прив'язці" валютний курс змінюється згідно із задалегідь заданими значеннями, визначеними відповідно до очікуваних темпів інфляції, тобто маємо запрограмовану девальвацію. Цим методом користуються країни, які не в змозі зупинити інфляцію і в яких саме падіння паритету купівельної спроможності національної валюти є головним чинником її девальвації.

"Валютний коридор" запозичив у "валютного тунелю" принцип не визначеного чітко відхилення від початкового курсу. Однак зрозуміло (і це підтвердила практика), що йдеться, власне, не про коливання навколо певного значення, а лише про зростання курсу. До того ж розмір коридору становить не частки або одиниці відсотків, а їх десятки. Таким чином, на відміну від варіанта "тунелю", суб'єкти ринку не мають гарантій навіть

відносної стабільності. При цьому, на відміну від методу "повзучої прив'язки", абсолютно невідомо, коли курс сягне верхньої межі: наприкінці проголошеного періоду, в його середині чи вже наступного дня. Невизначеними залишаються і принципи інтервенцій центрального банку. Не викликає сумніву, що стабілізація курсу національної валюти створює сприятливі умови для діяльності уряду на шляху реформування економіки. Однак в Україні період стабільності не використали належним чином, і це знецінило докладені зусилля. Жертва штучного заниження курсу виявилася даремною: вона лише посилила девальваційні очікування.

Враховуючи вищевикладене, в 1999-2000 рр. забезпечити курсову, а відтак і загальну фінансову та економічну стабільність можна лише за умов збереження основних елементів діючого механізму функціонування валютного ринку, який дає змогу відсікти арбітражно-спекулятивний попит та певною мірою збалансувати сукупний попит і пропозицію в межах реальної зовнішньоекономічної діяльності.

Однак, зберігаючи основні елементи механізму обмежень, слід врахувати ряд умов. Одна з головних – детальне вивчення наслідків, до яких можуть призвести існуючі обмеження. Важливо чітко визначити тимчасовий характер терміну дії обмежень, постійно їх аналізувати, вдосконалювати та коригувати діючі механізми відповідно до зміни умов збалансованості попиту і пропозиції на валютному ринку аж до повного скасування всіх обмежень у перспективі. Однак вибір стратегії поступового послаблення обмежень – тема досить складна, оскільки потребує вивчення багатьох деталей та особливостей процесів валютного ринку, через що варта окремого детального розгляду.

Конкретні механізми визначення орієнтирів змін курсу в умовах поступової модернізації діючих механізмів валютного регулювання можуть бути різними – збереження коридору при розширенні його меж, встановлення похилого коридору, прив'язка до інфляції з визначенням граничних меж відхилення курсу, щомісячне чи щоквартальне встановлення

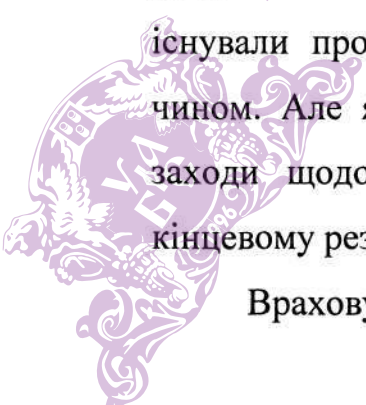
меж зміни курсу при переході на плаваючий курс тощо. При цьому, маючи механізм впливу на курсоутворення, важливо визначити найбільш прийнятну траєкторію зміни курсу.

З огляду на труднощі, пов'язані зі збалансуванням попиту і пропозиції на валютному ринку, бажано дотримуватися стратегії поступової девальвації. Вона, по-перше, впливає на зменшення імпорту і стимулює експорт (які є одними з головних факторів курсоутворення), по-друге, забезпечує нормальне співвідношення між динамікою курсу та інфляцією в довготерміновій перспективі, запобігає надмірним реальній девальвації чи ревальвації курсу.

Якщо будуть збережені основні елементи діючих обмежень та визначена модель встановлення орієнтирів зміни курсу, економіка отримає такий важливий фактор, як передбачуваність, курсова стабільність, що працюватиме на фінансову і загальноекономічну стабільність та економічне зростання. Ставити ж за мету досягнення економічної стабільності та зростання в умовах курсової нестабільності, в яких може опинитись Україна, терміново відмінити нинішні правила функціонування валютного ринку, – річ безнадійна.

Таким чином, перспективи розвитку валютно-курсової політики в Україні, очевидно, полягають у забезпеченні стабільності обмінного курсу за умови поступового вдосконалення нинішньої системи валютного регулювання, а в перспективі – скасування діючих обмежень на валютному ринку. Курсова стабільність є важливим фактором монетарної, фінансової, загальноекономічної стабільності та створює необхідні умови для реалізації урядом політики економічних реформ та економічного зростання, які існували протягом 1996-1997 рр., проте не були використані належним чином. Але якщо проведення реформ буде знов відкладено, то здійснені заходи щодо втримання стабільності виявляться марними і можуть у кінцевому результаті навіть погіршити ситуацію.

Враховуючи все вищесказане, можна зробити деякі висновки.



По-перше, нині важливо зберегти існуючий режим курсоутворення в Україні, але його слід дещо модернізувати, максимально поєднавши переваги фіксованого та плаваючого курсів шляхом реальної “повзучої прив’язки” до долара США з урахуванням темпів інфляції.

По-друге, валютний курс, що застосовується з вересня 1997 року і який можна визначити як певною мірою фіксований, але регульований у межах коридору, позитивно вплинув на динаміку індексу цін, слугуючи номінальним якорем та механізмом стримування друкарського верстата. Однак зі зміною внутрішніх та зовнішніх факторів такий режим у подальшому гальмуватиме процес відновлення рівноваги на фінансових ринках та створення умов для економічного зростання, призводячи до збільшення платіжного дисбалансу та державного боргу.

Слід зауважити, що запровадження нового механізму торгівлі на УМВБ, який дає змогу задовольняти попит у межах наявної пропозиції, не застосовуючи інтервенцій Національного банку, та введення жорсткішого контролю за рухом капіталу поряд із посиленням бюджетної дисципліни та впорядкуванням ринку ОВДП спонукали б НБУ до зниження ставки рефінансування. При цьому вдалося б уникнути значних ризиків тиску на валютний ринок та активізувати кредитну функцію банків.

Із другого боку, відомо, що монетарна політика за умов низької довіри та слабкої активності споживачів та інвесторів є малоефективною. Тож якщо не створити передумови для лібералізації режиму обміну валют та переходу до гнучкішої організації системи курсових відносин, діючий нині порядок курсоутворення у подальшому може призвести до низки небажаних наслідків:

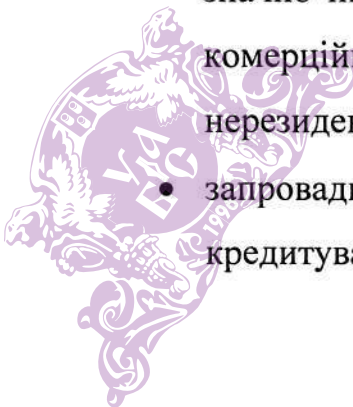
- офіційно встановлений обмінний курс перестане кореспондувати з його реальним значенням. Це призведе до подальшого накопичення диспропорцій в економіці та позбавить монетарну політику адекватного показника стану грошово-кредитної сфери. Оскільки на валютному ринку України введено нові правила торгівлі іноземною валютою, обмінний курс

перестав достатньою мірою сигналізувати про обсяги надлишкових грошей в обігу. Це може стати живильним середовищем для наростання політичного тиску щодо емісійного фінансування бюджетного дефіциту. НБУ вже нині – у зв'язку з платіжною кризою – є найбільшим учасником первинних аукціонів із продажу цінних паперів уряду і тримає близько 70% несплачених ОВДП;

- виникнуть проблеми стосовно нераціонального використання валютних ресурсів та недофінансування пріоритетних галузей економіки;
- ускладняться розрахунки рівноважного валютного курсу;
- для підтримання існуючого механізму доведеться запровадити додаткові обмеження, які у свою чергу призведуть до звуження валютного ринку та поставлять під загрозу виконання взятих на себе Україною зобов'язань щодо статті VIII Статуту МВФ.

Для того, щоб міжбанківський валютний ринок зміг ефективно функціонувати, а Національний банк – запровадити гнучкіший режим курсоутворення, слід насамперед здійснити такі заходи:

- зменшити рівень державного споживання;
- прискорити процес реструктуризації економіки;
- активізувати створення фінансово-промислових груп за участю банківського капіталу;
- стимулювати внутрішній ринок капіталу (зокрема ринок корпоративних цінних паперів);
- удосконалити регулювання ринку облігацій внутрішньої державної позики, зокрема шляхом обмеження прибутковості облігацій (на рівні, значно нижчому середньої ставки відсотка за кредитами, які надаються комерційними банками суб'єктам господарювання) та доступу до них нерезидентів;
- запровадити ефективні механізми цільового довгострокового кредитування пріоритетних галузей економіки;



- встановити жорсткий контроль за утворенням державного боргу та його управлінням (закон України про державний борг досі не прийнято);
- запровадити торговельний режим, адекватний новим економічним умовам;
- звільнити прямі іноземні інвестиції від оподаткування;
- створити умови для становлення та регулювання термінового ринку тощо;

У найближчій перспективі для переходу до гнучкішого режиму валютного курсу, який би дав змогу урівноважити платіжний баланс та реалізувати активнішу грошово-кредитну політику, необхідно передусім врегулювати бюджетну кризу та пов'язані з нею фактори тиску на обмінний курс [93, с.13].

3.3. Вдосконалення валютного регулювання і контролю.

За сучасних умов і плаваючі, і фіксовані курси, щоб ефективно функціонувати, потребують регулювання з боку держави. Це підтверджує практика економічно розвинутих країн (де, як правило, застосовуються плаваючі курси): втручання центральних банків у доларовий ринок в останні десятиріччя значно посилилося порівняно з періодом існування Бреттон-Вудської системи. Фактично йдеться про координоване втручання групи центральних банків з метою проведення єдиної курсової політики. Прикладом тому може бути домовленість у вересні 1985 р. керівних грошово-кредитних установ країн так званої Великої п'ятірки: Франції, Німеччини, Великобританії, Японії та США (нині це ж стосується Великої сімки) – про спільні дії, спрямовані на стимулювання тенденцій до зниження вартості долара. Така узгоджена курсова політика проводилась і в подальшому.

Відтак довгострокове підвищення попиту на міжнародні резерви, яке спостерігалось після припинення дії Бреттон-Вудської системи, можна пояснити як подальшим застосуванням фіксованих валютних режимів, так і

втручанням центральних банків країн із розвинутою ринковою економікою за умов керованого плавання курсу.

Зазначимо, що існує суттєва різниця між можливостями впливу на грошово-кредитну політику за фіксованих валютних курсів і використанням короткострокових грошово-кредитних коливань із метою стабілізації (але не фіксації) обмінного курсу при плаваючому режимі. У першому випадку політика позбавлена найменшої самостійності і цілковито підпорядкована завданню утримувати заявлений обмінний курс – навіть тоді, коли змінилися фактори, що його визначають. При цьому за умов нестабільного попиту на гроші валютний курс використовується як показник, орієнтир грошово-кредитної політики.

Останнім часом зростає кількість країн, які у своїй грошово-кредитній політиці надають перевагу такому орієнтиру, як показник рівня інфляції в абсолютному вираженні. Слід зауважити, що внаслідок швидкої трансформації фінансової сфери при здійсненні монетарної політики стало важко оперувати середньостроковими показниками темпів зростання грошової маси та зміни валютних курсів, особливо у 1980-1990-х рр. – із бурхливим розвитком фінансових ринків та появою різноманітних похідних фінансових інструментів (деривативів), підвищенням мобільності капіталів, яке спричинило значні диспропорції між номінальною і реальною вартістю грошей та зміни швидкості їх обігу. За даними МВФ, частка країн-членів цієї організації, де застосовувався режим фіксованих валютних курсів, знизилася із 70% у 1989 р. до 45% у 1995 р.

За цих обставин зросла роль ціни на фінансові активи – відсоткових ставок. Вони є одночасно і проміжним орієнтиром, і показником ефективності грошово-кредитної політики: операції центрального банку на відкритому ринку поряд зі встановленням облікової ставки стали основним інструментом регулювання плаваючих валютних курсів у розвинутих ринкових економіках.

У країнах, що розвиваються, внаслідок зрушень у структурній політиці відбуваються аналогічні процеси поширення ринкових непрямих (на відміну від прямих – таких, як валютні інтервенції, норми резервування, система депозитів центрального банку, валютні обмеження, торговельний режим тощо) інструментів впливу на попит і пропозицію іноземної валюти. Додаткову інформацію дають криві дохідності або форвардні процентні ставки. Однак вона буде надійною лише при значній глибині фінансових ринків. Якщо її бракує, реальні процентні ставки неможливо оцінити, і обмінний курс є головним показником, метою грошово-кредитної політики.

Отже, курсовий режим як такий не впливає на фактори, що визначають динаміку курсу: визначальними чинниками є ефективність та адекватність економічної і валютної політики. Проте чим гнучкіший курс, тим успішніше амортизує він потрясіння, обумовлені накопиченими в економіці дисбалансами.

Як вже було зазначено, основними факторами негативного впливу на динаміку валютного курсу в Україні є:

- падіння ВВП;
- дефіцит торговельного балансу;
- значні обсяги бюджетного дефіциту та проблеми, пов'язані з ефективністю бюджетних витрат;
- зростання заборгованості уряду, зокрема зовнішньої;
- криза ринку ОВДП;
- світова фінансова криза;
- відсутність структурної перебудови економіки (один із чинників браку реальних інвестицій);
- відтік капіталу за кордон тощо [93, сс.11-12].

Падіння ВВП України із часу проголошення незалежності становить близько 40%.

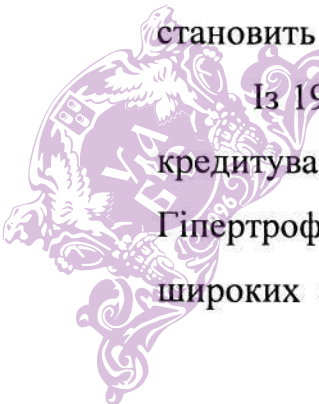
Дефіцит торговельного балансу, який у 1993-1997 рр. зріс до 1,5 млрд. доларів США, за три квартали 1998 року становив 1,1 млрд. доларів. Торгівля

з країнами СНД скоротилася, а з рештою країн світу – зросла. Майже половину загального імпорту становлять енергоносії. З України ж вивозяться метали (близько 45% експорту), товари машинобудування (17%), продукція хімічної промисловості (12%). Девальвація гривні на 80% за 1998 рік та впровадження антикризових заходів щодо регулювання валютного ринку дещо сприяли зменшенню обсягів імпорту та відповідно дефіциту торговельного балансу у третьому кварталі до 0,3 млрд. доларів США. Проте без відповідних змін фіскальної і торговельної політики цього вочевидь замало для поліпшення стану торговельного балансу [92].

У Державному бюджеті на 1999 р. передбачено суму дефіциту на рівні 1% від ВВП і переважно зовнішні джерела його покриття. Однак державні видатки (враховуючи пенсійний фонд) становлять близько 45% від ВВП, що створює значний фіскальний тиск. З іншого боку, зважаючи на те, що близько 45% продукції обмінюється за бартером, а кожне друге підприємство є збитковим, зростання бюджетних надходжень в обсягах, передбачених на 1999 рік, навряд чи можна вважати можливим.

Загальний обсяг державного боргу вже перевищив 50% від ВВП. За деякими оцінками, він значно більший, оскільки внутрішній борг однозначно обчислити важко. Зовнішній борг на 01.10.1998 р. становить 11,7 млрд. доларів; 94% від цієї суми – урядові позики. Зважаючи на вартість запозичень уряду (лише протягом 1997-1998 рр. номінальні ставки за ОВДП дорівнювали 40-80%, а максимальна прибутковість у іноземній валюті за облігаціями зовнішніх позик сягала 20% річних), їх спрямування (переважно на споживання) та загальний спад економіки, така ситуація з державним боргом є критичною. У 1999 р. вартість обслуговування зовнішнього боргу становить 2,5 млрд. доларів або близько 8% від ВВП.

Із 1995 р. фінансування бюджетного дефіциту переведено з емісійного кредитування НБУ на залучення коштів на ринку державних облігацій. Гіпертрофований розвиток ринку ОВДП (рівень монополізації урядом широких грошей сягав близько трьох чвертей від їх загального обсягу)



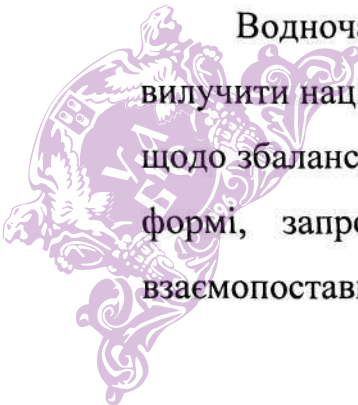
спричинив деградацію фінансових ринків в Україні, зумовив надвисокі відсоткові ставки та призвів до вилучення грошей із реального сектора економіки.

Внаслідок зросли обсяги використання грошових сурогатів в економіці: рівень бартеризації становив 45%, неплатежі перевищили обсяг ВВП тощо. Залишаються низькими грошовий мультиплікатор та рівень монетизації.

Щоб протидіяти впливу зазначених вище, а також інших факторів, довелося вдатися до адміністративних заходів контролю за банківською ліквідністю. Серпнева криза в Росії прискорила їх запровадження. Час переконав у доцільності цього кроку незважаючи на проведення жорсткішої монетарної політики (зокрема, кредитні аукціони та операції РЕПО були тимчасово призупинені), залишки коштів на коррахунках комерційних банків зросли за період від початку кризи до кінця 1998 р. більш як удвічі з 0,6 млрд. грн. до 1,3 млрд. грн.

З огляду на фінансову кризу деякі важливі торговельні партнери України, зокрема Російська Федерація та Молдова, перейшли до гнучкіших режимів курсоутворення. Якщо обмінний курс в одній або обох країнах партнерах є фіксованим, а рівні інфляції – різні, то в довгостроковій перспективі це призводить до зміни конкурентоспроможності. 34% торгівлі України припадає на Росію. Майже 30% експорту України в Росію і 40% імпорту з Росії в Україну в першому півріччі 1998 р. було здійснено за російські рублі. За умови існування гнучкого курсового режиму в Росії та фіксованого регульованого в Україні може виникнути значний диспаритет валют. Це означатиме експорт російської інфляції в Україну.

Водночас за дефіциту вільно конвертованої валюти не можна цілковито вилучити національні валюти країн СНД із міжнародних розрахунків. Заходи щодо збалансування торгівлі з ними за рахунок погашення боргів у товарній формі, запровадження системи двосторонніх міжурядових угод про взаємопоставки товарів на еквівалентній основі мають обмежений характер.



Тому, щоб запобігти імпорту інфляції в Україну, суб'єктам господарювання у зовнішньоекономічних контрактах у зазначених валютах слід робити валютні (курсові) застереження.

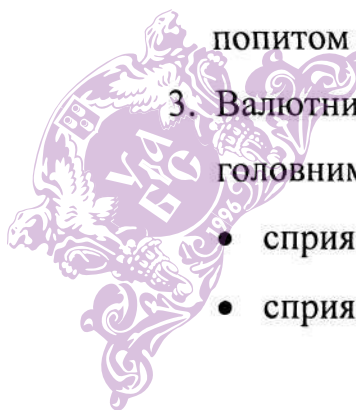
State Higher Educational Institution
"UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING"
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE

Державний вищий навчальний заклад
"УКРАЇНЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ"



ВИСНОВКИ

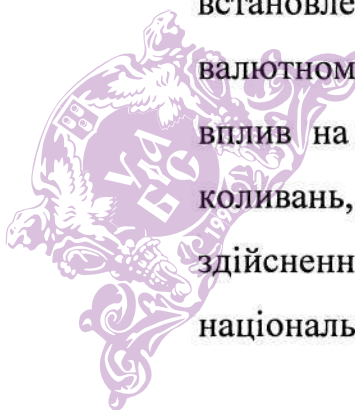
1. Основою валютної політики країни є вибір режиму валютних курсів, який відповідає економічному стану держави та її зовнішньо-економічним відносинам. Поява обмінних курсів національних валют пов'язана, в першу чергу, з розвитком міжнародної торгівлі, яка вже давно стала невід'ємною частиною економічної діяльності країн світового співтовариства. Водночас валютні курси впливають не тільки на міжнародну торгівлю, але і на національну економіку країни. Це відбувається тому, що стан національної валюти тісно пов'язаний зі станом усіх секторів економіки, зміни в яких, особливо в кризових ситуаціях, знаходять свій відбиток у коливаннях обмінних курсів національних валют.
2. Валютний курс як ціна грошової одиниці даної держави, який виражається у грошовій одиниці іншої держави, залежить від багатьох курсоутворюючих факторів, що виявляють себе через попит і пропозицію даної валюти на ринку. Він має безпосереднє практичне значення для тих, хто займається торгівлею, інвестиціями, іншими фінансовими операціями і відіграє важливу роль у грошово-кредитній політиці держави. Валютний курс є досить динамічним показником: на нього впливають стан платіжного балансу країни, рівень інфляції, співвідношення попиту і пропозиції валюти, конкурентноздатність товарів даної країни на світовому ринку, політичні та військові чинники, а також цілий ряд інших опосередкованих, непрямих чинників, що мають тимчасовий або постійний вплив на динаміку курсу валюти. Обмінний курс визначається попитом на відповідну валюту та її пропозицією на валютному ринку.
3. Валютний курс на фінансово-грошовому ринку виконує певні функції, головними серед яких є:
 - сприяння інтернаціоналізації грошових відносин;
 - сприяння об'єднанню та стабільному розвитку фінансових ринків;



- зіставлення рівнів та структури цін, а також результатів виробничої діяльності в окремих країнах;
 - зіставлення національної та інтернаціональної вартості на національних та світових ринках;
 - перерозподіл національного продукту між окремими країнами;
 - інтернаціоналізація господарських зв'язків тощо.
4. В межах умов діючої валютної системи конвертованою вважається та валюта, країна походження якої взяла на себе зобов'язання, передбачені п.п.2,3,4 ст. VIII Угоди про Міжнародний валютний фонд. Це означає, що відповідні органи цих країн:
- мають право запроваджувати заходи контролю щодо руху капіталу;
 - не повинні обмежувати можливості використання своєї валюти або валюти інших членів Фонду для поточних платежів;
 - зобов'язані викуповувати в інших членів Фонду (їхніх офіційних органів) залишки коштів у своїй валюті, якщо вони утворилися в результаті платежів за поточними операціями і проводити конвертування, необхідне для здійснення цих операцій.

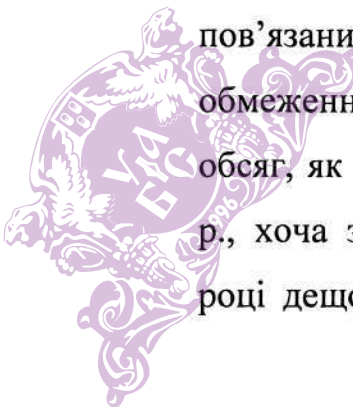
Офіційно про приєднання України до ст. VIII Статуту МВФ Рада директорів Фонду оголосила 8 травня 1997 року. Таким чином, з цього часу відбулося міжнародне визнання гривні валютою з поточною конвертованістю.

5. Проведення грошово-кредитної політики держави покладається на центральний банк країни. У завдання, які на нього покладено, крім усього іншого, входить контроль за вартістю національної валюти у вигляді встановлення офіційних курсів, або у вигляді проведення інтервенцій на валютному ринку. Метою проведення валютних інтервенцій може бути: вплив на обмінний курс національної валюти, згладжування сезонних коливань, поліпшення стану платіжного балансу країни. Для успішного здійснення інтервенцій необхідно визначити реальну вартість національної валюти, значення курсу, необхідне для успішної реалізації



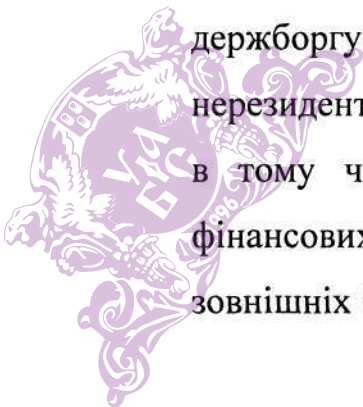
обраної грошово-кредитної політики, а також розмір і ступінь тиску, що необхідно зробити на ринок для досягнення цих цілей.

6. Основою визначення та порівняння валютних курсів є співвідношення купівельної спроможності окремих іноземних валют. Купівельна спроможність валюти визначається вартістю певного набору товарів та послуг, які можна придбати за відповідну грошову одиницю у порівнянні з базовим періодом. Співвідношення купівельної спроможності окремих валют стосовно певної групи товарів та послуг у двох країнах визначає паритет купівельної спроможності – *PPP* (purchasing power parity).
7. Рівень девальвації, що відбулася в Україні та ряді інших країн СНД у 1998 р., може бути порівняний із рівнем девальвації валют ряду азіатських країн у 1997 р., яка відбулася на хвилі дестабілізації цього сектора світових фінансових ринків. Враховуючи, що після такої девальвації ці азіатські країни поступово відновлюють свій економічний потенціал, а також з огляду на утримання загальної стабільності в Україні наприкінці 1998 р. і в першій половині 1999 р. та певне зменшення дефіциту торговельного балансу, здійснену девальвацію, яка відбулася в Україні минулого року, можна вважати достатньою. Однак подальше її підвищення є небезпечним. Сумний досвід Індонезії та Росії свідчить, що перевищення досягнутого Україною рівня девальвації може створити небезпеку не лише для економічної, а й для політичної стабільності держави та для її цілісності.
8. Необхідно також зазначити, що стан валютного ринку в 1998 році зазнав суттєвих змін, особливо з уведенням після 17 серпня низки обмежень, які були спрямовані насамперед проти спекулятивних валютних операцій, пов'язаних із ажіотажним попитом на іноземну валюту. Зазначені обмеження суттєво не вплинули на експорт та імпорт товарів і послуг – їх обсяг, як і в попередні роки, рівномірно розподілився по кварталах 1998 р., хоча загальний обсяг зовнішньоекономічної діяльності в минулому році дещо зменшився порівняно з попередніми роками. У цілому ж за



1998 р. відбулося зниження дефіциту торговельного балансу, чому сприяли вищі темпи зниження імпорту порівняно з темпами скорочення експорту.

9. Основні пропорції валютного ринку протягом 1998 р. значно змінилися. Якщо в першому кварталі 1998 р. частки окремих секторів розподілялися так: УМВБ – 11%, міжбанківський валютний ринок – 61%, операції на міжнародних ринках – 9%, готівковий валютний ринок – 19%, то наприкінці грудня вони дорівнювали, відповідно, 65%, 8%, 0,6%, 26,4%. Але, незважаючи на суттєві зміни основних пропорцій валютного ринку та показників його функціонування, введення обмежень не завадило виконанню основної функції – сприяння зовнішньоекономічній діяльності. Крім того, в нових умовах комерційні банки змогли дещо збільшити, а головне – значно оздоровити зовнішні активи. Це дало їм змогу розширити власні можливості та впевненіше виконувати функції валютних агентів своїх клієнтів.
10. Щоб оцінити перспективи розвитку валютно-курсової політики, необхідно більш точно класифікувати характер незбалансованості між сукупними попитом і пропозицією на валютному ринку країни. Вважаємо за доцільне констатувати той факт, що дисбаланс між попитом і пропозицією на валютному ринку в умовах, які склалися в Україні, виражався в незбалансованості попиту і пропозиції на УМВБ. Цей дисбаланс покривався за рахунок інтервенцій Національного банку – з його міжнародних валютних резервів. Як свідчить аналіз витрат із міжнародних резервів НБУ в 1998 р. 88% із них припадає на обслуговування зовнішніх платежів уряду, в тому числі 45% – на обслуговування зовнішнього держборгу та 43% – на виплати основних сум і процентів за ОВДП нерезидентам; 5% – на фінансування платіжного балансу, решта – на інше, в тому числі на виплати з обслуговування кредитів міжнародних фінансових організацій. Отже, державні витрати на обслуговування зовнішніх боргів становлять нині головну проблему. В перспективі її яко-



юсь мірою послаблене проведена реструктуризація боргів перед нерезидентами за ОВДП. Основні ж суми зовнішнього державного боргу залишаються значними, хоча й дещо меншими, ніж у 1998 р.

11. Необхідно зазначити, що Україні, на відміну від Росії, вдалося зберегти свою банківську систему та уникнути впливу коштів із неї. Однак через девальвацію гривні реально знизився капітал українських банків при номінальному зростанні його обсягів. Так, загальний статутний капітал комерційних банків у 1998 р. збільшився на 461 млн. грн. і становив на кінець року 2 млрд. 97 млн. грн., тоді як його еквівалент у доларах зменшився з 861 млн. до 612 млн. доларів. Вплив короткострокових іноземних інвестицій з України призвів також до втрати резервів НБУ та зростання вартості фінансування дефіциту державного бюджету. Усе це потребує коригування системи економічних регуляторів для забезпечення стабільності обмінного курсу гривні, стимулювання економічної активності та вітчизняного споживання (внутрішнього попиту), особливо з огляду на скорочення експортної компоненти ВВП. Щоб вирішити цю проблему, необхідно насамперед провести структурні реформи, що стосуються як видатків, так і надходжень до бюджету.

12. Підсумовуючи результати валютно-курсової політики країни за 1998 р., вважаємо за доцільне констатувати, що незважаючи на несприятливі умови, валютна політика в Україні впродовж минулого року спрямовувалася на підтримку стабільності вітчизняної валюти. Для Національного банку України це було непросте завдання. Фінансова криза і вплив іноземного капіталу призвели до втрати валютних резервів – запоруки стабільності національної грошової одиниці – і викликали стрімку девальвацію національних грошей. Зазначимо, втім, що девальвація гривні могла бути ще більшою, якби НБУ не вживав у практиці валютного регулювання рішучих адміністративних заходів.

13. Перші сім місяців 1999 р., за винятком останніх двох тижнів липня, характеризувалися певною стабілізацією національної валюти. Курс

гривні, особливо в травні й червні, залишався практично без змін. Незначна девальвація (в травні курс гривні щодо долара зріс на 0,05%, а в червні – на 0,33%) ще раз довела, що Національний банк України володіє ситуацією на валютному ринку. Це підтверджується і перебігом подій на валютному ринку в середині липня. Дефіцит палива в Україні та загострення ситуації на ринку нафтопродуктів призвели до штучного зростання курсу гривні. Лише за чотири дні з 19 по 22 липня 1999 р. готівковий курс гривні відносно долара США зріс у середньому на 12,5%. Зростання безготівкового курсу було незначним усього – на 1,9%. З огляду на штучність ситуації НБУ організував контрольні перевірки продажу валюти в обмінних пунктах. Відповідні банки, розуміючи, що можуть втратити ліцензії на проведення обмінних операцій, були змушені привести котирування продажу валют до належного рівня.

14.3 19 березня 1999 р. в Україні було здійснено лібералізацію валютного ринку, а саме:

- відновлено операції на міжбанківському ринку;
- призупинено торги на УМВБ з метою активізації міжбанківського ринку;
- скасовано обмеження на відхилення від офіційного курсу в безготівкових операціях;
- скасовано обмеження на граничні відхилення від офіційного курсу в готівкових операціях (із 13.04.1999 р.);
- введено нові правила курсоутворення, згідно з якими офіційний курс визначається як середньозважений за операціями комерційних банків, та ряд інших заходів.

15. Досить важливим фактором, який відчутно сприяв наповненості валютного ринку України після його лібералізації, є президентські вибори.

З ними пов'язаний значний приплив у країну валюти, вивезеної у попередні роки. Але, на нашу думку, це небезпечний капітал, оскільки передбачається, що його дія буде дуже короткотерміною: після виборів

він знову піде з країни. Саме тоді Національний банк матиме потребу в додаткових коштах, аби забезпечити стабільність обмінного курсу гривні.

16. На нашу думку, на сьогодні головною метою валютного регулювання і валютного контролю має стати обмеження масштабів відпливу капіталу з країни при одночасній підтримці пропозиції валюти на внутрішньому ринку. За відсутності необхідних валютних ресурсів для обслуговування платіжного балансу України проблема "втечі" капіталу з держави може стати визначальною у подальшому розвитку економіки. З огляду на ускладнення при розрахунках за зовнішніми і внутрішніми боргами ця проблема є актуальною вже нині. У поточному році держава має значні труднощі з обслуговуванням боргу. Впродовж року необхідно сплатити 1,9 млрд. доларів США, а в наступному, 2000 р. – 3,5 млрд. доларів. На наш погляд, найвагоміша частка капіталу потрапляє за кордон в результаті зовнішньоторговельних операцій – у вигляді нерепатрійованої експортної виручки, непоставлених товарів і ненаданих послуг у рахунок погашення авансових платежів за імпортом, за рахунок заниження експортних і завищення імпортних цін.

17. У поточному році Кабінет Міністрів та Національний банк України (з огляду на те, що фундаментальною передумовою нормальної ділової активності експортерів та інвесторів є забезпечення стабільності внутрішніх цін) мають намір підтримувати обмінний курс у межах нового валютного коридору 3,4-4,6 грн. за долар, що фіксує досягнутий рівень стабільності. За відсутності форвардного валютного ринку в Україні заяви уряду та НБУ щодо динаміки обмінного курсу дають змогу суб'єктам зовнішньоекономічної діяльності планувати свою активність.

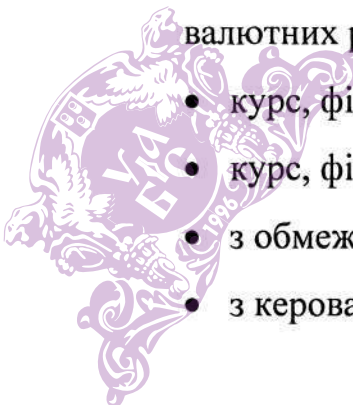
18. Введення Україною внутрішньої конвертованості національної валюти та взяте нею 24 вересня 1996 р. зобов'язання згідно зі статтею VIII Статуту МВФ не встановлювати обмежень на операції поточного рахунку платіжного балансу дещо звужують перелік заходів валютного контролю, які вона має право застосовувати. Однак ці заходи можуть бути досить

дієвими, якщо запроваджувати їх послідовно та забезпечити виконання. Зобов'язання за статтею VIII Статуту МВФ не стосуються організації внутрішнього валютного ринку та його структури, якщо не порушуються вимоги щодо незастосування практики множинності валютних курсів. За відсутності строкових угод міжбанківський валютний ринок України є неглибоким та непрогнозованим. Тому на сьогоднішній день актуальним залишається питання щодо встановлення Національним банком України обмежень на відхилення курсу купівлі-продажу від офіційного курсу з метою запобігти його різким коливанням. Це ж стосується і правил торгівлі на УМВБ після відновлення її роботи, оскільки можливості НБУ щодо здійснення валютних інтервенцій обмежені. Потребує регламентації також відхилення готівкового курсу від офіційного.

19. Слід зазначити, що валютний контроль як такий не може замінити економічну політику і забезпечити довготермінову стабільність обмінного курсу. Такого результату можна чекати лише від бюджетних програм та при досягненні країною зовнішньоторговельної рівноваги. Однак валютний контроль може знизити ризик спекулятивних атак проти національної валюти та відповідно – девальвації. Скасування валютного контролю стоїть останнім у списку заходів лібералізації і має відбутися після створення умов, коли національні накопичення можна буде утримати всередині країни за допомогою сучасних конкурентоспроможних фінансових механізмів. На нинішньому етапі економічного розвитку України слід не скасовувати систему валютного контролю, а вдосконалювати його форми.

20. За класифікацією МВФ, нині у світі практикують п'ять основних типів валютних режимів:

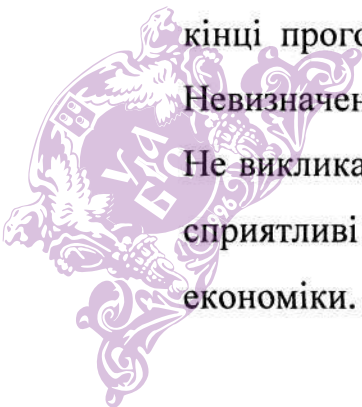
- курс, фіксований щодо однієї валюти;
- курс, фіксований щодо кошика валют;
- з обмеженою гнучкістю;
- з керованою гнучкістю;



- незалежно плаваючий курс.

21. Проаналізувавши ситуацію на вітчизняному валютному ринку та можливості застосування того чи іншого режиму курсоутворення, ми додержуємося думки, що при запровадженні плаваючого курсу в нинішніх умовах його динаміку визначатимуть ажіотажний попит та спекулятивно-арбітражні операції банків задля отримання надприбутків, прагнення населення позбутися гривні і будь-що придбати долар. Попит і пропозиція можливо й збалансуються, але це будуть не реальні попит і пропозиція, пов'язані із зовнішньоекономічною діяльністю, а спекулятивні, зумовлені значними девальваційними очікуваннями. Відтак гривня зазнаватиме шаленого тиску, а Національний банк, не володіючи достатніми резервами, зможе протиставити цьому хіба що чергове підвищення відсоткових ставок та зменшення ліквідності і грошової маси, що означатиме, перш за все, – поставити хрест на кредитуванні економіки, інакше кажучи, позбавити підприємства кредитів.

22. Деякі фахівці дотримуються думки про збереження існуючого режиму курсоутворення, мова йде про політику "валютного коридору". "Валютний коридор" запозичив у "валютного тунелю" принцип не визначеного чітко відхилення від початкового курсу. Однак зрозуміло (і це підтвердила практика), що йдеться, власне, не про коливання навколо певного значення, а лише про зростання курсу. До того ж розмір коридору становить не частки або одиниці відсотків, а їх десятки. Таким чином, на відміну від варіанта "тунелю", суб'єкти ринку не мають гарантій навіть відносної стабільності. При цьому, на відміну від методу "повзучої прив'язки", абсолютно невідомо, коли курс сягне верхньої межі: наприкінці проголошеного періоду, в його середині чи вже наступного дня. Невизначеними залишаються і принципи інтервенцій центрального банку. Не викликає сумніву, що стабілізація курсу національної валюти створює сприятливі умови для діяльності уряду на шляху реформування економіки. Однак в Україні період стабільності не використали належним

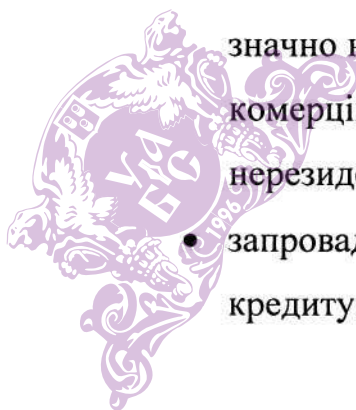


чином, і це знецінило докладені зусилля. Жертва штучного заниження курсу виявилася даремною: вона лише посилила девальваційні очікування.

23. Таким чином, перспективи розвитку валютно-курсової політики в Україні, очевидно, полягають у забезпеченні стабільності обмінного курсу за умови поступового вдосконалення нинішньої системи валютного регулювання, а в перспективі – скасування діючих обмежень на валютному ринку. Курсова стабільність є важливим фактором монетарної, фінансової, загальноекономічної стабільності та створює необхідні умови для реалізації урядом політики економічних реформ та економічного зростання, які існували протягом 1996-1997 рр., проте не були використані належним чином. Але якщо проведення реформ буде знов відкладено, то здійснені заходи щодо втримання стабільності виявляться марними і можуть у кінцевому результаті навіть погіршити ситуацію.

24. Для того, щоб міжбанківський валютний ринок зміг ефективно функціонувати, а Національний банк – запровадити гнучкіший режим курсоутворення, слід насамперед здійснити такі заходи:

- зменшити рівень державного споживання;
- прискорити процес реструктуризації економіки;
- активізувати створення фінансово-промислових груп за участю банківського капіталу;
- стимулювати внутрішній ринок капіталу (зокрема ринок корпоративних цінних паперів);
- удосконалити регулювання ринку облігацій внутрішньої державної позики, зокрема шляхом обмеження прибутковості облігацій (на рівні, значно нижчому середньої ставки відсотка за кредитами, які надаються комерційними банками суб'єктам господарювання) та доступу до них нерезидентів;
- запровадити ефективні механізми цільового довгострокового кредитування пріоритетних галузей економіки;

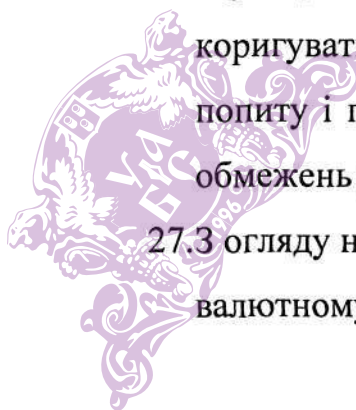


- встановити жорсткий контроль за утворенням державного боргу та його управлінням (закон України про державний борг досі не прийнято);
- запровадити торговельний режим, адекватний новим економічним умовам;
- звільнити прями іноземні інвестиції від оподаткування;
- створити умови для становлення та регулювання термінового ринку тощо;

25. Слід зауважити, що запровадження нового механізму торгівлі на УМВБ, який дає змогу задовольняти попит у межах наявної пропозиції, не застосовуючи інтервенцій Національного банку, та введення жорсткішого контролю за рухом капіталу поряд із посиленням бюджетної дисципліни та впорядкуванням ринку ОВДП спонукали б НБУ до зниження ставки рефінансування. При цьому вдалося б уникнути значних ризиків тиску на валютний ринок та активізувати кредитну функцію банків.

26. Таким чином, в 1999-2000 рр. забезпечити курсову, а відтак і загальну фінансову та економічну стабільність, на нашу думку, можна лише за умов збереження основних елементів діючого механізму функціонування валютного ринку, який дає змогу відсікти арбітражно-спекулятивний попит та певною мірою збалансувати сукупний попит і пропозицію в межах реальної зовнішньоекономічної діяльності. Однак, зберігаючи основні елементи механізму обмежень, слід врахувати ряд умов. Одна з головних – детальне вивчення наслідків, до яких можуть призвести існуючі обмеження. Важливо чітко визначити тимчасовий характер терміну дії обмежень, постійно їх аналізувати, вдосконалювати та коригувати діючі механізми відповідно до зміни умов збалансованості попиту і пропозиції на валютному ринку аж до повного скасування всіх обмежень у перспективі.

27. З огляду на труднощі, пов'язані зі збалансуванням попиту та пропозиції на валютному ринку, бажано дотримуватися стратегії поступової девальвації.



Вона, по-перше, впливає на зменшення імпорту і стимулює експорт (які є одними з головних факторів курсоутворення), по-друге, забезпечує нормальне співвідношення між динамікою курсу та інфляцією в довготерміновій перспективі, запобігає надмірним реальній девальвації чи ревальвації курсу. Якщо будуть збережені основні елементи діючих обмежень та визначена модель встановлення орієнтирів зміни курсу, економіка отримає такий важливий фактор, як передбачуваність, курсова стабільність, що працюватиме на фінансову і загальноекономічну стабільність та економічне зростання. Ставити ж за мету досягнення економічної стабільності та зростання в умовах курсової нестабільності, в яких може опинитись Україна, терміново відмінивши нинішні правила функціонування валютного ринку, – річ безнадійна.

28. Враховуючи все вищесказане, можна відзначити, що по-перше, нині важливо зберегти існуючий режим курсоутворення в Україні, але його слід дещо модернізувати, максимально поєднавши переваги фіксованого та плаваючого курсів шляхом реальної “повзучої прив’язки” до долара США з урахуванням темпів інфляції. По-друге, валютний курс, що застосовується з вересня 1997 року і який можна визначити як певною мірою фіксований, але регульований у межах коридору, позитивно вплинув на динаміку індексу цін, слугуючи номінальним якорем та механізмом стримування друкарського верстата. Однак зі зміною внутрішніх та зовнішніх факторів такий режим у подальшому гальмуватиме процес відновлення рівноваги на фінансових ринках та створення умов для економічного зростання, призводячи до збільшення платіжного дисбалансу та державного боргу.

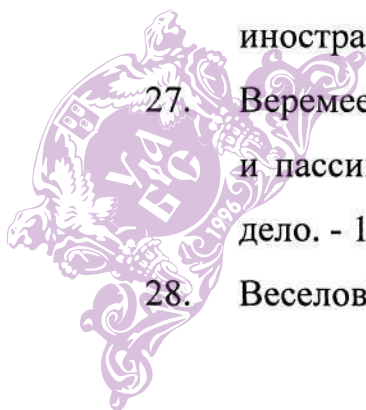


СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

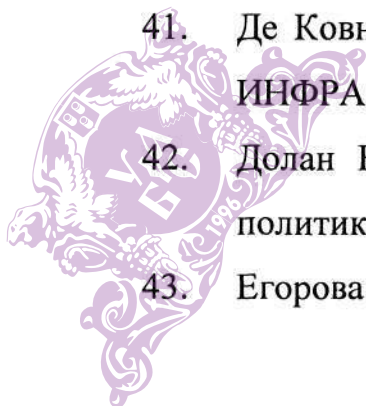
1. Абрамова А. М., Александрова Л. С. Финансы, денежное обращение и кредит. - М.: Институт международного права и экономики, 1996. – 136 с.
2. Аверьянова Т.А. Маркетинг в кредитно-финансовой организации как социально-интеграционная деятельность // Банковские услуги. - 1996. - №11. - С.24-28.
3. Адибеков М.Г. Кредитные операции: классификация, порядок привлечения и учет. - М.: Изд-во АО «Консалтбанкир», 1995. - 68 с.
4. Андронов О., Береславська О. Українській міжбанківській валютній біржі – п'ять років // Вісник Національного банку України. - 1998. - №7.- С.30-39.
5. Антонов Н. Г., Пессель М.А.. Денежное обращение, кредит и банки. - М.: АО «Финстатинформ», 1995. - 272 с.
6. Ачкасов А.И. Типы валютных операций и другие виды сделок на международных денежных рынках. - М.: Консалтбанкир, 1994. - 62 с.
7. Бак И. О межгосударственном регулировании деятельности банков-нерезидентов // Российский экономический журнал. - 1996. - №8. - С.14-49.
8. Балод М.Ю. Банковские услуги для частных лиц // Банковские услуги. - 1996. - №11. - С.22-27.
9. Банки и банковские операции. – М.: ЮНИТИ, 1997. - 471 с.
10. Банковское дело. - М.: Банковский и биржевой научно-консультационный центр, 1992. - 428 с.
11. Баранов В. Т. Справочная книга инспектора валютных операций коммерческих банков. - М.: АО «МЕНАТЕП-ИНФОРМ», 1995. - 432 с.
12. Барановський О. Валютна безпека // Вісник Національного банку України. - 1998. - № 8. - С. 18-21.
13. Белов М. Информация – новый вид финансовых активов // Банковские



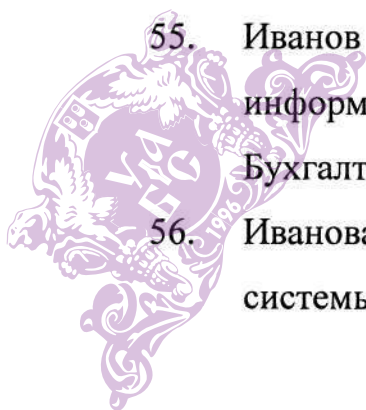
- технологии. - 1997. - № 2. - С.40-43.
14. Белых Л. П. Устойчивость коммерческих банков: как банкам избежать банкротства. - М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1996. - 192 с.
 15. Береславська О. Тенденції розвитку валютного ринку на початок 1998 року // Вісник Національного банку України. - 1998. - № 5. - С. 22-24.
 16. Береславська О. Під знаком девальвації // Вісник Національного банку України. - 1999. - № 2. - С. 16-20.
 17. Бор М. З., Пятенко В. В. Менеджмент банков: организация, стратегия, планирование. - М.: ИКС «ДИС», 1997. - 288 с.
 18. Бор М. З., Пятенко В. В. Стратегическое управление банковской деятельностью. - М.: Приор, 1995. - 160 с.
 19. Бортников А.П. Учет банковских процентов и транспортных расходов // Бухгалтерский учет. - 1995. - № 4. - С.21-26.
 20. Брейлн Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. - М.: Олимп-Бизнес, 1997. - 1120 с.
 21. Буклемшиев О. Методы разрешения проблемы невыплат по кредиту // Финансист. - 1996. - № 25 (165). - С.18-22.
 22. Булатов В.И., Львов Ю.И. Банки и банковские операции в России. /Под ред. М.Х. Лapidуса. - М.: Финансы и статистика, 1996. - 326 с.
 23. Вайн С. Опционы как инструмент для частных инвестиций // Рынок ценных бумаг. - 1999. - № 7. - С. 28-32.
 24. Валютный рынок и валютное регулирование. - М.: БЕК, 1996. - 475 с.
 25. Васильченко З. Теорія і практика укладання строкових валютних контрактів // Банківська справа. - 1998. - № 1. - С. 46-53.
 26. Васюренко О.В. Механизм осуществления банковских операций с иностранной валютой. - Харьков: Гриф, 1997. - 176 с.
 27. Веремеенко С.А., Игудин Р.В. Анализ соответствия структуры активов и пассивов коммерческого банка в условиях инфляции // Банковское дело. - 1996. - № 5. - С. 20-25.
 28. Веселовський О. Удосконалення нагляду за діяльністю комерційних



- банків //Вісник Національного банку України. - 1997. - № 2. - С.2-5.
29. Воронин Д. В. Макроэкономическое регулирование кредитных рисков //Банковское дело. - 1996. - № 9. С.14-18.
30. Воронин Д. В. Проблемы управления банковской ликвидностью в России //Банковское дело. - 1996. - № 8. - С.18-23.
31. Гавальда К., Стуфле Ж. Банковское право. – М.: «Финстатинформ», 1996. - 566 с.
32. Галь В. Через падіння до стабілізації // Вісник Національного банку України. - 1999. - № 3. - С.15-17.
33. Гальчинський А.С. Сучасна валютна система. -К.: LIBRA, 1993. - 96 с.
34. Гальчинський А.С. Теорія грошей. - К.: Основи, 1996. - 413 с.
35. Голубович А. Д., Ситник А. В., Хенкин Б. Л, Самоукина Н. В. Управление банком: организационные структуры, персонал и внутренние коммуникации. - М.: «Менатеп-информ», 1995. - 208 с.
36. Горина С.А. Учет в банке: Проверка правильности отражения банковских операций. - М.: Стрикс, 1995. - 428с.
37. Гроші та кредит: Підручник /Під ред. М.І. Савчука. - К.: Либідь, 1992. - 331 с.
38. Грядовая О. Кредитные риски и банковское ценообразование // Российский экономический журнал. - 1995. - № 9. - С.44-49.
39. Данилевский Ю.А. Международные требования к банковской бухгалтерской информации // Бухгалтерия и банки. - 1996. - № 4. - С.20-25.
40. Данильченко К. М., Раєвська Т.О. Ліквідність та активи банків // Вісник Національного банку України. - 1996. - № 5. - С.56-62.
41. Де Ковни Ш., Такки К. Стратегии хеджирования. - Пер. с англ. - М.: ИНФРА-М, 1996. - 208 с.
42. Долан Е.Дж. и др. Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика. - М.-Л.: ПФК «Профико», 1996. - 532 с.
43. Егорова Н.Е., Смулов А. М. Модели и методы анализа финансовых



- инструментов кредитной политики банка и динамики его развития в условиях переходного периода. - М.: ЦЭМИ РАН, 1997. - 32 с.
44. Еременко А. Методы реструктуризации кредитных институтов // Финансист. - 1997. - № 1. - С.13-17.
 45. Еременко А. Российский банк между кредитом и инвестициями // Финансист. - 1996. - № 27 (167). - С.14-18.
 46. Єпіфанов А. О., Сало І. В., Д'яконова І.І. Бюджет і фінансова політика України. - К.: Наукова думка, 1997. - 301 с.
 47. Єрмакович В. Вирішення проблеми безнадійних боргів //Вісник Національного банку України. - 1997. - № 4. - С. 21-25.
 48. Жуков Е.Ф. Менеджмент и маркетинг в банках. Учебное пособие для вузов. - М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1997. - 191с.
 49. Заруба О. Д. Банківський менеджмент та аудит. - К.: Видавництво «Лібра» ТОВ, 1996. - 224с.
 50. Заруба О. Д. Кредитні ризики та їх врахування в банківській практиці //Банківська справа. - 1995. - № 2. - С.32-38.
 51. Заруба О. Д. Фінансовий менеджмент у банках: Навчальний посібник. - Товариство "Знання", КОО, 1997. - 172 с.
 52. Захаров В. С. Регулирование деятельности коммерческих банков России и их ликвидность // Деньги и кредит. - 1996. - № 9. - С.28-33.
 53. Иванов В.В. Анализ надежности банка: Практ. пособие. - М.: Русская деловая литература, 1996. - 320 с.
 54. Иванов Л.Н., Иванов А.Л. Оценка банковской деятельности по материалам бухгалтерской отчетности // Бухгалтерия и банки. - 1996. - № 1. - С.18-24.
 55. Иванов Л.Н., Иванов А.Л. Совершенствование бухгалтерской информации для экспресс-анализа банковской деятельности // Бухгалтерия и банки. - 1996. - № 3. - С.32-35.
 56. Иванова Н.Ю. Инструменты регулирования ликвидности банковской системы // Деньги и кредит. - 1996. - № 11. - С.44-49.



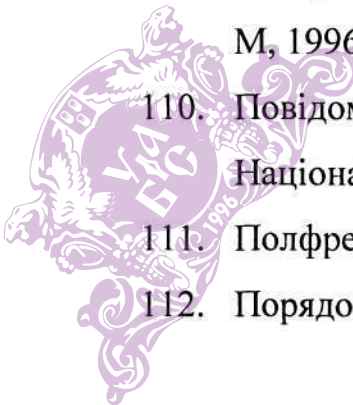
57. Исаев Д.В. Резерв на возможные потери по ссудам как инструмент управления кредитными рисками // Деньги и кредит. - 1996. - № 10. - С.15-19.
58. Исаичева А. В. К определению ликвидности коммерческого банка // Деньги и кредит. - 1997. - № 2. - С.26-32.
59. Казимагомедов А. А. Защита и страхование банковских депозитов в странах Западной Европы // Банковское дело. - 1996. - № 8. - С.14-19.
60. Казимагомедов А.А. Защита и страхование банковских депозитов в странах Восточной Европы // Банковское дело. - 1996. - № 9. - С. 22-26.
61. Камионский С. А. Наука и искусство управления современным банком. - М.: Московский институт экономики, политики и права, 1995. - 47 с.
62. Кирилук С. Валютні операції в комерційних банках // Банківська справа. - 1998. - №1. - С.16-22.
63. Ковальчук М. М., Коваль М. М. Ліквідність комерційних банків. Навчальний посібник. - К.: Знання, КОО, 1996. - 120 с.
64. Козлов А.А. О регулировании деятельности банков на финансовом рынке // Деньги и кредит. - 1996. - № 11. - С.21-27.
65. Коробов Ю.И. Банковская конкуренция // Деньги и кредит. - 1995. - №2. - С.27-32.
66. Королев О. Г. О налогообложении прибыли коммерческих банков // Бухгалтерский учет. - 1995. - № 9. - С.19-24.
67. Коротков П.А. О некоторых проблемах управления ликвидностью и доходностью банка в современных условиях // Деньги и кредит. - 1996. - №9. - С.22-27.
68. Костіна Н.І., Алексєєв А.А., Василик О.Д. Фінансове прогнозування: методи та моделі: Навчальний посібник. - К.: Товариство "Знання", КОО, 1997. - 183 с.
69. Кристофер А. Блумфилд. Как взять кредит в банке. - М.: «ИНФРА-XX», 1996. - 144 с.



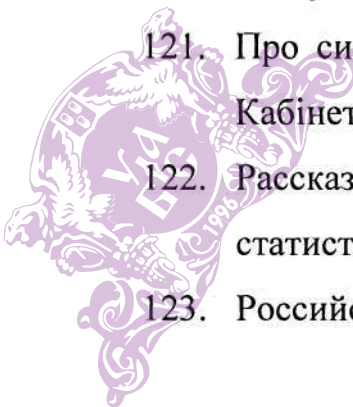
70. Кротюк В., Іоффе А. Валютний контроль та його правова регламентація в Україні // Вісник Національного банку України. - 1997. - № 11. - С.10-13.
71. Круль О.Я. Шляхи забезпечення стабільного розвитку валютно-курсової політики в Україні // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. – Суми: Ініціатива – Українська академія банківської справи, 1998. - С.92-97.
72. Круль О.Я. Проблеми вибору режиму курсоутворення в умовах становлення ринкової економіки // Вісник Національного банку України. - 1998. - № 11. - С.14-18.
73. Линдерт П.Х. Экономика мирохозяйственных связей. - М.: Прогресс, 1992. - 520 с.
74. Лисовский А.В. Особенности проведения валютных операций на Лондонском рынке. - М.: Финансовая Академия при Правительстве Российской Федерации, 1997. - 76 с.
75. Лэтгер Т. Выбор режима валютного курса. – Лондон: Центр по Изучению Деятельности Центральных Банков Англии, 1996. - 33 с.
76. Лях О.І. Інвестування через кредитні банки // Фінанси України. - 1996. - № 7. - С.34-39.
77. Макарець В. До питання про стратегію діяльності комерційного банку // Банківська справа. - 1996. - № 1. - С.40.
78. Масленченков Ю. Мониторинг финансового состояния банка // Финансист. - 1996. - № 24. - С.15-20.
79. Масленченков Ю. Предварительная оценка надежности эмитента ценных бумаг // Финансист. - 1996. - № 25 (166). - С.16-20.
80. Матвієнко В. Потужні банки – міцна держава // Банківська справа. - 1996. - № 6. - С.2-8.
81. Меджибовська Н.С. Удосконалення методів прийняття управлінських рішень у банках // Фінанси України. - 1997. - № 3. - С.71-73.
82. Межбанковский кредит: дилинговые операции на рынке «коротких

- денег». - М.: «ПРИНТЛАЙН», 1995. - 208 с.
83. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения. - М.: Финансы и статистика, 1994. - 592 с.
 84. Милуков А. Как укрепить ликвидность банков. // Бюллетень финансовой информации 1996.- № 8 (15). - С.15-19.
 85. Мимальченко Ю.В., Кролли Л. О. Риски в международной банковской деятельности // Бухгалтерия и банки. - 1996. - № 3. - С.32-36.
 86. Мирун Н.И., Герасимович А.М. Банковское обслуживание предприятий и населения. К.: Национальная академия управления, 1996. - 278 с.
 87. Михайличенко С. Лібералізація валютного ринку України // Вісник Національного банку України. - 1999. - №5. - С.18-22.
 88. Михайличенко С. Проблеми та перспективи розвитку валютно-курсової політики в Україні // Вісник Національного банку України. - 1999. - №2. - С.10-15.
 89. Міщенко В.І., Науменкова С.В. Валютне регулювання. - Суми: Слобожанщина, 1995. - 52 с.
 90. Моделирование рынка при тестировании банковских продуктов // Финансист 1996. - № 25 (166). - С.19-24.
 91. Мороз А.Н. Финансовая устойчивость коммерческого банка. - К.: КГЭУ, 1996. - 56 с.
 92. Мусієнко Т. Особливості валютного регулювання в Україні // Вісник Національного банку України. - 1999. - № 5. - С. 22-25.
 93. Мусієнко Т. Проблеми курсоутворення в Україні // Вісник Національного банку України. - 1999. - № 1. - С. 10-13.
 94. Мэнкью Г. Макроэкономика. - М.: Изд-во МГУ, 1994. - 732 с.
 95. Наговицин А.Г., Иванов В.В. Валютный курс. Факторы. Динамика. Прогнозирование. - М.: ИНФРА-М, 1995. - 176 с.
 96. Науменкова С.В. Проблемы сбалансированности денежного рынка Украины. - К.: Наукова думка, 1997. - 55 с.
 97. Немецкий федеральный банк. Денежно-политические задачи и

- инструменты. /Специальные издания Немецкого Федерального банка : 6-е изд. - 1993. - 177 с.
98. Нестерова Т.Н. Банковские операции. Часть 4. Банковское обслуживание. - М.:ИНФРА-М, 1996. - 96 с.
99. Нидеккер Г. Л., Страточников И. В., Суслов С. В. Анализ эффективности валютно-обменных операций банка. - М.: Русская деловая литература, 1996. - 256 с.
100. Носкова И.Я. Международные валютно-кредитные отношения. - М.: ЮНИТИ, 1995. - 208 с.
101. Носкова И.Я. Финансовые и валютные операции. - М.: ЮНИТИ, 1996. - 175 с.
102. Общая теория денег и кредита. – М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1995. - 304 с.
103. Основы банковского дела / Под. Ред. Мороза А.Н. – К.: ЛІБРА, 1994.- 330 с.
104. Основы банковского менеджмента. – М.: ИНФРА-М, 1995. - 140 с.
105. Панова Г.С. Анализ финансового состояния коммерческого банка. - М.: Финансы и статистика, 1996. - 272 с.
106. Пашков А.Н. Оценка качества кредитного портфеля // Бухгалтерия и банки. - 1996. - № 3. - С.19-23.
107. Пашковская И.В. О будущем проблемных кредитов // Бухгалтерия и банки. - 1997. - № 2. - С.37-40.
108. Пейро М. Международные экономические, валютные и финансовые отношения. - М.: Прогресс, Универс, 1994. - 496 с.
109. Пискулов Д.Ю. Теория и практика валютного дилинга. - М.: ИНФРА-М, 1996. - 224 с.
110. Повідомлення у зв'язку з введенням євро з 01.01.99 р.: Лист Національного банку України №13-120/2439 від 22.12.1998 р.
111. Полфред Д. Основы банковского дела. - М., 1996. - 418 с.
112. Порядок роботи з портфелями фінансових інструментів у вільно



- конвертованій валюті у Національному банку України. Затверджений постановою Правління Національного банку України 09.09.1997, № 297. - К.: НБУ, 1997. - 11 с.
113. Правила бухгалтерського обліку уповноваженими банками обмінних операцій в іноземній валюті та банківських металах. Затвержені постановою Правління Національного банку України 21.07.1997р., № 238. - К.: НБУ, 1997. - 16с.
114. Правила використання готівкової іноземної валюти на території України. Затвержені постановою Правління Національного банку України 26.03.98, № 119. - К., 1998. - 16 с.
115. Правила здійснення операцій на міжбанківському валютному ринку України. Затвержені постановою Правління Національного банку України 15.04.98, №150. - К., 1998. - 5с.
116. Правила проведення торгів у секції термінового ринку Української міжбанківської валютної біржі. - К., 1997. - 48 с.
117. Правила членства у секції термінового ринку Української міжбанківської валютної біржі. - К., 1997. - 18 с.
118. Про банки і банківську діяльність: Закон України №872-ХІІ від 20.03.1991 р.
119. Про внесення змін до "Порядку встановлення і використання офіційного курсу гривні до іноземних валют, затвердженого постановою Правління від 30.03.98, № 128" № 558 від 29.12.1998 р.
120. Про порядок регулювання та аналіз діяльності комерційних банків. Інструкція №10. Затверджена постановою Правління Національного банку України. - К.: НБУ, 1998. - 71 с.
121. Про систему валютного регулювання і валютного контролю: Декрет Кабінету Міністрів України №15-93 від 19.02.1993 р.
122. Рассказов Е.А. Управление ресурсами банка. - М.: Финансы и статистика, 1996. - 96 с.
123. Российские банки в начале финансовой стабилизации // Финансист. -

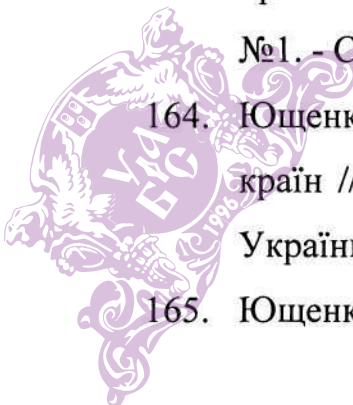


1996. - № 26. - С.28-34.
124. Роуз Питер С. Банковский менеджмент. - М.: Дело ЛТД, 1995. - 768с.
125. Рэдхэд К., Хьюс С. Управление финансовыми рисками. - М.: ИНФРА-М., 1996. - 288с.
126. Сало І.В. Фінансово-кредитна система України та перспективи її розвитку. - К.: Наукова думка, 1995. - 178 с.
127. Севрук В.Т. Банковские риски. - М.: «Дело ЛТД», 1995. - 72с.
128. Семенкова Е.В. Управление финансовыми потоками на основе оптимизации соотношения «риск-доход» // Банковские услуги. - 1997. - № 1. - С.13-16.
129. Сенищ П.М. Організація роботи з валютними ф'ючерсами на Українській міжбанківській валютній біржі. - Суми: УАБС, 1998. - 33 с.
130. Синки Дж. мл. Управление финансами в коммерческих банках. - М.: Catallaxy, 1994. - 820 с.
131. Сиротина И.А. Кредит под залог: Техника получения. - М.: Приор, 1995. - 80 с.
132. Солнцев О. Проблемы денежного оборота и банковской системы // Финансовые рынки. - 1997. - № 2. - С.72-78.
133. Степаненко А. Діяльність комерційних банків у 1996 році: Стан і наслідки // Банківська справа. - 1997. - № 2. - С.28-30.
134. Стратегия развития коммерческого банка. /Под ред. А.С. Маршаловой, Н.А. Кравченко. - Новосибирск: ЭКОР, 1996. - 288 с.
135. Сугоняко О.А. Репутація кожного банку формує імідж всієї банківської системи // Фінанси України. - 1996. - № 7. - С.26-33.
136. Сухов М. И. Некоторые аспекты обеспечения устойчивости банковского сектора // Деньги и кредит. - 1996. - № 11. - С.29-34.
137. Тагирбеков К.Р. Опыт развития технологии управления коммерческим банком. - М.: Финансы и статистика, 1996. - 64 с.
138. Темников В.Ф. Некоторые проблемы организации управления коммерческим банком // Банковское дело, - 1996. - № 5. - С. 15-21.

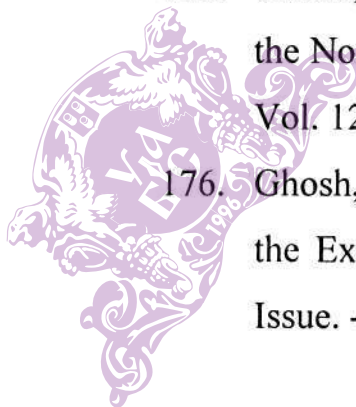


139. Терехов А.П., Поклонский А.А. Привлечение денежных ресурсов под вексель – альтернатива привлечения на рынке межбанковских кредитов // Банковское дело. - 1996. - № 5. - С. 28-32.
140. Тосунян Г.А. Финансовые услуги для частных лиц // Банковские услуги. - 1996. - № 10. - С.14-20.
141. Трифонов А.Н. Организация текущего управления ликвидностью коммерческого банка // Банковское дело. - 1996. - № 1. - С.28-32.
142. Узлюк Т.А. Державне регулювання валютної системи в Україні // Фінанси України. – 1999. - № 8. – С. 114-120.
143. Усоскин В. М. Современный коммерческий банк: управление и операции. - М.: «ВСЕ ДЛЯ ВАС», 1993. - 328 с.
144. Уткин Э.А. Банковский маркетинг. - М.: ИНФРА-М, 1995. - 300 с.
145. Уткин Э.А. Стратегический менеджмент: способы выживания российских банков. - М.: Фонд экономического просвещения, 1996. - 180 с.
146. Финансовые инвестиции и риск. - К.: Торгово-издательское бюро ВНУ, 1995. - 592 с.
147. Финансовые инвестиции и риск. - К.: Торгово-издательское бюро ВНУ, 1995. - 592 с.
148. Финансы капитализма / Под ред. В. Бондарева. - М., 1990. - 313 с.
149. Челноков В.А. Банки: Букварь кредитования. Технология банковских ссуд. Окологанковское рыночное пространство. - М.: АОЗТ «Антидор», 1996. - 368 с.
150. Черевко Г.В. Стабілізація економіки і банки: досвід ФРН // Фінанси України. - 1996. - № 7. - С.40-47.
151. Черкасов В.Е. Финансовый анализ в коммерческом банке. - М.: ИНФРА-М, 1995. - 272 с.
152. Черкасов В.Е., Плотичина Л.А. Банковские операции: маркетинг, анализ, расчеты: Учебно-практическое пособие. - М.: Метаинформ, 1995. - 208 с.

153. Чиненков А.В. Взаимоотношения банка и клиента в области расчетов // Бухгалтерия и банки. - 1996. - № 1. - С.28-33.
154. Шаров О. Деякі уроки валютної кризи // Вісник Національного банку України. - 1999. - № 1. - С.8-10.
155. Шекаев В.Н., Ирниязов Б.С. Проектное кредитование. - М.: Издательство АО «Консалтбанкир», 1996. - 120 с.
156. Шульга Н.П., Гаманкова О.А., Ковганич Й.Н. Оценка кредитоспособности клиента. - К.: Институт банкиров банка «Украина», 1995. - 59 с.
157. Шумская Т. Б. К вопросу о методологии оценки финансового состояния банков в Российской Федерации // Бухгалтерия и банки. - 1997. - №1. - С.33-38.
158. Щибиволок З. І. Організація ощадного бізнесу в Україні // Фінанси України. - 1996. - № 9. - С.71-82.
159. Юденков Ю.Н. Экспресс-анализ банковского баланса // Бухгалтерия и банки. - 1996. - № 1. - С.18-21.
160. Юровский Б. Деривативы – взгляд в будущее // Бухгалтерия. Налоги. Бизнес. - 1999. - № 19. - С. 32-33.
161. Ющенко В., Лисицький В. Курсоутворення в Україні та уроки інших країн із перехідною економікою // Вісник Національного банку України. - 1997. - № 7. - С.2-8.
162. Ющенко В., Лисицький В. Гроші: розвиток попиту та пропозиції в Україні. – К.: Скарби, 1998. - 288 с.
163. Ющенко В.А. Гроші: злободенні питання розвитку попиту та пропозиції в Україні // Вісник Національного банку України. - 1998. - №1. - С.3-11.
164. Ющенко В.А. Грошова реформа в Україні у світлі досвіду зарубіжних країн // Грошові реформи в зарубіжних країнах: досвід та уроки для України. – Київ., 1996. - 226 с.
165. Ющенко В.А. Деякі аспекти монетарної політики в Україні у 1996 році



- //Фінанси України. - 1996. - № 8. - С.48-53.
166. Ющенко В.А. Доповідь під час розгляду у Верховній Раді України проекту Закону «Про Національний банк України» // Вісник Національного банку України. - 1997. - №12. - С.3-6.
167. Ющенко В.А., Міщенко В.І. Валютне регулювання. - К.: Товариство “Знання”, КОО, 1999. - 359 с.
168. Ющенко В.А., Міщенко В.І. Управління валютними ризиками. – К.: Товариство “Знання”, КОО, 1998. – 444 с.
169. Якунин В. Последствия нового кризиса банков могут оказаться серьезнее //Бюллетень финансовой информации. - 1996. - № 8 (15). С.24-29.
170. Barth, Richard, and Chorong-Huey Wong (eds.). Approaches to Exchange Rate Policy. - International Monetary Fund, Washington, 1994.
171. Baxter, Marianne, and Alan C. Stockman. Business Cycles and the Exchange Rate System: Some Internal Evidence. - National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts, 1988.
172. Crockett, Andrew, and Morris Goldstein. Inflation Under Fixed and Flexible Exchange Rates // Staff Papers, International Monetary Fund. - 1976. - Vol. 23.
173. Frenkel, Jacob, Morris Goldstein, and Paul Masson. Characteristics of a Successful Exchange Rate System // Occasional Paper, Washington, International Monetary Fund. - 1991. - Vol. 82.
174. Friedman, Milton. The Case For Flexible Exchange Rates, in Essays in Positive Economics. - Chicago, University of Chicago Press, 1953.
175. Ghosh, Atish, Anne-Marie Gulde, Jonathan Ostry, and Holger Wolf. Does the Nominal Exchange Rate Regime Matter? // IMF Working Paper. -1995. - Vol. 121.
176. Ghosh, Atish, Anne-Marie Gulde, Jonathan Ostry, and Holger Wolf. Does the Exchange Rate Regime Matter for Inflation and Growth? //Economic Issue. -1997. - Vol. 2.



177. Guitiën, Manuel. The Choice of an Exchange Rate Regime, in Approaches to Exchange Rate Policy. Edited by Richard Barth and Chorng-Huey Wong. - International Monetary Fund, Washington, 1994.
178. Krugman, Paul. Exchange Rate Instability. - MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 1989.
179. Mussa, Michael. Nominal Exchange Rate Regimes and the Behavior of Real Exchange Rates, Evidence and Implications, in Real Business Cycles, Real Exchange Rates, and Actual Policies. Edited by Karl Brunner and Alan Meltzer. - North-Holland, Amsterdam, 1986.
180. Nurkse, Ragnar. International Currency Experience. - League of Nations, Geneva, 1944.
181. Obstfeld, Maurice. Floating Exchange Rates: Experience and Prospects // Brookings Papers on Economic Activity. - 1985. - Vol. 2.
182. Quirk, Peter. Fixed or Floating Exchange Regimes: Does It Matter For Inflation? // IMF Working Paper. - 1994. - Vol. 134.
183. The Choice of Exchange Rate Regime for a Smaller Economy: A Survey of Some Key Issues, in Choosing an Exchange Rate Regime. Edited by Victor Argy and Paul De Grauwe. - International Monetary Fund, Washington, 1990.
184. Williamson, John. A Survey of the Literature on the Optimal Peg // Journal of Development Economics. - 1982. - Vol. 2.



ДОДАТОК А

Класифікатор іноземних валют
(затверджений постановою Правління Національного банку України
04.02.98 №34 (реєстр №521 від 10.02.98))

Найменування валюти	Код валюти	
	цифровий	літерний
1. Вільно конвертовані валюти, які широко використовуються для здійснення платежів за міжнародними операціями та продаються на головних валютних ринках світу (1 група):		
Австралійські долари	036	AUD
Австрійські шилінги	040	ATS
Англійські фунти стерлінгів	826	GBP
Бельгійські франки	056	BEF
Грецькі драхми	300	GRD
Датські крони	208	DKK
Долари США	840	USD
Іспанські песети	724	ESP
Ісландські крони	352	ISK
Ірландські фунти	372	IEP
Італійські ліри	380	ITL
Канадські долари	124	CAD
Люксембурзькі франки	442	LUF
Нідерландські гульдени	528	NLG
Німецькі марки	280	DEM
Норвезькі крони	578	NOK
Португальські ескудо	620	PTE
Фінські марки	246	FIM
Французькі франки	250	FRF
Шведські крони	752	SEK
Швейцарські франки	756	CHF
Японські єни	392	JPY
Євро	978	EUR
СДР	960	XDR
2. Вільно конвертовані валюти, які не використовуються широко для здійснення платежів за міжнародними операціями та продаються на головних валютних ринках світу (2 група):		
Вірменські драми	051	AMD
Грузинські лари	381	GEL
Долари Гонконгу	344	HKD
Естонські крони	233	EET
Ізраїльські шекелі	376	ILS
Індійські рупії	356	INR

Казахстанські тенге	398	KZT
Киргизькі соми	417	KGS
Кувейтські динари	414	KWD
Латвійські лати	428	LVL
Литовські літи	440	LTL
Мальтійські ліри	470	MTL
Молдавські леї	498	MDL
Новозеландські долари	554	NZD
Польські злоті	985	PLN
Республіки Корея вони	410	KRW
Російських рублів	810	RUR
Саудівські реалі	682	SAR
Сінгапурські долари	702	SGD
Словацькі крони	703	SKK
Словенські толари	705	SIT
Турецькі ліри	792	TRL
Угорські форинти	348	HUF
Франки КФА:		
– франки Західноафриканського фінансового товариства	952	XOF
– франки Центральноафриканського фінансового товариства	950	XAF
Хорватські куни	191	HRK
Чилійські песо	152	CLP
Чеські крони	203	CZK
Юані Ренмінбі (Китай)	203	CZK
Інші валюти*		
3. Неконвертовані валюти (3 група)**		
Азербайджанські манати	031	AZM
Білоруські рублі	112	BYB
Болгарські леви	100	BGL
Єгипетські фунти	818	EGP
Нові тайванські долари	901	TWD
Румунські леї	642	ROL
Туркменські манати	795	TMM
Узбецькі суми	860	UZS
Усі інші валюти, не віднесені до першої та другої груп		

* Курси за цими валютами не встановлюються Національним банком України.

** Належать валюти держав, які не ратифікували ст.8 Статуту МВФ станом на 29.05.97.



ДОДАТОК Б

Грошова маса та вплив на її параметри змін
чистих зовнішніх активів і внутрішнього кредиту
в 1992-1997 рр.

(млн. грн., на кінець періоду)

Показники	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Зовнішні активи (нетто)*	-6,3	84,3	1020,0	552,8	534,3	-186,0
Внутрішній кредит **	41,9	453,7	2908,5	8459,8	12041,1	15949,6
Вимоги до уряду (нетто)	15,0	42,6	920,3	3988,6	5974,2	8106,5
Вимоги до нефінансових державних установ	25,5	390,0	1431,5	3662,8	4932,0	5549,0
Вимоги до приватного сектора	1,3	21,1	556,7	804,3	1129,4	2294,1
Вимоги до небанківських фінансових установ	–	–	–	4,1	5,5	–
Гроші ***	20,7	341,9	1860,0	4681,9	6315,5	9050,4
Квазі-гроші ****	4,5	139,5	1355,7	2231,5	3045,5	3484,6
Депозити небанківських фінансових установ	–	–	–	16,6	3,4	5,8
Рахунки капіталу	6,9	159,8	1005,1	3011,8	5487,1	6616,8
Інші статті (нетто)	3,5	-103,3	-292,2	-929,1	-2276,1	-3394,0

* Зовнішні нетто-активи вміщують іноземні активи всіх типів і золото (монетарне) за мінусом короткотермінових та середньотермінових зовнішніх зобов'язань установ, включених до огляду. Призначення цієї статті – показати вплив зовнішніх операцій країни на внутрішню грошову систему відповідно до змін у розмірах зовнішніх нетто-активів.

** Внутрішній кредит (актив банківської системи) вміщує всі несплачені вимоги банківської системи до органів державного управління, інших державних установ та приватного сектора (наприклад, приватним особам, корпораціям, фінансовим установам, що не належать до грошово-кредитної сфери). Увесь міжбанківський кредит, а також кредити, які надаються центральним банком грошово-депозитним банкам, у процесі консолідації вилучаються.

*** Агрегат “Гроші” формується як сума грошей поза банками та депозитів до запитання у банківській системі (без депозитів загального уряду), тобто це усі грошові кошти в економіці країни, що можуть бути використані як засоби платежу.

**** Агрегат “Квазі-гроші” – це ліквідні депозити грошової системи, що безпосередньо не використовуються як платіжний засіб і, як правило, мають меншу швидкість обігу, ніж “Гроші”. Агрегат “Квазі-гроші” складається із термінових, ощадних депозитів у національній валюті та усіх депозитів у іноземній валюті суб'єктів господарської діяльності внутрішніх секторів економіки країни.

“Гроші” та “Квазі-гроші” формують поняття “Широкі гроші”.

ДОДАТОК В

Характеристика режимів валютних курсів

Режим	Характеристика	Примітки
1	2	3
Вільно плаваючий курс	Повна свобода для ринкових сил	Теоретично можливий, але на практиці в довгостроковому плані застосовується рідко. Як правило, Центральний банк намагається проводити інтервенції
Керований плаваючий валютний курс	Центральний банк проводить інтервенції, але тільки з метою підтримки рівноваги	Часто застосовується. Проблема полягає в тому, що Центральний банк може не знати, чи є зміна курсу короткостроковим коливанням, чи довгостроковою тенденцією
“Повзуча прив'язка” (“crawling peg”)	Центральний банк проводить інтервенції для досягнення певних цілей у сфері контрольованого корегування курсу	Використовується досить часто, але дає позитивний результат тільки тоді, коли дії ринку відповідають прогнозам Центрального банку щодо динаміки руху валютного курсу
Фіксований курс у рамках “валютного коридору”	Можливі коливання в рамках допустимих меж. Центральний банк проводить інтервенції для того, щоб не дозволити курсу вийти за встановлені межі	Застосовувався в Європейській валютній системі: валютний курс міг коливатися в межах від 2,5 до 15%. Якщо курс наближається до верхньої або нижньої межі, то перед Центральним банком постають такі ж можливості та проблеми, як і при системі фіксованого курсу
Фіксований курс з можливими відхиленнями	Фіксується (у разі потреби з участю центрального банку) на довгостроковий термін із урахуванням можливості незначних відхилень, але може значно змінитися, якщо порушується рівновага або спостерігається значний вплив на курс з боку ринку	Характерний для Бреттон-Вудської валютної системи (допустимі межі коливання склали 1% в будь-який бік від встановленого паритету відносно долара). Широко використовувався в 1945-1972 рр., коли МВФ повинен був визначати випадки “фундаментального відхилення від рівноваги”. Якщо курс вчасно не коригується, то в плані проведення інтервенцій такий режим може бути надто дорогим.
Курс, фіксований Центральним банком	Більш жорсткий, порівняно з фіксованим курсом з можливими відхиленнями	Метою є фіксація на невизначений термін, проте вона не гарантована: валютний курс може змінюватися без попереднього обумовлення. В іншому випадку потрібно буде проводити значні інтервенції. На сьогоднішній день практично не використовується. Фіксація на довгостроковий період використовувалася тоді, коли капітал був об'єктом контролю і не був надто рухомим (англійський та ірландський фунти до 1979 р.)



1	2	3
Курс, фіксований валютною радою, або золотий стандарт	Грошова маса (готівка плюс кошти на рахунках в банках) повинна бути повністю покрита іноземною валютою (або золотом) за фіксованим курсом.	Жорстка дисципліна, що забезпечує конвертованість грошової маси за фіксованим курсом, який відповідно через арбітраж наближається до ринкового значення курсу. Однак запровадження такого курсу може впливати на економіку, наприклад, на банки, на виробництво або на ціни, що може зумовити політичний тиск, направлений на зміну курсу або на повну відмову від системи валютної ради
Єдина валюта	Відмова від національної незалежної валюти та введення нової єдиної валюти для групи країн	В даному випадку може виникнути питання: грошово-кредитна політика країни буде частково незалежною, чи повністю підпаде під вплив інших країн. З січня 1999 року введена єдина європейська валюта – євро. Політика передбачає прийняття спільних рішень у сфері грошово-кредитного регулювання

Державний вищий навчальний заклад
 “УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ”
 НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ



ДОДАТОК Д

Перелік держав,
які ратифікували статтю 8 Статуту МВФ
станом на 29 травня 1997 року

- | | |
|------------------------------|-------------------------------------|
| 1. Австралія | 37. Естонія |
| 2. Австрія | 38. Ємен |
| 3. Антигуа і Барбуда | 39. Зімбабве |
| 4. Аргентина | 40. Ізраїль |
| 5. Багами | 41. Індія |
| 6. Бангладеш | 42. Індонезія |
| 7. Барбадос | 43. Ірландія |
| 8. Бахрейн | 44. Ісландія |
| 9. Беліз | 45. Іспанія |
| 10. Бельгія | 46. Італія |
| 11. Бенін | 47. Йорданія |
| 12. Болівія | 48. Казахстан |
| 13. Ботсвана | 49. Камерун |
| 14. Бруней-Даруссалам | 50. Канада |
| 15. Буркіна-Фасо | 51. Катар |
| 16. Вануату | 52. Кенія |
| 17. Венесуела | 53. Киргизстан |
| 18. Вірменія | 54. Китайська Народна
Республіка |
| 19. Габон | 55. Кіпр |
| 20. Гаїті | 56. Кірибаті |
| 21. Гайана | 57. Коморські Острови |
| 22. Гамбія | 58. Конго |
| 23. Гана | 59. Корея |
| 24. Гватемала | 60. Коста-Рика |
| 25. Гвінея-Бісау | 61. Кот-д'Івуар |
| 26. Гвінея | 62. Кувейт |
| 27. Гондурас | 63. Латвія |
| 28. Гренада | 64. Литва |
| 29. Греція | 65. Ліван |
| 30. Грузія | 66. Люксембург |
| 31. Данія | 67. Маврикій |
| 32. Джибуті | 68. Мадагаскар |
| 33. Домініка | 69. Малаві |
| 34. Домініканська Республіка | 70. Малайзія |
| 35. Еквадор | 71. Малі |
| 36. Екваторіальна Гвінея | 72. Мальта |



73. Марокко
74. Маршаллові острови
75. Мексика
76. Мікронезія
77. Молдова
78. Монголія
79. Намібія
80. Непал
81. Нігер
82. Нідерланди
83. Нікарагуа
84. Німеччина
85. Нова Зеландія
86. Норвегія
87. Об'єднана Республіка
Танзанія
88. Об'єднані Арабські Емірати
89. Оман
90. Пакистан
91. Панама
92. Папуа-Нова Гвінея
93. Парагвай
94. Перу
95. Південна Африка
96. Польща
97. Португалія
98. Росія
99. Сальвадор
100. Самоа
101. Сан-Марино
102. Саудівська Аравія
103. Свaziленд
104. Сейшели
105. Сенегал
106. Сент-Вінсент і Гренадини
107. Сент-Кітс і Невіс
108. Сент-Люсія
109. Сінгапур
110. Словаччина
111. Словенія
112. Соломонові Острови
113. Сполучене королівство
114. Сполучені Штати Америки
115. Суринам
116. Сьєрра-Леоне
117. Таїланд
118. Того
119. Тонга
120. Тринідад і Тобаго
121. Туніс
122. Туреччина
123. Уганда
124. Угорщина
125. Україна
126. Уругвай
127. Фіджі
128. Філіппіни
129. Фінляндія
130. Франція
131. Хорватія
132. Центральноафриканська
Республіка
133. Чад
134. Чеська Республіка
135. Чилі
136. Швейцарія
137. Швеція
138. Шрі-Ланка
139. Ямайка
140. Японія



ДОДАТОК Е

Приклади режимів обміну валют у країнах
з перехідною економікою

Країна	Режим курсоутворення
Польща Січень 1990 р.	Прив'язка (peg) до долара США
Травень 1991 р.	Прив'язка до кошика валют (долар США 45%, німецька марка 35%, англійський фунт 10%, французький франк 5%, швейцарський франк 5%)
3 жовтня 1991 р.	Повзуча прив'язка (crawling peg) (для підтримки міжнародної конкурентоспроможності Польщі)
Росія 3 липня 1996 р.	Повзуча прив'язка (crawling peg) до долара США. До цього був валютний коридор
Чеська Республіка	Прив'язка до валютного кошика (німецька марка 65%, долар США 35%), межі допустимого коливання $\pm 7,5\%$
Угорщина	Повзуча прив'язка (1,2% на місяць) до валютного кошика (долар США – 30%, євро – 70%)
Естонія	Валютний коридор (Currency Board) (прив'язка до німецької марки)
Литва	Валютний коридор (Currency Board) (прив'язка до долара США)
Латвія	Плаваючий курс (мають місце інтервенції Центрального банку).
Болгарія	Плаваючий курс (мають місце інтервенції центрального банку)
Хорватія	Плаваючий курс (інтервенції центрального банку проводяться тільки з метою уникнення великих коливань обмінного курсу)
Румунія	Плаваючий курс (мають місце інтервенції Центрального банку).
Словенія	Вільно плаваючий
Україна	Валютний коридор (так зване кероване плавання)





ДОДАТОК Ж

Валютні режими країн світу за станом на 30 вересня 1998 року¹.

Країни з валютним курсом, фіксованим щодо кошиком валют					Країни із гнучкішими режимами			
1	2	3	4	5	6	7	8	9
долара США	Французького франка	іншої валюти	СПЗ	інших кошиків ²	Одна валюта ³	Спільний режим ⁴	Керовані плаваючі курси	Незалежно плаваючі курси
Антигуа і Барбуда Аргентина Багамські Острови Барбадос Беліз Гренада Джібуті Домініка Ірак Литва Малайзія Маршаллові острови Мікронезія Оман Панама Сент-Кітс і Невіс Сент-Люсія Сент-Вінсент і Гренадини Сирія	Бенін Буркіна-Фасо Екваторіальна Гвінея Гвінея-Бісау Габон Камерун Коморські острови Конго Республіка Кот д'Івуар Малі Нігер Сенегал Того Центрально-африканська Республіка Чад	Боснія і Герцеговина (німецька марка) Болгарія (німецька марка) Бруней (сінгапурський долар) Бутан Індійська рупія) Естонія (німецька марка) Кабо-Верде (португальський ескудо) Кірабаті (австралійський долар) Лесото (південно-африканський	Йорданія Латвія Лівія М'янма	Бангладеш Ботсвана Бурунді Вануату Західна Самоа Ісландія Кіпр Кувейт Мальта Марокко Сейшельські острови Тонга Фіджі	Бахрейн Катар Об'єднані Арабські Емірати Саудівська Аравія	Австрія Бельгія Греція Данія Ірландія Іспанія Італія Люксембург Нідерланди Німеччина Португалія Фінляндія Франція	Азербайджан Алжир Ангола Білорусь Болівія Бразилія Венесуела В'єтнам Гондурас Грузія Домініканська Республіка Екватор Ефіопія Єгипет Ізраїль Іран Казахстан Камбоджа Кенія Китай Киргизстан Колумбія Коста-Ріка Лаос	Австралія Албанія Афганістан Великобританія Вірменія Гайана Гаїті Гамбія Гана Гватемала Гвінея Еритрея Ємен Індія Індонезія Замбія Зімбабве Канада Конго Корея Республіка Лівія Ліван Малагаскар Мексика

1	2	3	4	5	6	7	8	9
		ренд) Намібія (південно-африканський ренд) Непал (індійська рупія) Сан-Марино (італійська ліра) Свазіленд (південно-африканський ренд)					Маврикій Мавританія Макдонія Малаві Мальдіви Нігерія Нікарагуа Норвегія Пакистан Парагвай Польща Росія Румунія Сальвадор Сінгапур Словаччина Словенія Соломонові Острови Судан Суринам Таджикистан Туніс Туркменістан Туреччина Угорщина Узбекистан Україна Уругвай Хорватія Чехія Чилі Шрі-Ланка	Мозамбик Молдова Монголія Нова Зеландія Папуа-Нова Гвінея Перу Південно-Африканська Республіка Руанда Сан-Томе і Принсіпі Сомалі Сьєрра-Леоне США Таїланд Танзанія Тринідад і Тобаго Уганда Філіппіни Швейцарія Швеція Ямайка Японія

¹ Для держав-членів, які мають два і більше валютних ринків, режим вказано відносно основного ринку. ² Валюти, прив'язані за бажанням держав-членів до різних коштів валют, за винятком кошика СПЗ. ³ Обмінні курси валют, які мають обмежену гнучкість лише щодо долара США. ⁴ Валюти входять до спільного режиму, який підтримує Європейська валютна система.