

НАЦІОНАЛЬНИЙ БАНК УКРАЇНИ
ДЕРЖАВНИЙ ВИЩИЙ НАВЧАЛЬНИЙ ЗАКЛАД
«УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ»

на правах рукопису

КОЛДОВСЬКИЙ АРТЕМ ВОЛОДИМИРОВИЧ

УДК [336.743:336.748](477)(043.5)

**СИСТЕМА ВАЛЮТНОГО РЕГУЛЮВАННЯ В КОНТЕКСТІ ФІНАНСОВОЇ
НЕСТАБІЛЬНОСТІ ЕКОНОМІКИ**

Спеціальність 08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит

Дисертація на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук

Науковий керівник:
Журавка Федір Олександрович,
доктор економічних наук, доцент
завідувач кафедри бухгалтерського
обліку і аудиту

Суми – 2013

ЗМІСТ

ВСТУП.....	4
РОЗДІЛ 1. НАУКОВО-МЕТОДИЧНЕ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ СИСТЕМИ ВАЛЮТНОГО РЕГУЛЮВАННЯ З УРАХУВАННЯМ НЕСТАБІЛЬНОСТІ ЕКОНОМІКИ	12
1.1 Теоретико-методологічні підходи до формування системи валютного регулювання	12
1.2 Практичні аспекти застосування стратегій валютного регулювання в умовах трансформації світової валютної системи	31
1.3 Еволюція та основні тенденції розвитку системи валютного регулювання	45
1.4 Емпіричний аналіз моделей щодо валютних криз та валютного регулювання в умовах нестабільності економіки	58
Висновки до розділу 1.....	74
РОЗДІЛ 2. АНАЛІЗ СИСТЕМИ ВАЛЮТНОГО РЕГУЛЮВАННЯ У КОНТЕКСТІ ЦИКЛІЧНОСТІ ФІНАНСОВО-ЕКОНОМІЧНОЇ КРИЗИ В УКРАЇНІ	77
2.1 Оцінка науково-методичної бази регулювання обмінного курсу гривні Національним банком України в умовах нестабільності економіки	77
2.2 Антикризові підходи щодо динаміки платіжного балансу України в системі валютного регулювання	97
2.3 Управління золотовалютними резервами центральними банками світу та Національним банком України.....	121
Висновки до розділу 2.....	136

РОЗДІЛ 3. ВДОСКОНАЛЕННЯ СИСТЕМИ ВАЛЮТНОГО РЕГУЛЮВАННЯ В УКРАЇНІ У КОНТЕКСТІ ФІНАНСОВОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ ЕКОНОМІКИ	140
3.1 Розробка гібридної динамічної моделі прогнозування оптимального валютного курсу в системі антикризового валютного регулювання.....	140
3.2 Визначення оптимального рівня золотовалютних резервів як методу страхування від «раптової зупинки» припливу капіталу.....	154
3.3 Система валютного регулювання НБУ в умовах подальшої трансформації економіки	175
Висновки до розділу 3.....	198
ВИСНОВКИ.....	201
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	206
ДОДАТКИ.....	228
Додаток А – Систематизація науково-методичних підходів щодо трактування поняття «валютний ринок».....	228
Додаток Б – Систематизація науково-методичних підходів щодо трактування поняття «валютне регулювання».....	229
Додаток В – Вихідні дані окремих рядів динаміки валютного курсу гривні відносно долара США.....	230
Додаток Г – Оптимальні і реальні золотовалютні резерви по відношення до ВВП у 2007р. та у 2011р.	231
Додаток Д – Довідки про впровадження результатів дисертаційного дослідження.....	232

ВСТУП

Актуальність теми дослідження. В умовах швидкого розвитку процесів інтернаціоналізації та глобалізації (особливо в контексті фінансової нестабільності світової економіки) проблеми ефективної організації системи валютного регулювання займають провідне місце в економічному житті кожної країни, адже їх результатом є формування важливих показників діяльності країн. Впливаючи на загальний стан економіки країни, система валютного регулювання, у свою чергу, значною мірою ним і визначається та залежить від ролі держави у міжнародних валютно-фінансових відносинах.

Враховуючи необхідність інфраструктурної адаптації валютного регулювання, і як результат – подолання наслідків світової фінансово-економічної кризи та виходу на якісно новий рівень розвитку, особливої актуальності набуває питання формування адаптованої цілісної системи валютного регулювання в умовах фінансової нестабільності економіки країни. Вищезазначена постановка проблеми обумовлює необхідність пошуку механізмів впливу на систему економічних відносин у валютній сфері.

Вивченню теоретико-методологічних засад, розробці практичних аспектів системи валютного регулювання присвячено наукові праці вітчизняних учених: Б.Адамика, О. Бакуна, О.Береславської, С. Боринця, А. Вожжова, А.Гальчинського, О. Гриценка, О. Дзюблюка, Ф. Журавки, С. Михайличенка, А.Мороза, О. Петрика, С. Погасія, М. Савлука, В. Стельмаха та інших. Значний внесок у розробку теоретичних і практичних аспектів організації системи валютного регулювання в умовах фінансової нестабільності економіки зробили зарубіжні економісти: Дж.М.Кейнс, П. Кенен, Л. Красавіна, Р. МакКінон, Р.Манделл, Ф. С. Мишкін, А.Мовсесян, С.Моїсєєв, М. Монтес, М. Пєбро, І.Платонова, В. Попов, М.Фрідмен, Ф. Хайєк, Г.Хоггарт та інші.

Разом з цим узагальнення напрацювань з даної проблематики, накопичений досвід та отримані результати щодо організації системи валютного регулювання дозволяють зробити висновок про незавершеність досліджень у даному напрямку та актуалізують потребу його подальшого розвитку. Зокрема, на погляд автора, вдосконалення потребують наступні аспекти: заходи антикризового валютного регулювання, дослідження шляхів удосконалення системи валютного регулювання для попередження негативних наслідків економічних потрясінь. Крім того, існує об'єктивна необхідність у поглибленні теоретико-методологічних засад прогнозування оптимального валютного курсу, а також розвитку науково-методичної бази оптимізації процесу впровадження обґрунтованих управлінських рішень щодо забезпечення збалансованої структури золотовалютних резервів.

Актуальність вирішення вказаних проблем та недостатній рівень їх теоретико-методологічного обґрунтування обумовили вибір теми, мети та завдань дисертаційної роботи, підкреслюють її актуальність і значущість розроблених теоретичних і практичних рекомендацій.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертаційне дослідження узгоджується з пріоритетними напрямами наукових розробок, що були здійснені в рамках науково-дослідних тем ДВНЗ «Українська академія банківської справи Національного банку України», у виконанні яких автор брав участь особисто. До звіту за темою «Сучасні технології фінансово-банківської діяльності в Україні» (номер державної реєстрації 0102U006965) увійшли пропозиції дисертанта з підготовки рекомендацій щодо вдосконалення нормативно-правової бази з питань розвитку системи валютного регулювання для нейтралізації негативних наслідків економічних дисбалансів, а також щодо оптимізації рівня золотовалютних резервів як методу страхування від «раптової зупинки» припливу капіталу в системі валютного регулювання; за темою «Стан та перспективи розвитку банківської системи України» (номер державної реєстрації 0190U044204) – пропозиції щодо здійснення гібридного моделювання як

інструмента прогнозування оптимального валютного курсу та формування підходів до регулювання обмінного курсу гривні в умовах нестабільності економіки.

Мета і завдання дослідження. Метою дисертаційної роботи є розвиток теоретико-методологічних засад, науково-методичного забезпечення та практичних рекомендацій щодо організації системи валютного регулювання в Україні в контексті фінансової нестабільності економіки.

Сформульована мета обумовила необхідність вирішення наступних наукових завдань:

- узагальнити теоретичні підходи до сутності, цілей, задач, функцій, інструментів системи валютного регулювання;
- дослідити особливості еволюції розвитку системи валютного регулювання;
- систематизувати досвід впровадження емпіричних антикризових моделей в системі валютного регулювання;
- проаналізувати та систематизувати сучасний стан, проблеми і перспективи розвитку системи валютного регулювання в Україні та світі;
- визначити особливості забезпечення збалансованого антикризового валютного регулювання;
- дослідити роль і місце золотовалютних резервів в системі валютного регулювання країни;
- розробити науково-методичні підходи до прогнозування оптимального валютного курсу в умовах кризових потрясінь;
- обґрунтувати науково-методичні засади визначення оптимального рівня золотовалютних резервів країни;
- обґрунтувати шляхи вдосконалення системи валютного регулювання з метою попередження негативних наслідків економічних потрясінь.

Об'єктом дослідження є система валютного регулювання у контексті фінансової нестабільності економіки.

Предметом дослідження є теоретико-методологічні положення та науково-методичне забезпечення ефективного функціонування системи валютного регулювання в умовах фінансової нестабільності економіки.

Методи дослідження. Методологічною основою дисертаційного дослідження виступають: фундаментальні положення економічної теорії, теорії державних фінансів, грошового обігу та кредиту, міжнародної економіки, сучасні концепції міжнародної торгівлі, валютного регулювання, здійснення міжнародних кредитно-розрахункових та валютних операцій, теорії оптимізації; напрацювання вітчизняних і зарубіжних науковців, присвячені проблемам валютного регулювання, сучасних концепцій управління золотовалютними резервами та регулювання обмінного курсу гривні Національним банком України.

У процесі дослідження застосовувалися наступні методи: емпіричних і теоретичних досліджень (аналіз, синтез і групування) – при розкритті сутності, функцій, механізму та інструментів валютного регулювання в умовах трансформації світової валютної системи та дослідження ролі і місця валютного регулювання в умовах нестабільності економіки; логічного узагальнення – при визначенні особливостей світового історичного досвіду впровадження валютного регулювання; порівняльний і статистичний аналізи – при дослідженні особливостей розвитку системи валютного регулювання в Україні; моделювання – при розробці підходу до побудови оптимального рівня золотовалютних резервів; регресійний аналіз – при розробці гібридної динамічної моделі щодо прогнозування оптимального валютного курсу в системі валютного регулювання.

Інформаційну та фактологічну базу наукового дослідження складають закони України, укази Президента України, нормативні акти Кабінету Міністрів України, офіційні дані Національного банку України, Державного комітету статистики України, Національної комісії з регулювання ринків фінансових

послуг України, аналітична інформація Міжнародного валютного фонду, Світового банку, Європейського центрального банку, Федеральної резервної системи США та інших фінансових організацій, статистичні звіти науково-дослідних установ, а також наукові публікації вітчизняних і зарубіжних дослідників.

Наукова новизна результатів дослідження полягає у вирішенні наукової задачі поглиблення теоретико-методологічних засад і розвитку науково-методичного інструментарію системи валютного регулювання в контексті фінансової нестабільності економіки.

До найбільш істотних результатів, що визначають наукову новизну, автором віднесено наступні положення:

вперше:

- запропоновано концептуальний підхід до прогнозування оптимального валютного курсу, в основу якого покладено гібридну динамічну модель, побудовану шляхом злиття економіко-математичних моделей та інтегрованих моделей авторегресії. Розроблена модель є інструментом прогнозування оптимального обмінного курсу з урахуванням стохастичних змін зовнішнього середовища, зокрема, динаміки розвитку валютного ринку України;

удосконалено:

- науково-методичне забезпечення оцінки еволюційного розвитку системи валютного регулювання, особливістю якого є врахування взаємозв'язку циклічності економічних процесів, що дозволило обґрунтувати часові межі основних етапів регулювання валютних відносин і визначити пріоритетні завдання валютної політики держави на кожному етапі;

- науково-методичний підхід до періодизації фаз фінансово-економічної кризи в Україні протягом 2008–2012 рр. Проведено в систематизованому вигляді з відповідним обґрунтуванням заходи антикризового валютного регулювання на кожному з виділених етапів;

- науково-методичний підхід до визначення оптимального рівня золотовалютних резервів центрального банку країни як методу страхування від “раптової зупинки” припливу капіталу в системі валютного регулювання, який, на відміну від існуючих, мінімізує ймовірність «раптової зупинки» за допомогою емпіричних моделей;

набули подальшого розвитку:

- методологічні засади організації системи валютного регулювання шляхом побудови структурної схеми за допомогою методу тетрабазисів, що включає об’єкт дослідження та чотири компоненти: економічне, правове, організаційне та науково-методичне забезпечення системи валютного регулювання. Це дозволило більш повно розкрити сутність і зміст поняття валютного регулювання;

- економічний зміст поняття «валютний ринок», яке в межах даного дослідження пропонується розглядати як систему стійких економічних, юридичних, організаційних і комунікаційних відносин між його суб’єктами, пов’язаними з операціями купівлі-продажу іноземної валюти та інших валютних цінностей, а також спекулятивними операціями, арбітражем, операціями зовнішньої торгівлі, надання послуг, здійсненням інвестицій та інших видів діяльності за визначеним обмінним курсом, що формується на основі законів попиту та пропозиції;

- сутність поняття «валютне регулювання», яке пропонується розглядати як систему законодавчих норм і економічних заходів, що реалізуються державою в особі уповноважених органів з метою організації національної валютної системи країни відповідно до основних принципів розвитку світової валютної системи, забезпечення валютної стабільності та ефективного функціонування механізму валютно-фінансових відносин з іншими країнами з використанням адміністративних та економічних методів впливу на учасників валютних відносин щодо валютної політики в державі;

Практичне значення одержаних результатів дисертаційної роботи полягає у використанні теоретичних узагальнень і практичних рекомендацій щодо розробки системи валютного регулювання країни, стійкої до кризових потрясінь.

Пропозиції автора щодо вдосконалення нормативно-правого забезпечення вітчизняної системи валютного регулювання з метою мінімізації впливу негативних наслідків світової фінансово-економічної кризи використано в Центрі наукових досліджень Національного банку України (довідка про впровадження від 04.02.2013 № 53-117/175); щодо гібридної динамічної моделі прогнозування валютного курсу – в діяльності ПАТ «Перший український міжнародний банк» (довідка про впровадження від 08.02.2013 № 61); щодо науково-теоретичних пропозицій та практичних рекомендацій відносно прогнозування економічного розвитку України на 2014–2017 рр. в сегменті валютних відносин – в діяльність ПАТ «Дельта Банк» (довідка про впровадження від 08.02.2013 № 1827); щодо факторів впливу на курсоутворення, оцінки та управління валютними ризиками в умовах нестабільності економіки – в діяльність ПАТ «Русский стандарт» (довідка про впровадження від 08.02.2013 № 22/51-06-00015).

Результати наукових розробок використовуються у навчальному процесі ДВНЗ «Українська академія банківської справи Національного банку України» при викладанні дисциплін: «Міжнародна економічна діяльність України», «Міжнародні розрахунки та валютні операції», «Економіко-математичні методи і моделі» (акт від 21.11.2012).

Особистий внесок здобувача. Дисертаційне дослідження є самостійно виконаною науковою роботою. Наукові положення, висновки, рекомендації і розробки, які виносяться на захист, одержані автором самостійно і відображені в опублікованих працях. Результати, опубліковані дисертантом у співавторстві, використані у дисертаційній роботі лише в межах особистого внеску.

Апробація результатів дослідження. Основні положення дисертаційного дослідження оприлюднені, обговорювались і отримали схвальну оцінку на

науково-практичних конференціях, серед яких: Міжнародна науково-практична конференція «Банківська система України в умовах глобалізації фінансових ринків» (м. Черкаси, 2012 р.); Міжнародна науково-практична конференція «Міжнародна банківська конкуренція: теорія і практика» (м. Суми, 2009–2012 рр.), Всеукраїнська науково-практична конференція «Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України» (м. Суми, 2009–2012 рр.).

Публікації. Основні наукові положення, висновки і результати дисертаційного дослідження опубліковано в 13 наукових працях загальним обсягом 5,01 друк. арк., з яких особисто автору належать 4,20 друк. арк., у тому числі 7 статей у фахових виданнях, 6 публікацій у збірниках матеріалів конференцій.

Структура і зміст роботи. Дисертація складається із вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел і додатків.

Повний обсяг дисертації складає 237 сторінок, у тому числі на 65 сторінках розміщено 12 таблиць, 28 рисунків, 5 додатків і список літератури з 203 найменувань. Основний текст дисертації складає 172 сторінки.

РОЗДІЛ 1

НАУКОВО-МЕТОДИЧНЕ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ СИСТЕМИ ВАЛЮТНОГО РЕГУЛЮВАННЯ З УРАХУВАННЯМ НЕСТАБІЛЬНОСТІ ЕКОНОМІКИ

1.1. Теоретико-методологічні підходи до формування системи валютного регулювання

В умовах швидкого розвитку інтернаціоналізації та глобалізації економічних процесів міжнародні проблеми сучасного валютного регулювання займають провідне місце у економічному житті кожної країни. Система сучасного глобалізму за своєю природою є пульсуючим явищем, що, в свою чергу, переживає періоди підйому та спаду, сповільнення та прискорення, а отже криза глобалізму закладена у його природі [22]. Наукові дослідження генези та економічної природи сучасної системи глобалізму довели перехідний характер системи корпоративно-державного глобалізму та ймовірність краху даної системи внаслідок загострення його внутрішніх та зовнішніх конфліктів. В історичному вимірі економічна наука свідчить про те, що економічні кризи беруть свій відлік з 1825 року і найбільшим потрясінням для світової економіки вважалась Велика депресія 1929 – 1933 рр.

На нашу думку, причини фінансової нестабільності полягають також у незбалансованих взаємовідносинах основних гравців глобальних ринків – США, Євросоюзу та країн Азії. Нестабільність пов'язана зі спорідненими національними та міжнародними явищами – економічними, циклічними, банківськими, валютними, фінансовими кризами, а також із ринковими коливаннями [4].

Доволі поширеним є виокремлення низки зовнішніх шоків, через які глобальна фінансова нестабільність може впливати на Україну. До причин, що

можуть спровокувати такі зовнішні шоки, відносять: фактичну прив'язку курсу гривні до долара США; можливі зміни валютного курсу в разі зумовленої валютними коливаннями різкої зміни міжнародної кон'юнктури та умов торгівлі; можливі зміни кон'юнктури на міжнародних фінансових ринках [6, 9]. Сучасні події на світовій економічній арені демонструють тісний зв'язок валютної і фінансової сфери, синхронність процесів, що в них відбуваються, показують глобальність їх географічного розповсюдження, а також масштаб їхнього впливу на ключові сфери економіки [10].

Світова історія валютно-фінансових криз за останні десятиліття показала, наскільки сильно впливає валютно-фінансовий сектор на економіку, а також продемонструвала проблеми розробки механізмів антикризового валютного регулювання. Сучасне економічне зростання має бути ключовою метою антикризового валютного регулювання, а підходи до регулювання мають бути орієнтовані не тільки на подолання наслідків кризи, але і на забезпечення трансформаційних змін в економіці до та під час економічної кризи [60]. Таким чином, на нашу думку, застосування антикризового валютного регулювання має особливу актуальність в умовах сучасної світової фінансової кризи.

Задля більш ґрунтовного розгляду поняття «валютне регулювання» вважаємо за доцільне розглянути більш ширші поняття, а саме зосередити увагу на більш широким категоріях, таких як «валютний ринок» та «валютна політика». Виходячи з того, що методи та інструменти системи валютного регулювання застосовуються передусім на валютних ринках, а саме валютне регулювання є невід'ємною частиною валютної політики (рис. 1.1).

Валютний фактор – один з ключових елементів розвитку світової економіки, особливо проявляється в умовах фінансових криз. Економічні процеси у валютній

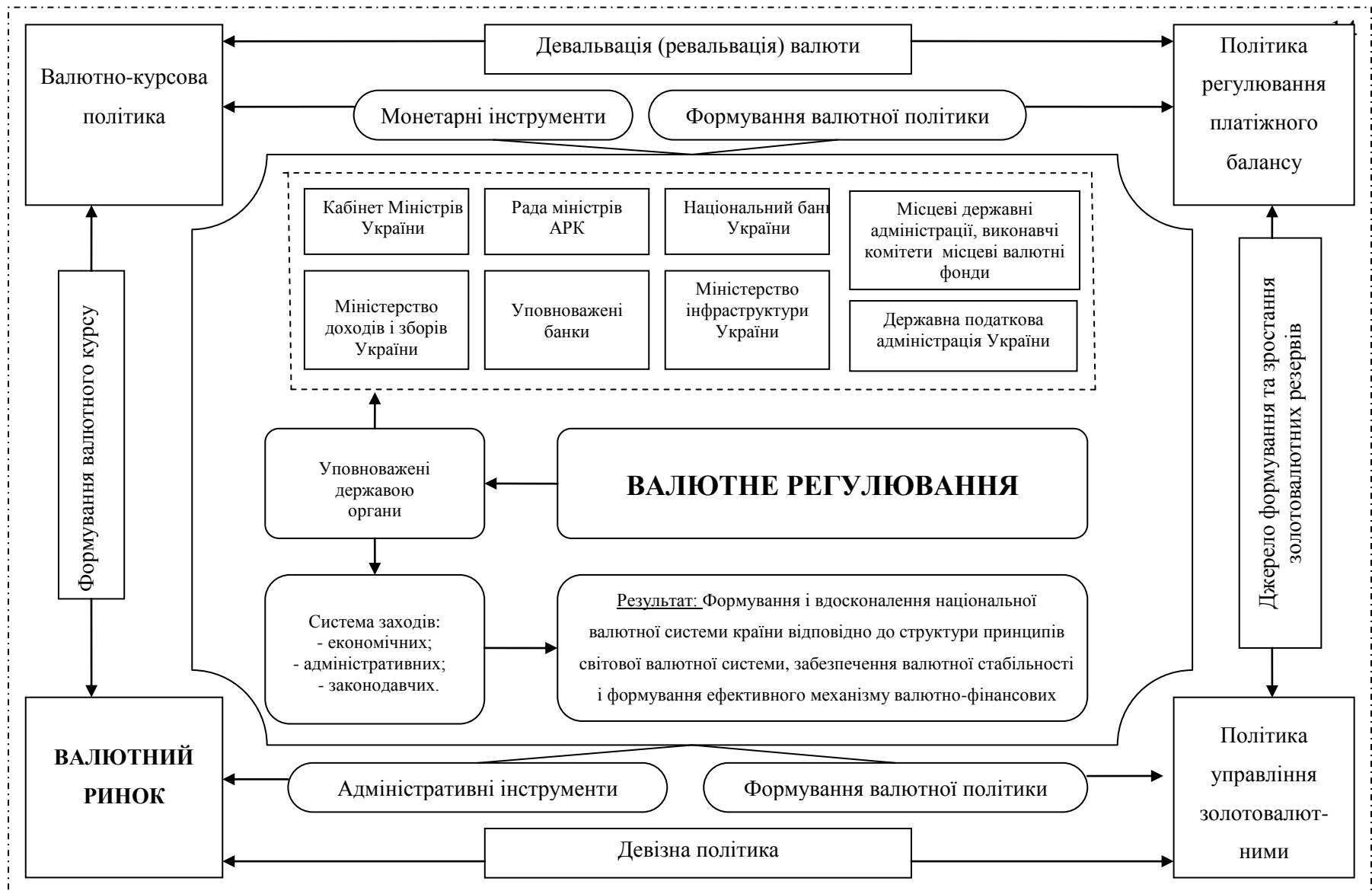


Рисунок 1.1 – Місце валютного регулювання у валютній політиці держави (авторська розробка)

сфері формуються під впливом великої кількості політичних, економічних та інших чинників міжнародного, а також внутрішнього характеру [5].

Швидке переміщення великих фінансових ресурсів між країнами світу здійснюється завдяки використанню сучасних технічних можливостей, тому, на нашу думку, валютний та фінансові ринки носять інтернаціональний та глобальний характер. Міжнародний платіжний оборот, що пов'язаний з оплатою зобов'язань фізичних і юридичних осіб країн світу, а також грошових вимог, обслуговується валютним ринком. А отже, саме валютний ринок є однією з ключових форм забезпечення світових господарських зв'язків, що виконує по суті функції міжнародної грошової системи, а також сприяє здійсненню міжнародних інвестицій та торгівлі.

Аналіз науково-методичних підходів щодо розуміння сутності «валютного ринку», систематизованих нами в таблиці – додатку А [228], дозволяє стверджувати, що загально визнаного та усталеного підходу щодо визначення даного економічного поняття як у вітчизняній, так і у зарубіжній економічній літературі не розкрито повністю.

Більшість авторів, зокрема О.В. Дзюблук [64], Ф.О. Журавка [80], В.А.Ющенко [191], В.І. Міщенко [58], С.В. Мочерний [125] та І.Н.Платонова [39] визначають валютний ринок як систему економічних відносин. Разом з тим існує цілий ряд наукових робіт, в яких валютний ринок розглядається як сектор грошового ринку (А.М. Мороз [184]), а також як сукупність спеціальних інститутів та механізмів (М.А. Савлук [57]).

Слід відзначити вагомі уточнення В.А. Ющенко та В.І. Міщенко [191] щодо спектру операцій – купівлі-продажу іноземної валюти, інших валютних цінностей, цінних паперів у іноземній валюті та руху іноземних капіталів, в той час як інші науковці згадують лише операцій з купівлі-продажу валют, а також влучне доповнення Ф.О. Журавки [75] щодо засобів здійснення операцій – сучасних засобів фінансової телекомунікації.

Не дивлячись на вищеперераховані відмінності у визначенні сутності валютного ринку, всі науковці єдині у думці, що за функціональним змістом валютні ринки забезпечують своєчасне здійснення міжнародних розрахунків, хеджування валютних ризиків, диверсифікацію валютних резервів.

Таким чином, можна стверджувати, що в вузькому розумінні валютний ринок розглядається як система економічних відносин щодо операцій з купівлі-продажу іноземної валюти. В широкому розумінні валютний ринок, на нашу думку, це система стійких економічних, організаційних та юридичних відносин між учасниками міжнародних розрахунків, пов'язаних з операціями купівлі-продажу іноземної валюти та інших валютних цінностей, а також спекулятивними операціями, арбітражем, операцій зовнішньої торгівлі, надання послуг, здійснення інвестицій та інших видів діяльності за визначеним валютним курсом, що формується на основі законів попиту та пропозиції, за допомогою сукупності сучасних засобів фінансової телекомунікації, а саме телекс, інформаційні системи, телефон, спеціалізовані комп'ютерні системи та ін.

На нашу думку, під валютним ринком слід розуміти, систему стійких економічних, юридичних, організаційних та комунікаційних відносин між учасниками міжнародних розрахунків, пов'язаних з операціями купівлі-продажу іноземної валюти та інших валютних цінностей, а також спекулятивними операціями, арбітражем, операцій зовнішньої торгівлі, надання послуг, здійснення інвестицій та інших видів діяльності за визначеним валютним курсом, що формується на основі законів попиту та пропозиції.

Таким чином, на відміну від існуючих трактувань сутності валютного ринку в запропонованому підході максимально враховані всі основні аспекти валютного ринку та сучасні тенденції його розвитку:

1. Визначена *системність* не тільки економічних відносин, а й юридичних, організаційних та телекомунікаційних, що в свою чергу дає змогу розглядати валютний ринок більш широко, з урахуванням комплексу відносин.

2. Підкреслюються *стійкість* економічних, юридичних, організаційних та комунікаційних відносин, які визначаються встановленими чіткими правилами, спрямованими одночасно на підтримку рівноваги між усіма учасниками ринку.

3. Акцентується увага на *сучасні відносини щодо телекомунікацій* такі як телекс, інформаційні системи, телефон, різні комп'ютерні системи, такі як «REUTERS dealing 2000» та ін., що з'єднують між собою учасників ринку (банки та біржі різних країн), які здійснюють валютні операції і обслуговують міжнародні розрахунки.

4. Об'єкт купівлі-продажу на валютному ринку *не обмежується* лише валютою та валютними цінностями, на валютному ринку здійснюється коло операцій – зовнішньоторговельні розрахунки, міграція капіталів, робочої сили, туризму, тощо, які передбачають використання іноземної валюти покупцями, продавцями, посередниками, банківськими установами та фірмами.

Специфічні риси валютного ринку в умовах лібералізації фінансових ринків та в умовах фінансових криз логічно згрупувати у відповідні групи, оскільки, згідно даного розмежування можна більш наглядно прослідкувати особливі характеристики у різні періоди розвитку економіки (табл. 1.1).

Саме функціонування сучасного валютного ринку є ключовим об'єктом впливу системи валютного регулювання і валютного контролю з боку держави у процесі реалізації валютної політики. Розбудова повноцінного сучасного валютного ринку та ефективна організація валютних відносин визначаються необхідністю їх належного регулювання з боку держави. Одне з основних місць у вищезазначеному процесі належить механізму реалізації валютної політики країни, що включає всі важелі впливу на валютні відносини і є ключовим

Таблиця 1.1 – Специфічні риси валютного ринку в умовах лібералізації фінансових ринків і в умовах фінансових криз (складено автором)

Специфічні риси валютного ринку		
Риси	В умовах лібералізації фінансових ринків	В умовах фінансових криз
Відмінні	1. Посилення інтернаціоналізації, пов'язане з поглибленням господарських зв'язків, підвищення рівня концентрації виробництва та фінансового капіталу, створення спільних банків.	1. Посилення ознак хаотичності, оскільки проявляються дії і прагнення окремих економічних суб'єктів за різноманітності їхніх інтересів та мотивацій.
	2. Високий динамізм здійснення валютних операцій.	2. Низький динамізм здійснення валютних операцій.
	3. Інтенсивний розвиток ринку євровалют.	3. Спад на ринку євровалют.
	4. Лібералізація національних валютних законодавств і зміцнення внутрішніх валютних ринків.	4. Посилення державного втручання в економічні відносини.
	5. Підвищення в структурі обороту частки спекулятивних угод і відповідно зниження частки комерційних (клієнтських) валютних операцій.	5. Зменшення в структурі обороту частки спекулятивних угод і відповідно зниження частки комерційних (клієнтських) валютних операцій.
Спільні	6. Використання спеціальних телеграфних агентств (Рейтер, Блумберг), системи міжнародних рахунків СВІФТ і створення електронної системи «Рейтер-дилінг».	
	7. Широке застосування міжнародних розрахункових одиниць.	
	8. Високий рівень технічної оснащеності фінансових установ.	
	9. Наявність уніфікованих, а в більшості випадків стандартизованих методів організації торгівлі та укладення валютних контрактів.	

елементом у загальній системі заходів підтримки макроекономічної стабільності та стимулювання економічного зростання, а також підвищення добробуту населення.

Валютна політика є однією з ключових форм регулювання зовнішньоекономічних відносин і набуває основного значення у практичній реалізації впливу держави на усі господарські процеси з метою реалізації стратегії економічного розвитку та розбудови ефективно функціонуючого ринкового механізму.

Вагома частка авторів, зокрема Л.Н. Красавина [117], А.М. Мороз [184], А.Г.Наговіцин [128], О. Щербакова [187], О.В.Дзюблюк [65], Ф.О.Журавка [84]

визначають валютну політику як сукупність заходів. Однак, існує ряд наукових робіт, в яких валютну політику розглядають як розробку й практичну реалізацію державою засобів впливу (О.В.Дзюблук [65]), сукупність нормативних і монетарних дій (М.К. Бункина [33]), а також як комплекс економічних, організаційних, правових, адміністративних та інших заходів, методів, форм, інструментів і механізмів (Ф.О. Журавка [84]). На нашу думку, найбільш вагоме уточнення вніс Ф.О. Журавка щодо мети валютної політики – забезпечення стабільності обмінного курсу національної валюти та збалансованості платіжного балансу країни, в той час як інші науковці зовсім не згадують даний момент.

Отже, в цілому всі науковці одностайно міркують щодо змістового наповнення відносно сфери міжнародних економічних відносин та відповідно до поточних та стратегічних цілей економічної політики країни.

На нашу думку, під валютною політикою слід розуміти органічну складову частину державної економічної політики, яка за допомогою комплексу економічних, правових, адміністративних та організаційних заходів, методів, форм, інструментів та механізмів у сфері національних (міжнародних) валютних відносин та грошового обігу, відповідно до поточних (тактичних), середньострокових (опосередкованих) та довгострокових (стратегічних) цілей країни, стимулює зовнішньоекономічні позиції держави, рівновагу платіжного балансу та стійкість курсу національної валюти.

Таким чином, в запропонованому підході щодо трактування сутності поняття «валютна політика» максимально враховані всі основні аспекти:

1. Визначена ієрархічність «валютної політики» як органічної складової частини державної економічної політики, що в свою чергу дозволяє розглядати дане поняття в більш широкому структурованому розумінні.

2. Акцентується увага на відповідності цілям країни не тільки як поточним (тактичним) та довгостроковим (стратегічним), а й середньостроковим (опосередкованим), що допомагає продуктивніше з урахуванням певних

коригувань досягати кінцевого результату відповідно стратегічних цілей (стабільність цін, високу зайнятість, економічне зростання та підтримку рівноваги платіжного балансу).

3. Підкреслюються *розширене поняття ролі* валютної політики, яка стимулює зовнішньоекономічні позиції держави, рівновагу платіжного балансу та стійкість курсу національної валюти, що включає забезпечення стійкого економічного зростання, підтримання стабільного рівня цін (низький рівень інфляції), сприяння високого рівня зайнятості (низький рівень безробіття), забезпечення зовнішньоекономічної рівноваги (тобто рівноваги платіжного балансу країни) як на національному рівні та координування міждержавних дій з метою спільних пошуків виходу з кризових ситуацій, послаблення протиріч, створення сприятливих валютних умов для міжнародних економічних відносин та посилення позицій держави у боротьбі за ринки збуту, джерела енергії і сировини, сфери вкладання капіталів як на міжнародному рівні.

Досягнення тактичних, опосередкованих та стратегічних цілей валютної політики забезпечується через наступні ключові форми її практичної реалізації – валютне регулювання та валютний контроль за виконанням установлених вимог, норм і правил.

Подальше дослідження сутності, завдань, рівнів, функцій, механізмів, методів, принципів та інструментів валютного регулювання надасть можливість встановити оптимальні умови та методи застосування даних операцій для покращення фінансової стабільності економіки країни.

Аналіз науково-методичних підходів щодо розуміння сутності «валютного регулювання», систематизованих нами в таблиці – додатку Б [229], дозволяє стверджувати, що дане поняття до сьогоднішнього часу законодавчо не визначене, з приводу цього, існують наступні проблеми: відсутність єдності в застосуванні поняття при врегулюванні валютних відносин; труднощі з віднесенням дій

уповноважених державою органів саме до дій валютного регулювання; питання щодо організації системи валютного регулювання. Тому практично кожен дослідник висловлює свою точку зору на таке явище як валютне регулювання.

Виділяють наступні підходи щодо визначення поняття валютного регулювання: комплексний підхід (відводиться чіткий акцент на його регулюючу функцію, регламентації державою міжнародних розрахунків і порядку проведення валютних операцій, упорядкування руху валютних потоків, представлений у працях В. Крашеніннікова, Л. Красавіної, І. Платонова [39], Б.Райзберга, В.Ющенко [191], А.Мороза [57], Б. Сас [173] та структурний підхід (трактування як комплексу заходів (законодавчих, адміністративних, економічних та організаційних), частина валютної політики держави (Н.М. Артемов [7], О.В.Дзюблюк [64]).

Слід зауважити, що вищезазначені комплексний і структурний підходи щодо визначення сутності поняття валютного регулювання є різновидами системного дослідження поряд з цілісним підходом, який не знайшов свого відображення у класифікації. В свою чергу цілісний підхід дозволяє проаналізувати не тільки склад і структуру досліджуваного явища, а й взаємозв'язок між частинами і цілим у статичі та динаміці, тобто передбачає вивчення об'єкта як системи в цілому [72].

Характеризуючи поняття валютного регулювання на основі цілісного підходу пропонуємо використовувати метод тетрабазисів. Тетрабазис являє собою площинну схему, яка, в свою чергу включає, об'єкт дослідження та чотири компоненти: економічне, правове, організаційне та науково-методичне забезпечення. Даний системний опис об'єкта дослідження є багаторівневим, тобто деталізація одного рівня проводиться шляхом проведення аналогічних операцій (побудови тетрабазиса) з усіма чотирма її компонентами. Побудова багаторівневих схем дозволяє більш повно розкрити сутність і зміст об'єкта

дослідження. Описова схема валютного регулювання, яка розкриває чотири базисних компонента об'єкта дослідження відображена на рис. 1.2.

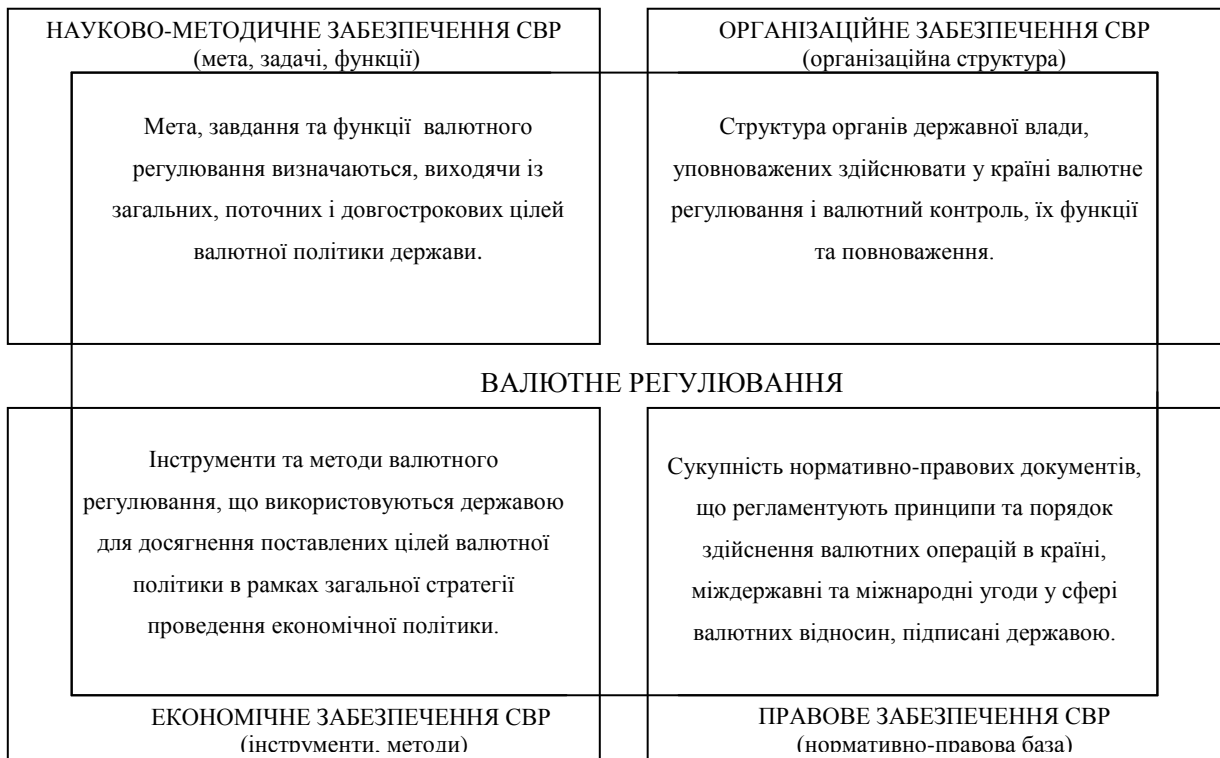


Рисунок 1.2 – Визначення змісту поняття «валютне регулювання» згідно з методом тертабазисів (авторська розробка)

Аналізуючи вищезазначені визначення, вважаємо, що в цілому всі науковці одноставно акцентують увагу на те, що це діяльність держави, але при цьому діяльність по регулюванню відносин, тобто можна з впевненістю говорити, що валютне регулювання це один з видів державного регулювання, як діяльності по встановленню державою загальних правил поведінки (діяльності) учасників суспільних відносин та їх корегування в залежності від умов, що змінюються.

Підсумовуючи вищенаведене, з впевненістю можна стверджувати, що в вузькому розумінні валютне регулювання – діяльність держави та уповноважених нею органів щодо регламентації валютних відносин економічних суб'єктів та їх діяльності на валютному ринку. В широкому розумінні валютне регулювання, на

нашу думку, розглядається як частина макроекономічної політики держави, що здійснюється з метою формування та вдосконалення національної валютної системи країни відповідно до структурних принципів побудови та розвитку світової валютної системи, забезпечення валютної стабільності і ефективного формування механізму валютно-фінансових взаємовідносин з іншими країнами із застосуванням адміністративних та економічних методів впливу на учасників валютних правовідносин щодо валютної політики в державі.

На нашу думку, під валютним регулюванням слід розуміти систему законодавчих норм і економічних заходів, що реалізуються державою в особі уповноважених органів з метою формування та вдосконалення національної валютної системи країни відповідно до принципів розвитку світової валютної системи, забезпечення валютної стабільності та формування ефективного механізму валютно-фінансових взаємовідносин з іншими країнами із застосуванням адміністративних та економічних методів впливу на учасників валютних відносин щодо валютної політики в державі.

Таким чином, в запропонованому підході щодо трактування сутності поняття «валютне регулювання» максимально враховані наступні аспекти:

1. Визначено *системність* законодавчих норм і економічних заходів, що в свою чергу дозволяє розглядати дане поняття в більш широкому розумінні.
2. Підкреслюються *розширене поняття мети* проведення валютного регулювання, а саме, формування та вдосконалення національної валютної системи країни.
3. Актуалізовано *відповідність* щодо структури принципів світової валютної системи, що в свою чергу підкреслює сучасний швидкісний розвиток інтернаціоналізації і глобалізації економічних процесів.
4. Акцентується увага на застосування *адміністративних та економічних методів* впливу на учасників валютних правовідносин щодо валютної політики в державі, що, в свою чергу, включають валютні інтервенції (девізну політику),

девальвації та ревальвації валют, дисконтну політику (облікова політика), політику управління валютними резервами (їхню диверсифікацію), валютні обмеження.

Отже, схематично зобразимо виокремленні науково-методичні підходи до розуміння сутності поняття валютного регулювання (рис. 1.3).

Досліджуючи зміст валютного регулювання необхідно розглянути його суб'єкти, об'єкти, завдання, функції, методи, рівні, принципи та відповідні інструменти.

До суб'єктів валютного регулювання відносять Кабінет Міністрів України, Національний банк України (визначає та надає на затвердження Верховної Ради України ліміт зовнішнього державного боргу України; бере участь у складанні платіжного балансу України; забезпечує формування та виступає розпорядником Державного валютного фонду України; здійснює валютну політику; складає платіжний баланс України; контролює дотримання затвердженого ВРУ ліміту зовнішнього державного боргу; приймає обов'язкові для виконання нормативні акти щодо здійснення валютних операцій; видає ліцензії на здійснення валютних операцій), Рада міністрів АРК, місцеві державні адміністрації, виконавчі комітети, Міністерство інфраструктури України (формує республіканський (республіки Крим) та місцеві валютні фонди за рахунок придбання іноземної валюти на міжбанківському валютному ринку України за рахунок коштів відповідних бюджетів здійснює контроль за дотриманням правил поштових переказів та переміщення валютних цінностей через митний кордон України); Міністерство доходів і зборів України (здійснює контроль за дотриманням правил переміщення валютних цінностей через митний кордон України, здійснює фінансовий контроль за валютними операціями резидентів та нерезидентів на території України, здійснює контроль за валютними операціями резидентів і нерезидентів через відповідні банки) та уповноважені банки (здійснюють контроль за валютними операціями, що проводяться резидентами і нерезидентами через ці установи),

ВАЛЮТНЕ РЕГУЛЮВАННЯ

У широкому
розумінні

Частина макроекономічної політики держави з метою формування і вдосконалення національної валютної системи країни відповідно структури принципів світової валютної системи, забезпечення валютної стабільності і ефективного формування механізму валютно-фінансових взаємовідносин з іншими країнами із застосуванням адміністративних та економічних методів впливу на учасників валютних правовідносин щодо валютної політики в державі.

У вузькому
розумінні

Діяльність держави та уповноважених нею органів щодо регламентації валютних відносин економічних суб'єктів та їх діяльності на валютному ринку.

Авторське визначення

Система законодавчих норм і економічних заходів, що реалізуються державою в особі уповноважених органів з метою формування та вдосконалення національної валютної системи країни відповідно до принципів розвитку світової валютної системи, забезпечення валютної стабільності та формування ефективного механізму валютно-фінансових взаємовідносин з іншими країнами із застосуванням адміністративних та економічних методів впливу на учасників валютних відносин щодо валютної політики в державі.

Концептуальність

Визначено системність законодавчих норм і економічних заходів	Підкреслюються розширене поняття мети проведення валютного регулювання	Актуалізовано відповідність щодо структури принципів світової валютної системи	Акцентується увага на застосування адміністративних та економічних методів впливу на учасників валютних правовідносин щодо валютної політики в державі
---	--	--	--

Рисунок 1.3 – Виокремлення підходів щодо визначення сутності валютного регулювання (розроблено автором)

тобто органи виконавчої влади, що наділені відповідними повноваженнями в цій сфері, а також резиденти, нерезиденти, інші виконавчі органи з питань

кредитування іноземними державами, інвестори (резиденти та нерезиденти) [71].

Об'єктами валютного регулювання є порядок здійснення валютних операцій (наприклад, норми щодо порядку оформлення та обліку валютообмінних операцій); юридичні дії, що виникають із володіння, користування та розпорядження валютними цінностями; процесуальні відносини із застосування заходів відповідальності за вчинені валютні правопорушення [20].

Ключовим об'єктом валютного регулювання є валютний курс грошової одиниці країни, що в свою чергу суттєво впливає на подальший розвиток внутрішньогосподарських процесів і зовнішньоекономічних позицій країни. Валютний курс необхідний для взаємного обміну валютами при торгівлі товарами та послугами, при перетіканні кредитів та капіталів.

Законодавство України не декларує цілі та задачі валютного регулювання у зв'язку з їх оперативними змінами [27]. Цілі та завдання валютного регулювання визначаються поточним станом і перспективами розвитку економіки країни, що проводиться грошово-кредитною політикою і спрямовані на захист національної економіки від протиправних дій у сфері валютно-фінансових відносин [186].

Валютною політикою держави визначаються цілі валютного регулювання, які відповідно до строків реалізації поділяються на довгострокові, середньострокові та короткострокові [24].

На основі проведеного аналізу сутності поняття валютного регулювання можна виділити основні завдання валютного регулювання. Досить точно згруповано завдання валютного регулювання у роботі М. Єпіфанової [73], яка виділяє оперативні (реалізація яких передбачається на короткострокову перспективу, зокрема регламентація діяльності суб'єктів валютного ринку з валютними цінностями та регламентація поточних операцій платіжного балансу), тактичні (відносяться до впорядкування операцій з використанням валюти, регулювання руху валютного капіталу) та стратегічні завдання (спрямовані на забезпечення політичної, економічної безпеки і стабільності держави).

Таким чином, на нашу думку, до основних завдань валютного регулювання відносять: розробку та прийняття відповідними органами нормативно-правових актів, що визначають принципи та порядок здійснення валютних операцій на території України, порядок ввезення та вивезення іноземної валюти, права та обов'язки суб'єктів валютних відносин, відповідальність за порушення валютного законодавства; визначення основних засад внутрішньої та зовнішньої валютної політики держави; створення системи контролю за дотриманням валютного законодавства України (валютний контроль); формування державного валютного резерву для забезпечення фінансових зобов'язань держави в іноземній валюті.

Аналізуючи зміст валютного регулювання, можна констатувати, що основним його завданням є захист національної валюти та можливість учасників валютних відносин здійснювати валютні операції з урахуванням валютних обмежень та під контролем держави [88].

Розглядаючи основні функції валютного регулювання пропонується використовувати наступну класифікацію: регуляторна (застосування методів та форм валютного регулювання), алокаційна (вплив на валютні відносини, сприяння визначенню порядку проведення валютних), цільова (визначення напрямів розвитку валютної системи), стимулююча (формування регуляторних заходів впливу на діяльність суб'єктів валютного), регламентуюча (розробка та впровадження законодавчих та нормативно-правових актів, що визначають порядок проведення операцій з валютними цінностями).

Система валютного регулювання реалізується на різних рівнях з застосуванням різноманітних методів та інструментів, взаємодія і взаємозв'язки яких представлені на рис. 1.4.

Сучасне регулювання валютних відносин складається з наступних рівнів: регіональний (національні та міжнародні банки та корпорації, які володіють величезними валютними ресурсами та активно оперують ними); національний (Центральний банк, Міністерство фінансів та ін.); міжнародний [88].

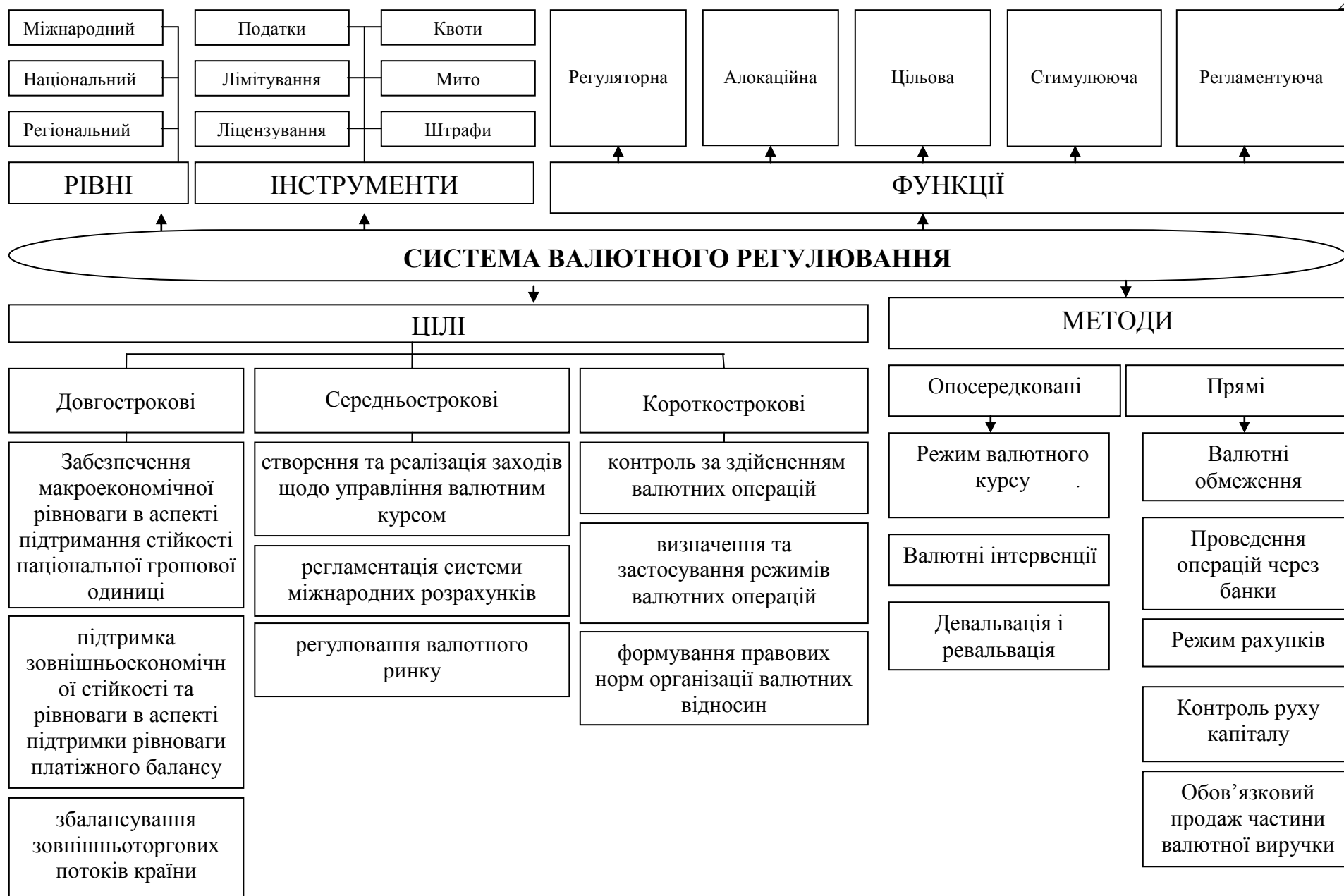


Рисунок 1.4 – Система валютного регулювання у розрізі рівнів, цілей, методів, функцій та інструментів

Розглядаючи методи сучасного валютного регулювання доцільно керуватися класифікацією Бездітка Ю.М: девізну політику (валютні інтервенції); дисконтну політику (облікова політика); девальвації та ревальвації валют; політику управління валютними резервами; валютні обмеження [14].

Необхідно відзначити, що у науковій літературі відсутня єдина думка відносно типології інструментів валютного регулювання. Класифікація інструментів валютного регулювання зводиться до виділення прямих та непрямих, адміністративних та ринкових інструментів. При цьому окремі автори об'єднують загальною характеристикою прями та адміністративні, а також непрямі та економічні інструменти (В.М. Крашеніков, Л.Н. Красавіна, А.Арійоші) [117], тоді як в інших публікаціях всі позначені типи інструментів є самостійними (І.Н. Платонова [39]. Окремої позиції дотримується Ю.Ф. Сімінов [174], який виділяє адміністративні та ринкові інструменти валютного регулювання, а ринкові, в свою чергу, розділяє на прями і непрямі.

На нашу думку, останній підхід більш точно відображає структуру інструментів валютного регулювання. Однак необхідно відзначити, що поняття «адміністративний» являє собою дії відповідних виконавчих органів влади, в той час як потрібно підкреслити також законодавче підтвердження окремих інструментів валютного регулювання [185]. Виходячи із вищевикладеного, виділимо дві великі групи інструментів валютного регулювання: адміністративно-правові та економічні (ринкові). За своєю суттю, адміністративно-правові інструменти є інструментами прямої дії, оскільки мають нормативний характер і виявляють конкретні умови здійснення валютних операцій безпосереднім учасникам валютного ринку. Одночасно, економічні інструменти валютного регулювання можуть включати в себе інструменти і прямої і непрямой дії, тому первинний розподіл інструментів на прями і непрямі вважаємо не зовсім точним [183]. На наш погляд, структуру інструментів валютного регулювання необхідно представити дещо іншим способом (рис. 1.5).

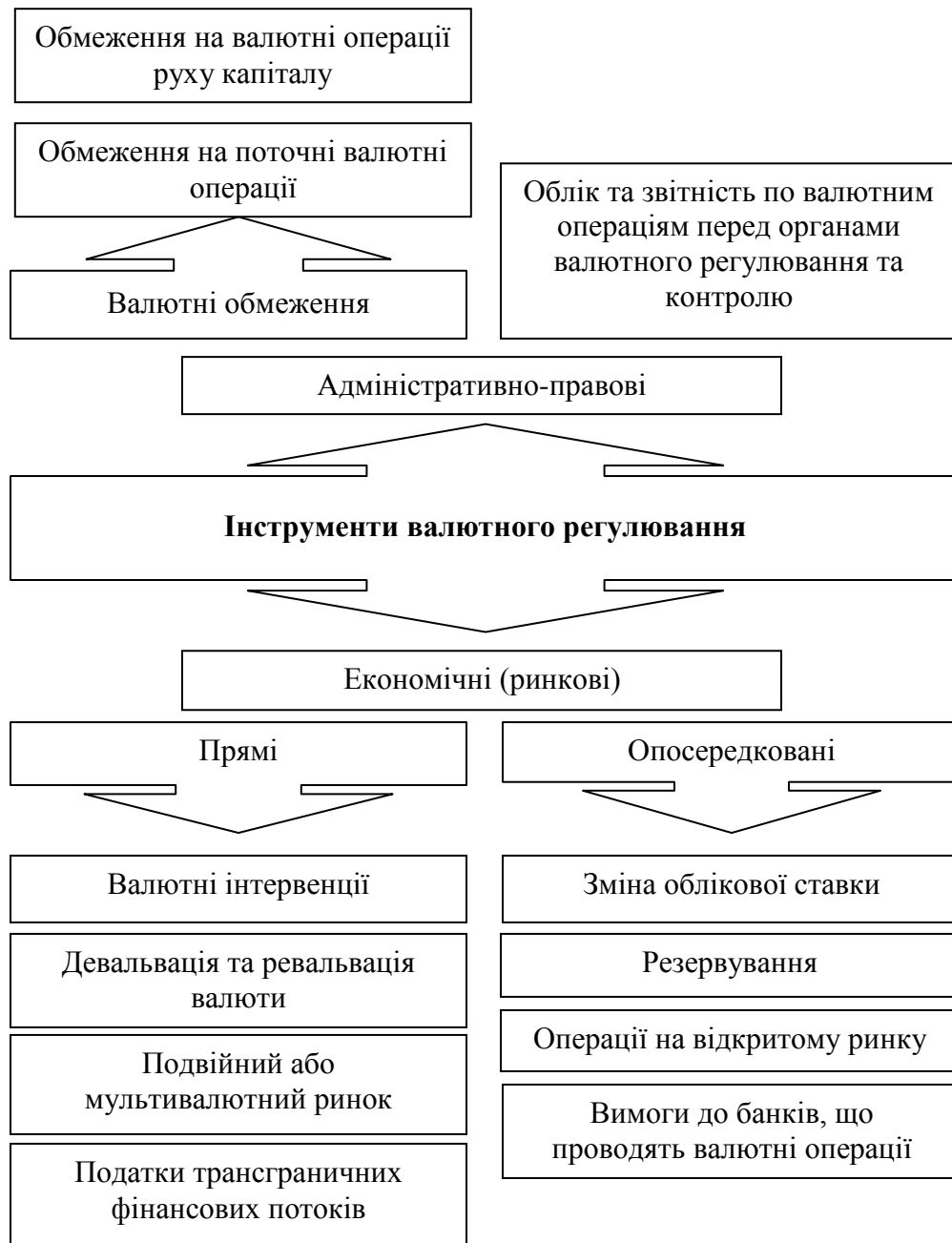


Рисунок 1.5 – Класифікація інструментів валютного регулювання [168, 175]

Підводячи підсумок, необхідно підкреслити, що нинішня глобальна фінансова нестабільність пов'язується з міжнародними валютними та фінансовими дисбалансами, а відтак – з наслідками для міжнародних ринків, прогнозуванням зовнішніх шоків для національних економік, що стосується сфери міжнародних валютних відносин то вона, мабуть, є однією з найбільш нестабільних в сучасному світі.

Світовий досвід підтверджує твердження того, що розвиток валютних відносин відбувається за активною участю держави [191]. Більше того, слід зауважити, що в умовах кризових потрясінь вдосконалення державного регулювання щодо здійснення валютних операцій набуває надзвичайної актуальності [129]. Результативність валютного регулювання є найважливішим фактором забезпечення стійкості національної валюти, стабільності фінансово-кредитної системи та фінансового ринку, формування інвестиційного клімату в країні, розвитку міжнародної економічної інтеграції [36, 37].

Особливу значимість набувають також питання оперативного вирішення проблеми розробки та проведення національної валютної політики, що особливо важливо на тлі структурних зрушень в економіці, кризових явищ, задач підвищення ефективності системи державного регулювання і фінансового контролю.

1.2. Практичні аспекти застосування стратегій валютного регулювання в умовах трансформації світової валютної системи

В умовах трансформаційної економіки здійснюється ринкове та державне регулювання валютних відносин. На валютному ринку формується попит і пропозиція валют, їх курсове співвідношення, а закони попиту та пропозиції в умовах конкуренції на валютних ринках забезпечують відносну еквівалентність обміну валют, відповідність міжнародних потоків валют потребам світового господарства, пов'язаних з рухом товарів, послуг, капіталів, кредитів. Ринкове та державне валютне регулювання завжди доповнюють одне одного. Перше, що ґрунтується на конкуренції, породжує стимули розвитку, а друге спрямоване на подолання негативних сторін ринкового регулювання валютних відносин [40].

Співвідношення між ними часто змінюється: в умовах кризових потрясінь, воєн, післявоєнної розрухи переважає державне валютне регулювання, часом досить жорстке, а при поліпшенні валютно-економічного становища відбувається лібералізація валютних операцій, заохочується ринкова конкуренція [93].

На даний момент відсутнє чітке розуміння й оцінка теорії валютного регулювання, в тому числі форм валютної політики, що повинна відповідати сучасним економічним реаліям.

Отже, стратегія вибору форми валютного регулювання в сучасних умовах трансформації світової валютної системи ґрунтується на застосуванні однієї з двох основних теоретичних концепцій, котрі визначають ключові принципи як для грошово-кредитної, так і для валютної політики [115]. Незважаючи на широкий спектр даних концепцій, визначають два фундаментальні підходи щодо організації валютного регулювання:

- монетаристський підхід, який базується на саморегулюванні економічної системи на основі ринкових процесів;
- кейнсіанський підхід, що ґрунтується на необхідності активного державного втручання у господарські процеси [120].

Таким чином, розглянемо вплив основних економічних теорій на вибір форм валютного регулювання. Основною теоретичною школою, починаючи з 70-х років XVIII століття й до 30-х років XX століття була класична економічна теорія, згідно якої сформовані закони функціонування грошей та валютного регулювання. Представниками даної течії були Ф. Сміт, Рікардо, Д. Юм, Дж. Міль, А. Пігу, А.Маршал, Т. Мальтус, Л. Вальрас, та ін. [122].

Представники класичної школи ринкову економіку розглядали як саморегулюючу систему, яка найбільш ефективно розподіляє ресурси. Згідно поглядів А. Сміта вважалося, що ринковій економіці необхідна найбільша економічна свобода. Найкращий результат для всіх, на думку А.Сміта, забезпечувався зацікавленістю у прибутку в умовах конкуренції [51]. А. Сміт був

переконаний, що держава не повинна втручатися (або мінімально втручатися) в процес розвитку ринкової економіки.

Заслугою Д. Рікардо було чітке розмежування споживчої і мінової вартості, зведення джерела вартості товару до праці. Він уточнив двобічний характер праці, дисбаланс між заробітною платою працівника, а також вартістю продукту його праці, що є передумовою для з'ясування суті капіталістичної експлуатації [89].

На жаль, наступні представники даної школи політичної економії не спромоглися повною мірою розвинути наукові погляди А. Сміта та Д. Рікардо. Що стосується недоліків даної теорії, пропонуємо згрупувати недоліки класичної школи у вигляді табл. 1.2.

Таблиця 1.2 – Недоліки класичної економічної теорії

№	Показник	Характеристика
1.	Процес відтворення суспільного капіталу	Вартість сукупного суспільного продукту А. Сміт звів тільки до величини заробітної плати і прибутку
2.	Вартість товару	Д. Рікардо визначав вартість товару через механізм попиту та пропозиції
3.	Робоча сила	Класики не змогли науково обґрунтувати вартість товару робоча сила
4.	Поняття «капітал»	А. Сміт і Д. Рікардо поняття «капітал» звели лише до його речового змісту - засобів виробництва, ототожнив його з останніми
5.	Вартості продуктів праці	Класикам не вдалося виділити найбільш абстрактну і найбільш загальну форму вартості продуктів праці
6.	Закон вартості	Д. Рікардо ототожнював форми вияву закону вартості з самим законом, власне зміст вартості з її компонентними формами (наприклад, середнім прибутком, ціною виробництва), а додаткову вартість - з такими формами її прояву, як прибуток, рента
7.	Капіталістичний спосіб виробництва	Капіталістичний спосіб виробництва вони вважали вічним ладом, тобто не враховували при його розгляді принцип історизму
8.	Роль держави в господарському житті	Ігнорували або істотно недооцінювали роль держави в господарському житті, що було природним у той період

Отже, відповідно до даної теорії вважалося, що капіталістична економіка приводиться в стан рівноваги автоматично, тобто капіталізм являється

саморегулюючою системою. Грошово-кредитна політика не може впливати на обсяг виробництва, тобто гроші не впливають на економічну активність. Зміна грошової маси впливає на об'єм очікуваних угод домашніх господарств, але не впливає на об'єм виробництва при повній зайнятості. Тільки ціни можуть відповідно корегуватися. Таким чином, згідно тверджень класичної теорії, збільшення грошової маси завжди призводить до пропорційного зростання цін. Внаслідок зменшення грошової маси, згідно класичної теорії, відбувається пропорційне зниження рівня цін [105].

Економісти-класики вважали, що господарчий механізм, що базується на приватній власності та вільній грі ринкових сил, забезпечував відновлення порушеної рівноваги міжнародних грошових потоків, пов'язаних з зовнішньоторговим обміном [107]. Стихійні переливання золота з однієї країни в іншу забезпечували міжнародні розрахунки по платіжним операціям.

Розглянемо вплив кількості грошей на зовнішню рівновагу (рис. 1.6).

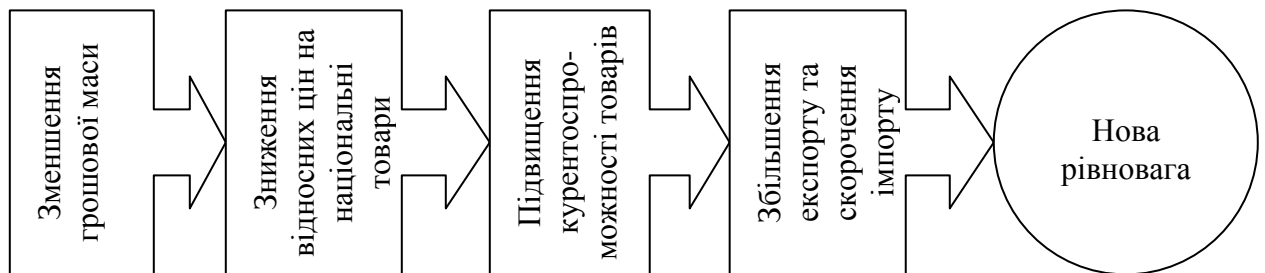


Рисунок 1.6 – Вплив кількості грошей на зовнішню рівновагу

Зменшення грошової маси спричиняє зниження відносних цін на національні товари, що підвищує їх конкурентоспроможність і дозволяє збільшити експорт та скоротити імпорт, що призводить обмін до нової рівноваги. Додатковий випуск валюти, спричинений припливом золота у країну з додатнім сальдо, визиває на зростання цін на національні товари, що, в свою чергу, гальмує експорт і стимулює імпорт, що зменшує додатне сальдо.

Основною причиною попиту на гроші, як вважали І. Фішер, А. Маршал, являється транзакційний мотив зберігання грошей, що використовується в якості засобу платежу при проведенні угод. Економісти-класики також визнавали існування так званого мотиву обережності при достатньому ступені невизначеності економічної кон'юнктури, тобто збереження грошей на непередбачені потреби [131].

Дані мотиви стосуються ролі грошей як засобу обігу, тому економісти-класики вважали, що основним детермінантом попиту на готівкові кошти являється рівень номінального доходу особи. Але деякі економісти даної течії вважали, що підвищення відсоткової ставки неминуче призводить до збільшення альтернативних витрат зберігання грошей, так як є можливість купувати облігації та отримувати дохід у вигляді відсотків [145]. Тому економісти-класики вважали, що відсоткова ставка відіграє обмежувальну роль у якості фактора, що впливає на попит грошей.

Сучасні неокласичні концепції базуються на основі тез щодо залежності вартості грошей від їх кількості, що в свою чергу базуються на понятті паритету купівельної спроможності.

Згідно концепції купівельної спроможності, що набула найбільшого розвитку у роботах шведського економіста Г. Касселя, реальною базою валютного курсу є купівельна спроможність. При цьому валютний курс являється відображенням відносної вартості грошових одиниць двох країн, що визначає рівень цін, а рівень цін в свою чергу залежить від кількості грошей в обігу [169]. Вважалось, що валютні курси по купівельній спроможності вирівнюються автоматично під впливом ринкових механізмів, що забезпечують відновлення рівноваги макроекономічних пропорцій.

Економісти Дж. Бикердаjk, Дж. Робінсон. А. Браун, Ф. Грехем вважали, що зміна валютних курсів не може бути ефективним методом усунення дефіциту чи надмірного надходження над витратами у платіжному балансі країни [176]. Однак

на початку 50-х років англійський економіст Дж. Мід на основі власних економетричних розрахунків прийшов до висновку, що проблема одночасного досягнення зовнішньої та внутрішньої рівноваги за умови збереження стабільних валютних курсів не може бути вирішена.

Трансформація світової валютної системи в 30-40-х роках ХХ ст. виявила неактуальність застосування класичної теорії на практиці. Тому новим поглядом на економічні процеси стала кейнсіанська модель функціонування ринкової економіки, згідно якої капіталістична економіка не являється саморегулюючою [180].

Кейнсіанці пов'язали процес рівноваги платіжного балансу з аналізом грошово-цінового механізму та сфери виробництва, в котрій відбувається формування доходів. Тому, згідно даної теорії, основним важелем, що призводить до рівноваги міжнародного платіжного обороту, являється зміна ділової активності, зайнятості та доходів, а не зміна цін у зв'язку зі зміною кількості грошей в обороті.

Дж. М. Кейнс та його послідовники поєднали транзакційний мотив збереження грошей і мотив обачності в загальну теорію попиту на гроші. Однак основним внеском Кейнса була теорія спекулятивного мотиву збереження грошей, котра визначає роль грошей як фінансового активу. Згідно даного мотиву, підвищення ставки відсотка і відповідне зниження цін на облігації призводить до збільшення вкладень коштів в облігації і зменшення резерву грошових коштів.

У рамках традиційної кейнсіанської моделі золотий стандарт вважався пережитком минулого і Кейнс рекомендував знижувати курс валют для стимулювання експорту, виробництва та зайнятості, зміцнення позицій на зовнішньому ринку.

Дж. М. Кейнс сформував ідею впровадження регульованої валюти для проведення міжнародних розрахунків, а також для нагромадження запасів міжнародних ліквідних засобів. Практичне втіленням вищезазначеної ідеї було

застосовано утворенням «міжнародного клірингового союзу» в кінці другої світової війни [182].

Кейнсіанська теорія «регульованої валюти» отримала розвиток у поглядах Р.Триффіна. Американський економіст також вважав, що в умовах золотих паритетів національна резервна валюта – долар – не здатна виконувати роль світових грошей. Щоб долар виконував цю роль, США повинні зберегти профіцитний платіжний баланс [32]. Але це неможливо, так як підриває здатність США конвертувати належать іншим країнам долари в золото за офіційною ціною. У разі усунення дефіциту платіжного балансу США й інші країни, на думку Триффіна, позбудуться доларових резервів, підсумком чого стане дефляція і економічний спад. Практичним втіленням із даної пропозиції відбулося започаткування та формування концепції наднаціональної валюти в 1969 р., так званих спеціальних прав запозичення (СДР) [46].

У поглядах Р. Триффіна присутня критика щодо застосування національних валют як резерву для міжнародних платежів, адже дані резерви формують «вмонтований дестабілізатор» світової валютної системи, а також він критикує систему золотовалютного резерву в цілому та вважає не актуальним повернення до золота, як основи міжнародних ліквідних засобів.

Американський економіст виокремлює систему регулювання резервів, відповідно якої рівень цих резервів підтримувався б згідно міжнародних потреб. Отже, згідно з поглядів Р. Триффіна щодо обмеження складу резервів можна віднести наступні аспекти: країни світу не в змозі нарощувати свої запаси у валютах інших держав більше за 15% від загальної суми резервів; країнам необхідно тримати не менше 20% від загальної величини резервів у резервних депозитах МВФ.

В умовах золотого стандарту нагромаджені країнами зобов'язання мали бути консолідовані в безстрокові позики МВФ, а Англія та Сполучені штати Америки виступали гарантами збереження валютного курсу і повинні були

виплачувати МВФ договірний відсоток. Слід зазначити, що за рахунок активного сальдо за зовнішніми розрахунками у майбутньому країни-боржники планомірно повинні покривати дані зобов'язання.

Отже, зробимо висновок відповідно вищевикладеної пропозиції американського економіста Р. Триффіна – на базі інтернаціоналізації валютного механізму з'являється можливість вирішувати проблемні валютні питання.

Практичне втілення ідей Дж. Кейнса було реалізовано в економічній політиці розвинених країн у повоєнні часи, особливо це стосується початку 60-х і до кінця 70-х років а механізм реалізації полягав у наступному: застосовуючи грошово-кредитні та бюджетні інструменти досягається оптимальний рівень очікуваних витрат в економіці, що в свою чергу довело актуальність та працездатність вищезгаданої моделі. Концепція кейнсіанства щодо валютної сфери ґрунтується на необхідності державного регулювання з платіжним балансом країни у його основі.

Підсумовуючи вищевикладене, слід зазначити, що стратегія валютного регулювання за кейнсіанством передбачає активне втручання центрального банку країни на формування кон'юнктури валютного ринку для збереження зовнішньоекономічного балансу та фіксованого обмінного курсу, а також вирішувати внутрішні завдання економічного розвитку через механізм ставок процента.

Всупереч теорії вільного коливання курсів виступали представники некейнсіанської теорії (П. Самуельсон, Р. Солоу, Д. Діллон). Вони вважали, що необхідно залишити системи фіксованих курсів. Практичне застосування ідей кейнсіанської теорії щодо підтримання фіксованих обмінних курсів в частині валютного регулювання втілилося в основі Бреттон-Вудської валютної системи.

Слід зазначити, що у період існування даної валютної системи, у 50-60-ті роки 20 ст., фіксація обмінних курсів залишалася стабільно на одному рівні, але у виняткових випадках допускалися перегляди.

У даний період існування Бреттон-Вудської валютної системи валютна політика та валютне регулювання щодо регулювання обмінних курсів не розглядалася в рамках механізму макроекономічного регулювання [77].

Економісти, представники кейнсіанської теорії, пропонували впровадження зовнішньоторгових обмежень задля підтримання фіксованих обмінних курсів. Відтак, Е. Хансен, засновник американської течії кейнсіанства, пропонував активне застосування можливості державної політики задля збереження фіксованих курсів. Деякі представники кейнсіанської теорії, в тому числі і Р.Солоу, були проти пропозиції, що засобом щодо вирішення питань інфляції можуть бути грошово-кредитна і валютна політика [91].

Міжнародний Валютний Фонд керувався кейнсіанськими ідеями відносно підтримання фіксованих обмінних курсів аж до фактичного кінця існування так званої Бреттон-Вудської валютної системи. Сумніви представників кейнсіанської теорії щодо плаваючих валютних курсів були прямо пов'язані із загрозою проведення державами конкуруючих девальвацій задля отримання швидкої цінової переваги на зовнішніх ринках.

В цілому кейнсіанська теорія упускає можливість стагфляції, тобто зростання темпів інфляції за умов виробничого спаду. У 60-70-х рр. 20 ст. кейнсіанські методи дефіцитного фінансування економіки у поєднанні з експансіоністською монетарною політикою перетворились у механізм розвитку інфляційної спіралі [102].

Події, що розвивалися з середини 70-х років, поставили під сумнів теорію Кейнса і його послідовників у зв'язку із проблемою стагфляції, що не була передбачена теорією Кейнса. Стагфляція, як вважають Р. Л. Міллер і Д.Д.Ван-Хауз, мала такий же негативний вплив на економічну модель Кейнса, як Велика депресія – на класичну модель [15].

Представники монетаристів вперше почали критикувати постулати кейнсіанської течії, не дивлячись на те, що в той час досить успішно показала

себе на практиці. Такі економісти як М. Фрідмен, А. Мелцер К. та Брюннер фактично підтвердили, що у кривій Філіпса закладено дисбалансу залежність, а оберненої залежності між інфляцією та безробіттям в той час не існувало, тому пояснення розвитку стагфляції дати ніхто не міг [53]. Однак пояснити даний процес, який не входив у вчення кейнсіанства, змогли монетаристи. Вони критикують послідовників Кейнса у поглядах відносно детермінанти реальної економічної активності. Номінальна грошова маса являється основною детермінантою рівня сукупного попиту [50].

Провідну роль у концепції монетариської течії відіграють два ключові твердження, по-перше, це зв'язок між розмірами грошової маси, рівнем цін та мірою використання таких ресурсів як робоча сила, засоби виробництва та ін., а по-друге, це регулювання урядом країни розміру грошової маси, величини сукупного ефективного попиту за допомогою відповідних методів (дисконтних, фіскальних та ін.).

Можемо зробити висновок із вищесказаного, що управлінням рівнем внутрішніх доходів та цін не актуально користуватися як важливим засобом коригування платіжного балансу, а альтернативним методом є коригування валютного курсу (М. Фрідмен). Монетаристи вважають, що стабільність валютного курсу, яка в свою чергу досягається за допомогою інтервенцій, перетворює систему міжнародних розрахунків з більш гнучкої на жорстку, тому пріоритетною являється вільна зміна курсу під впливом попиту та пропозиції. Розширюючи даний підхід, слід зазначити, що в той же час М. Фрідмен критикував управління валютними курсами із втручанням державних органів. Ключові переваги та відмінності системи фіксованих валютних курсів від системи плаваючих курсів відтворено у таблиці 1.3.

Використовуючи систему фіксованих обмінних курсів зміни, що відтворюють коливання платіжного балансу, потребують перерозподілу ресурсів до відновлення балансу.

Таблиця 1.3 – Переваги та недоліки системи фіксованих валютних курсів над системою плаваючих курсів (розроблено автором)

Курс		Пояснення
Плаваючий валютний курс	Переваги	Визначаються вони в основному ринковими силами під впливом попиту та пропозиції, і відображають реальний стан економіки держави. Якщо ринки працюють ефективно і валютний курс вільно плаває, то в спекулянтів не буде можливості отримувати прибуток за рахунок центрального банку. Попит та пропозиція на іноземну валюту буде балансуватись ринком і в центрального банку не буде потреби проводити валютну інтервенцію. Тому зовнішні потоки не будуть впливати на внутрішні монетарні показники і буде проводитись незалежна грошово-кредитна політика.
	Недоліки	Недоліками плаваючих валютних курсів можна вважати те, що може виникнути ситуація, коли валютний курс може перебувати на необумовленому економічними прогнозами рівні. Майбутній валютний курс може бути взагалі не визначеним, що може створити труднощі для підприємств в сфері планування та ціноутворення. В деяких ситуаціях від невизначеності прогнозу валютного курсу можна застрахуватись використовуючи форвардні або ф'ючерсні угоди, проте такі дії супроводжуються додатковими витратами.
Фіксований валютний курс	Переваги	Фіксований валютний курс, коли він стабільний, дає підприємствам учасникам зовнішньоекономічної діяльності основу для планування та ціноутворення. Режим фіксованого валютного курсу може використовуватись у випадках, коли в державі не достатньо розвинені інструменти для проведення ринкової грошово-кредитної політики.
	Недоліки	На сьогоднішній день не існує надійного способу для визначення, чи г обраний валютний курс оптимальним. Ні уряд, ні центральний банк не можуть з впевненістю сказати, що вони краще за ринок знають в якій точці знаходиться курс рівноваги.

Типові аналогічні зміни, які відтворюють коливання платіжного балансу, також потребують перерозподілу ресурсів при системі плаваючих валютних курсів [54].

Основоположна різниця між вищеописаних систем полягає в тому механізмі, за допомогою якого відтворюється рівновага платіжного балансу. При золотому і модифікованому золотому стандарті і системі фіксованих валютних курсів золото має переміщатися з держав з дефіцитом платіжного балансу в країни з його позитивним сальдо. При дефіциті платіжного балансу в такій системі

грошово-кредитна та бюджетно-податкова політика мають бути спрямовані на досягнення рівноваги платіжного балансу. Інші цілі (наприклад, безробіття, стабільність цін) стануть менш важливими. Навіть при рівновазі платіжного балансу державне регулювання має враховувати його можливі наслідки для зовнішньої рівноваги. Більше того, правила такі, що окремі країни не можуть проводити незалежну від своїх зовнішньоторговельних партнерів політику [51]. Іншими словами, система фіксованих валютних курсів вимагає від кожної держави підпорядкування всіх її основних ідей одній меті – досягненню рівноваги платіжного балансу.

Якщо говорити про практичне застосування системи плаваючих курсів, то слід відзначити ряд проблемних питань, а саме допущення державними органами інфляційних чи дефляційних процесів у економіці країни (оскільки вільне плавання валют досить затратна процедура, країни не завжди можуть користуватися даною системою) [170].

Ключовою ідеєю монетаристської економічної політики вважається внутрішня грошова стабільність (попередження інфляційних та дефляційних процесів), тому необхідністю реалізації цієї ідеї обґрунтовується політика таргетування грошової маси.

Розглядаючи питання підтримки стабільності цін, прихильники монетаристської теорії виділяють поняття «гармонізації», взаємної прив'язки грошової політики певних держав в умовах збереження системи жорстких валютних курсів. Тому, на думку М. Фрідмена, необхідно організувати міжнародний контрольний орган задля здійснення координації та забезпечення «правильної поведінки» держав, основною задачею якого мав би бути контроль за випуском грошей в кожній державі.

Механізм плаваючих валютних курсів вміщує так званий «вбудований» амортизуючий пристрій, а саме «стабілізуючу спекуляцію» (купівлю-продаж валюти для отримання прибутку шляхом різниці курсу), який в свою чергу

забезпечує оптимальний темп і тривалість пристосування економіки до мінливих зовнішніх умов [140].

Отже, розглянемо основні пропозиції М. Фрідмена відносно реорганізації світової валютної системи:

- відмова від фіксованої ціни золота;
- відмова від законів, в яких забороняється володіти золотом приватним особам США;
- відмова від золотого забезпечення внутрішнього грошового обігу у США;
- активний продаж американським банкам усіх золотих ресурсів на відкритих аукціонах за ринковими конкурентними цінами;
- відмова від офіційних фіксованих паритетів національної валюти США та інших валют;
- представляти можливість іншим державам підтримувати курс своєї національної валюти відносно до долара США.

Цілий ряд пропозицій економістів-монетаристів було використано урядом МВФ і США, але валютна стабільність шляхом «плаваючих» валютних курсів так і не виправдалася [138].

Представники монетаристів вважали не актуальним активний адміністративний вплив у сфері валютних відносин із метою фіксації обмінних курсів національних валют, тобто вони переконливо відстоювали систему плаваючих валютних курсів. Відтак, М. Фрідмен, основоположник монетаристської теорії, у своїй науковій праці «Докази на користь плаваючих курсів» (1953 р.) розглядає гнучкі курси як єдину надійну гарантію свободи зовнішньої торгівлі. На думку науковця, влада не має права використовувати будь-які торгові обмеження задля підтримання та захисту обмінних курсів на стабільному незмінному рівні [139].

Сучасні економісти-неомонетаристи пропонують обмеження руху грошової маси використовуючи таргетування задля боротьби з інфляцією. В перехідний

період світової економіки, до так званих плаваючих валютних курсів, багато економістів виділяють і фіксацію обмінного курсу на базі регулярної валютної інтервенції, як ефективного інструменту. До прихильників таких науковців можна віднести англійських монетаристів М. Артиса, М. Самнер. Дж. Знс.

У період 90-тих років, коли відчувалася нестабільність світової фінансової системи, ряд економістів пропонували безліч стабілізаційних проектів відносно валютних курсів. Слід відзначити проект Дж. Вільямсона, професора Інституту міжнародної економіки у Вашингтоні, який спирається на концепцію «цільових зон» [146]. Пропонуємо розглянути концепцію «цільових зон» схематично (рис. 1.7). Однак, всупереч пропозиціям американця Дж. Вільямсона існувала критично протилежна думка Р. Дорнбуша, професора Масечусетського технологічного інституту [171], який виявив негативний момент використання цільових зон, а саме монетизація бюджетного дефіциту і відволікання грошово-кредитної політики від боротьби з інфляцією.

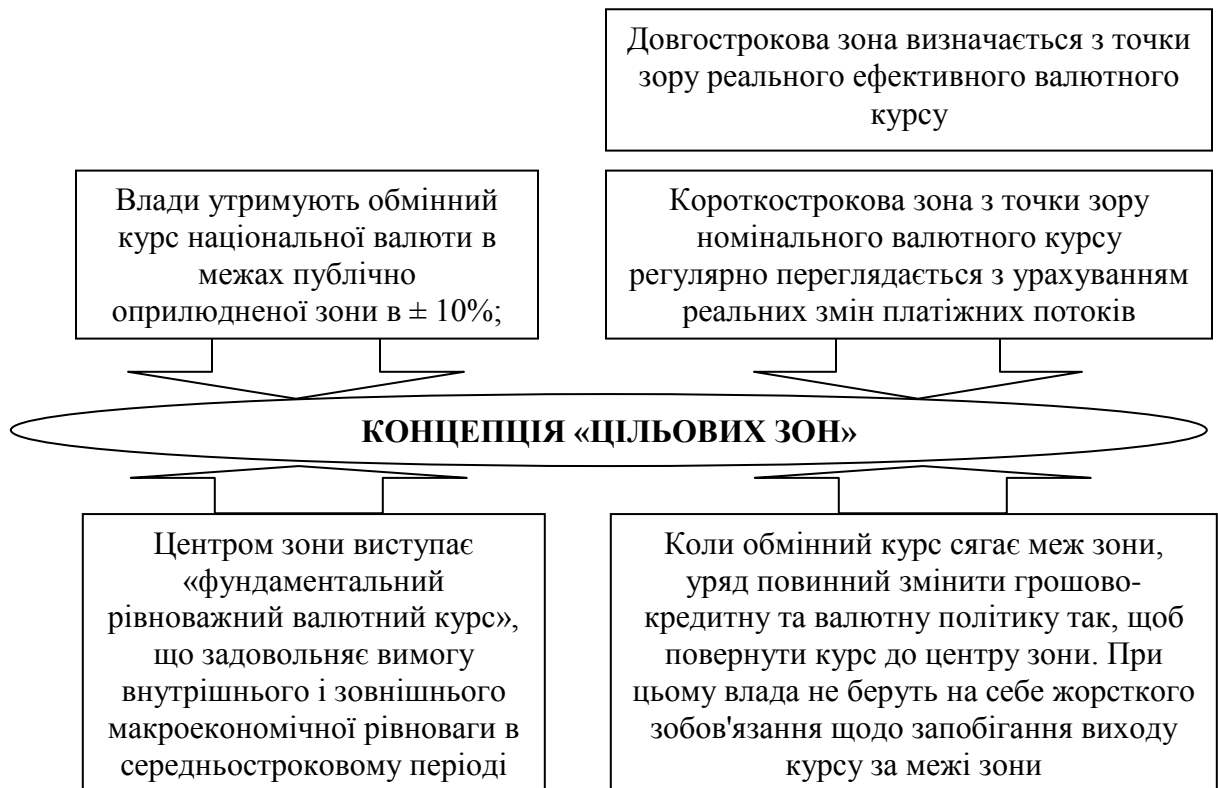


Рисунок 1.7 – Концепція «цільових зон» (розроблено автором)

Підсумовуючи вищевикладене, слід зазначити, що реалізація окремих теоретичних концепцій у проведенні та практичному застосуванні валютного регулювання шляхом таргетування відповідних орієнтирів, а також застосуванні відповідних інструментів, повинно використовуватись на певних особливостях розвитку тієї чи іншої національної економіки у відповідний історичний період, враховуючи окремі стратегічні цілі.

1.3. Еволюція та основні тенденції розвитку системи валютного регулювання

Світовий історичний досвід валютного регулювання свідчить про існування взаємозалежності між практичним застосуванням державного регулювання та еволюцією теоретичних положень до неї.

Загалом теорія валютно-фінансового регулювання спиралася на головні аспекти кількісної теорії грошей, з розходженням у деякі періоди часу (періоди орієнтації на саморегулюючі ринкові механізми та механізми невтручання (класики і неокласики) і періоди прямого державного втручання (кейнсіанці і неокейнсіанці).

Вільно плаваючі валютні курси визначаються балансуванням попиту й пропозиції (система, за якої у валют відсутні офіційні паритети), в іншому ракурсі – система фіксованих обмінних курсів – система, що допускає наявність зареєстрованих паритетів, які знаходяться в основі валютних курсів, що підтримуються відповідними державними валютними органами [1].

Отже, розглянемо ключові аспекти режиму фіксованого валютного курсу, який практично був застосований як класичний золотий стандарт з 1821р. і по 1914р., золотовалютний стандарт з 1925р. і по 1931р. (класична економічна теорія

та кількісна теорія грошей) та золото-доларовий стандарт з 1946р. і по 1971р. (кейнсіанські підходи).

Зауважимо відомий факт того, що свого часу увесь економічний світ функціонував під дією так званого золотого стандарту [3]. У багатьох працях видатних вчених та практиків відображається припущення відмови від сучасного поєднання фіксованої і плаваючої системи обмінного курсу і повернення до цієї системи. Аргументованим припущенням на користь повернення до золотого стандарту є точка зору Мюррея Ротбарда [21], яка підтверджується періодами швидкого росту і процвітання при золотому стандарті, але в той же час існує обернена точка зору, наприклад, у працях Алана Грінспена критикується даний перехід [41].

Велика частина світу підтримувала чистий золотий стандарт наприкінці 19 - початку 20 століть, а до золотого стандарту, країни, як правило, використовували стандарти біметалізму, що складався із золота і срібла [69]. Вперше впровадження золотого стандарту було у Великобританії в 1821 році, після чого в 1852 році у Австралії і Канаді в 1853 році.

Слід зазначити, що вперше валютну систему, засновану на золотому монометалізмі, юридично було оформлено міжнародною угодою на Паризькій конференції у 1867 р. Сполучені Штати Америки запровадили систему золотого стандарту у 1873 році Монетним Актом [63]. У перші дні Великої депресії перша валютна система, заснована на золотому монометалізмі, піддалася жорсткій критиці та була відхилена, у Великобританії це сталося у 1931 році.

Правила золотого стандарту були досить простими, отже, розглянемо основні з них. По-перше, емітовані урядом тієї чи іншої країни гроші (монети чи паперові гроші) могли бути обміняні на золото. Наприклад, у Сполучених Штатах Америки в кінці 1800 і початку 1900-х століть уряд встановив курс долара відносно золота за курсом 20,67 доларів США за тройську унцію. У той же період, уряд Великобританії встановив курс 4,24 фунтів стерлінгів за тройську унцію [49].

По-друге, згідно чистого золотого стандарту, уряд країни має можливість вільно конвертувати випущену валюту у золото за визначеним курсом. Дане «правило обміну» означало, що будь-хто може конвертувати монети та національну валюту країни у золото і навпаки.

До 1914 р. (в епоху панування золотого стандарту) валютні відносини залишалися порівняно стабільними, а інфляційні процеси стримувалися завдяки тому, що міжнародні розрахунки коригувалися механізмом золотого стандарту, при якому існував вільний міжнародний валютний обмін. Тому міжнародний рух капіталів могло здійснюватися практично без урядового контролю і валютного регулювання. Власники іноземної валюти могли вільно її конвертувати. Обмін національної валюти в іноземну або в золото незалежно від мети ніким і нічим не обмежувався [86].

В умовах золотого стандарту теоретичною основою валютного регулювання була кількісна грошова теорія. Золотий стандарт забезпечував стабільність грошового обігу, підтримання рівноваги платіжного балансу країн, збільшення державних резервів в першу чергу у вигляді золота і коштовностей. Валютна політика в той час виходила з необхідності підтримання конвертованості валют як всередині, так і за межами країни. Паритети валют визначалися через їх ваговий вміст золота, банкноти обмінювалися на золоті монети емісійним інститутом. Емісійні інститути випускали банкноти тільки з урахуванням обсягів їх золотих запасів. Золото вільно ввозилося і вивозилося.

Зробимо висновок про те, що система золотого стандарту практично ніколи не працювала у відповідності зі стандартною схемою прихильників кількісної теорії грошей – золоті ресурси не виконували функції грошового засобу [95].

Пропонуємо розглянути Сполучені Штати Америки та Великобританію відповідно до механізму валютного регулювання в рамках класичного золотого стандарту, при якому коливання рівня цін в одній країні повністю або частково врівноважуються протидією потоками золота, що служать для вирівнювання цін

між країнами та автоматичного балансування міжнародних платежів – так званий механізм зворотного притоку цін та золота. Припустимо, що в Сполучених Штатах відкрито додаткові золоті ресурси (наприклад, золотий бум у Каліфорнії, 1848р.), що в свою чергу стане шоком для системи. Як тільки добуте золото буде конвертовано у монети і валюту за діючим курсом, збільшиться внутрішня пропозиція грошей. Насправді, саме ця подія, в першу чергу, пояснює походження золотого стандарту. Початкова мета банків того часу – зберігання дорогоцінних металів фізичних осіб і забезпечення їх конвертації (виникає необхідність підтримки золотих запасів у сховищі). Тепер, коли грошова маса збільшується із наступним добуванням золотих ресурсів, даний процес може мати два ефекти: працюючи через товарний ринок і ринок фінансових послуг. Механізм зворотного притоку цін та золота описує механізм валютного регулювання через товарні ринки.

По-перше, давайте припустимо, що маса грошей збільшується в економіці (з фіксованим рівнем ВВП). Також припустимо, що існують обидва паритети – паритет купівельної спроможності (ПКС) і паритет процентних ставок (ППС). ПКС припускає вирівнювання вартості споживчого кошика товарів між Сполученими Штатами Америки та Великобританією на поточний фіксований обмінний курс, а ППС – вирівнювання норми прибутку у порівнянні активів в двох країнах. Пропозиція американських доларів зростає, а коли немає подальшого збільшення обсягів виробництва, ціни на товари та послуги почнуть рости.

Для того, щоб уможливити дані операції в умовах золотого стандарту, обмін валюти буде проходити в наступний спосіб – населення США, яке бажає купити дешевше англійські товари спочатку обмінюють долари на золото за курсом центрального банку США, а у Великобританії отримане золото вони обмінюють на фунти, які можуть бути використані для покупок англійських товарів.

Як золото переміщується з США до Великобританії, грошова маса в США падає в той час як грошова маса в Англії зростає. Прослідковується тенденція – менше грошей у Сполучених Штатах Америки, в кінцевому варіанті знижують ціни, в той час більше грошей у Великобританії будуть підвищувати ціни. Це означає, що ціни на товари будуть коливатимуться разом до паритету купівельної спроможності. Як тільки ПКС стримувати, пропадає стимулу для подальшого переміщення грошей між країнами. Таким чином, торговий баланс повертається до нуля.

Процес регулювання на фінансовому ринку при золотому стандарті буде працювати через зміни процентних ставок. Коли постачання американських грошей зростає після видобуття золота, середні процентні ставки почнуть падати. Нижчі процентні ставки в США зроблять британські активи тимчасово більш привабливим, і американські інвестори намагатимуться переміщувати свої інвестиції в Великобританію. Таким чином, пропозиція грошей США почне падати, що призведе до збільшення процентних ставок у США, у той час як постачання грошей у Англію зростає, що призводить до зниження темпів економічного розвитку Великобританії. Процентні ставки будуть змінюватися разом, поки має місце паритет процентних ставок.

Таким чином, слід зазначити деякі аспекти золотого стандарту – потік золота між країнами, за допомогою якого приводиться вирівнювання цін, що задовольняється відносно паритету купівельної спроможності (ПКС) та вирівнювання норми прибутку на активи, задовольняються паритетом процентної ставки (ППС) на поточну фіксовану обмінну ставку. Єдина вимога для уряду у підтримці цього типу системи фіксованих обмінних курсів є підтримка фіксованої ціни своєї валюти в золоті і вільно обмінювати валюти на золото за першою вимогою.

Стандарт резервної валюти є типовим методом для закріплення валюти сьогодні. Більшість країн, зафіксували обмінний курс відносно тих валют, які

активно використовувались у міжнародних угодах або валюти основного торгового партнера. Таким чином, багато країн встановили сьогоднішній курс відносно долара США, оскільки він є найбільш широко розповсюдженою валютою на міжнародному рівні. Крім того, чотирнадцять африканських країн, які були колишніми французькими колоніями, створили зони франка КФА та фіксованого франка КФА (валюта, що використовувалась цими африканськими країнами) відносно французького франка. З 1999 року, франк КФА був зафіксований відносно євро. Намібія, Лесото, Свазіленд зафіксувати їх валюти відносно південноафриканського ранду.

Для істотної економії золотих ресурсів держави вводили їх замітники – паперові гроші, банкноти приватних банків, а також банківські депозити, – з фіксованим відношенням золота до банківських зобов'язань.

В кінці XIX ст. на золото припадало менше 1 / 3 грошової маси в США, Франції і Великобританії, а в 1913 р. – близько 10%. Більш того, ступінь забезпечення грошової маси офіційними резервами дорогоцінних металів постійно знижувалася і до 1913 р. досягала не більш 17% [42]. Золото не було єдиним засобом міжнародних розрахунків і платежів, його витісняли фунт стерлінгів і долар. Роль фунта стерлінгів як домінуючої валюти дозволяла Великобританії довгий час проводити політику дефляції і зберігати високий курс своєї валюти. Таким чином, паперові гроші, банківські депозити і т.п. застосовувалися для заміни золота для внутрішніх потреб, а базові валюти – для заміни золота в якості міжнародних резервів.

Деякі держави, крім того, не завжди дотримувалися у своїй політиці схеми золотого стандарту, коли не бажали допустити спаду виробництва або інфляцію для усунення дисбалансу платіжного балансу. Так, центральні банки могли вдатися до стерилізації потоків золота (тобто не допустити впливу припливу й відтоку золота на ціни внутрішнього ринку) за допомогою операцій на відкритому ринку, такі операції підтримували дисбаланс платіжного балансу. З часом

проводити політику стерилізації ставало все важче, і країнам доводилося або слідувати правилам, або повністю відмовитися від золотого стандарту.

Золотий стандарт досить успішно забезпечував стабільність валют. Протягом XIX ст. лише дві впливові валюти (австрійський талер та американський долар) були девальвовані, а золотий вміст французького франка й англійського фунта стерлінгів з 1815 р. по 1914 р. залишився стабільним.

Перша світова війна порушила нормальне функціонування валютного ринку. Більшість держав ввело торгові і валютні обмеження, був заборонений вивіз золота, його почали скрізь вилучатися з обігу, механізм золотого стандарту перестав існувати. У 1919 р. влада провідних країн припинили підтримку курсу своїх валют, настав період неконтрольованих коливань валютних курсів. Порушення золотого стандарту в результаті першої світової війни змусило країни перейти до модифікованого золотого стандарту, при якому в якості платіжних засобів стали використовуватися девізи, тобто іноземні валюти (найчастіше долар і фунт стерлінгів). Ця нова світова валютна система золото-девизного стандарту була закріплена міждержавною угодою 30 країнами світу на Генуезькій конференції 1922 р.

З цього моменту починається поступове нарощення елементів державного регулювання валютних операцій. Поряд із золотом в міжнародних розрахунках почали використовуватися девізи. Країни почали тримати офіційні резерви не тільки в золоті, а й у валюті, яку можна перетворити на золото. Багато країн стерилізували золото для ізолювання національної економіки від наслідків дисбалансу платіжного балансу.

Спроби зберегти золотий паритет (наприклад, Франція у 1928 р.) не дали результату, а Велика депресія 30-х років остаточно підірвала оборотність валют в золото. Спочатку Німеччина (1931 р.), а пізніше всі інші розвинені країни (до 1936р.) практично відмовилися від оборотності своїх валют в золото.

Світова економічна криза 1929 – 1933 рр., яка фактично поклала край вільному обміну валют на золото, зробила неминучими використання заходів державного валютного регулювання. Поширено застосування валютних обмежень у сфері руху капіталів, виплат державних і приватних боргів у зв'язку з погіршенням платіжних балансів багатьох країн, «відтоком» капіталів, знеціненням валют. З початком другої світової війни валютні обмеження стали застосовуватися практично скрізь у світі.

У 30–40-і роки центральні банки відповідно кейнсіанським рекомендаціям проводили дисконтну політику (політику «дешевих грошей», тобто низьких процентних ставок), спрямовану на регулювання валютного курсу і платіжного балансу, а також динаміку внутрішніх кредитів, грошової маси, цін і сукупного попиту.

Максимальне поширення ідеї кейнсіанства в області валютно-фінансового регулювання отримали у післявоєнний період. При підготовці Бреттон-Вудської конференції Дж.М. Кейнс наполягав на включенні до проекту угоди про створення МВФ права держав на рухливість курсів своїх валют і передбачав використання змін встановлених паритетів як інструменту валютно-кредитної політики.

Відповідно кейнсіанським ідеям, що являли собою теоретичну базу Бреттон-Вудської валютної системи, прихильниками посилення ролі держави для відновлення зруйнованої валютної системи і міжнародного валютного регулювання була збережена система золотого стандарту. Даний факт було закріплено в Статуті МВФ, відповідно до якого всі країни-члени повинні були виражати паритети своїх валют в певній кількості золота. Золото продовжувало використовуватися як міжнародний платіжний засіб, резервний засіб та еквівалент для долара.

За Бреттон-Вудської угоди вперше була введена фіксація валютних курсів по відношенню до офіційно заявлених паритетів, що допускало відхилення вільних ринкових обмінних курсів валют від офіційно заявлених у дуже

невеликому діапазоні. Відповідно до домовленостей країни-члени МВФ могли змінювати номінальні обмінні курси у вузькому коридорі $\pm 1\%$ (з 1971р. по 1973р. цей діапазон збільшився до $\pm 2,25\%$). Крім того, передбачалася можливість одноразового коригування номінальних курсів у розмірі $\pm 10\%$. Фактично це була гнучка фіксація валютних курсів.

Відповідно до правил, встановлених в Бреттон-Вудсі, державам пропонувалося проводити інтервенції на валютних ринках для запобігання падіння курсів національних валют нижче мінімального рівня. При надмірній пропозиції даної валюти, тобто коли досягався нижній курсовий кордон, уряду країни, що відчуває дефіцит платіжного балансу, довелося б купувати національну валюту за долари США для підтримки її обмінного курсу.

Більшість країн з розвинутою ринковою економікою у 50-60-і роки, сприйнявши кейнсіанські погляди, дотримувалися концепції державного втручання в економіку з метою усунення її недоліків шляхом підтримання пропорцій між національним доходом, заощадженнями та накопиченнями. Грошово-кредитних інструментам і валютним курсам відводилася другорядна роль – роль показників, що відображають граничну продуктивність капіталу та участь країн у міжнародній торгівлі [43].

В умовах Бреттон-Вудської валютної системи в структурі офіційних резервів певну частину становили долари, які могли бути обмінені на золото. Валютна політика країн здійснювалася в тісному взаємозв'язку з їх грошово-кредитною політикою, що необхідно для підтримки рівноваги платіжного балансу. Оскільки інфляція сприяла скороченню експорту та зростанню імпорту, то це призводило до зменшення золотовалютних резервів, що в свою чергу сприяло девальвації валюти даної країни по відношенню до інших валют.

Найважливішими принципами нової світової валютної системи вважалися такі, як вільна торгівля, вільний рух капіталів, урівноважені платіжні баланси. Передбачалося, що паритетні обмінні курси валют будуть встановлюватися

виходячи з реалістичних рівноважних рівнів, що відбивають купівельну спроможність різних валют на довгострокових тимчасових інтервалах. У таких умовах валютні інтервенції були використані лише для коригування і згладжування незначних тимчасових коливань обмінних курсів.

В умовах Бреттон-Вудської валютної системи валютне регулювання, таким чином, могло здійснюватися за допомогою: механізму валютних інтервенцій; девальвації і ревальвації для підтримки паритету валюти.

Фіксованість валютних курсів зовсім не означала їх стабільність. Валюти практично всіх країн були схильні до незначних стрибкоподібних змін в результаті офіційних девальвацій і ревальвацій.

Валютна система, створена в Бреттон-Вудсі, працювала ефективно близько 15 років. 50-і роки були відносно спокійним періодом (був змінений паритет тільки французького франка). Надалі ревальвації і девальвації валют набувають лавиноподібний характер. Зростає недовіра до долара, що призводить до відмови США від конвертованості долара в золото.

Золотодоларовий стандарт міг працювати тільки при збереженні зацікавленості країн у ньому і довіри до долара. Однак політика США не сприяла цьому, що в кінцевому результаті призвело до порушення принципів Бреттон-Вудської угоди і краху золотодоларового стандарту.

Отже, слід розглянути плаваючий валютний курс. З моменту укладення в 1976 р. Ямайської угоди, яка закріпила принципи нової світової валютної системи, починається період посилення тенденцій з дерегулювання валютних відносин і обмеження державного втручання у функціонування валютного ринку.

Нова валютна система закріпила право країн на перехід до системи вільно коливаючих або плаваючих валютних курсів (цю систему називають також системою керованих валютних курсів). Теорія плаваючих валютних курсів в наступні роки була значною мірою реалізована на практиці. Ямайська угода легалізувала право на існування такого механізму. З березня 1973 р. у «плавання» пустилися

практично всі провідні валюти, хоча воно, як правило, і було «брудним», так як центральні банки вдавалися до валютних інтервенцій. Наслідком валютних інтервенцій став дисбаланс платіжних балансів.

Введення плаваючих валютних курсів у більшості країн не забезпечило їх стабільності, незважаючи на величезні витрати на інтервенції. Не вдалося зрівноважити платіжні баланси, ліквідувати раптові переливи «гарячих» грошей тощо. Тому країни почали віддавати перевагу різним варіантам регульованого валютного курсу, підтримуючи його різними методами валютної політики.

Оскільки змінений в 1978 р. Статут МВФ надав країнам-членам свободу вибору режиму встановлення валютного курсу, то виникло близько десятка різних модифікацій систем регулювання обмінних курсів. Станом на кінець 90-х років, у самостійному, вільному плаванні знаходилися валюти 51 країни (США, Великобританія, Швейцарія, Японія, Канада та ін.). У 4 країнах практикувалося регульоване плавання курсу (Бразилія, Угорщина, Китай, Росія, ряд країн СНД та ін.), 20 валют були прив'язані до долара США, 14 – до французького франка, 4 – до СДР, 12 – до еку (до переходу до євро), 18 – до різних валютних кошиків [90].

Прискорення процесів глобалізації світової економіки, валютно-фінансові кризи 90-х років зменшили число прихильників дерегулювання валютної сфери і зміцнили позиції щодо більш жорсткої валютної політики і міжнародного валютного регулювання. Провідні економісти, урядовці та експерти МВФ все частіше поверталися до питання про можливу фіксацію валютного курсу (аж до повернення до золотого стандарту).

Американський економіст П. Кругман запропонував повернутися до валютного регулювання, що впливає не тільки на рух капіталу, але і зокрема, експортно-імпортні операції [60]. Визнав необхідність таких заходів і Дж.Сорос, який вважав, що в умовах глобалізації ринків і відкриття економік слід допускати в окремі періоди посилення регулюючих функцій міжнародних організацій [66].

Активізувалися дискусії з приводу встановлення режиму фіксованого валютного курсу в рамках концепції валютного управління (Currency Board). Цей метод з різним ступенем успішності був застосований в окремих країнах.

Рецепти монетаристів знайшли широкого відображення в політиці провідних західних країн з кінця 70-х і в 80-і роки (США, Великобританія). Так, монетаристська політика в класичному розумінні, як таргетування грошових агрегатів, проводилася в США тільки в період з жовтня 1979 р. до осені 1982 р. У наступні роки був узятий курс на боротьбу з інфляцією не тільки за допомогою грошової політики. Стали використовуватися додатково три основні інструменти контролю над грошовою масою – бюджетна політика, регулювання розмірів державного боргу та рівня процентних ставок. При цьому, як передбачалося, плаваючий валютний курс повинен був автоматично створювати умови для вирівнювання валютного курсу і платіжного балансу країни.

Політика обмеження грошового агрегату в США не виправдала себе, що викликало на початку 90-х років дискусію про цілі монетарної політики. В ході дискусії неомонетаристи, підтримуючи таргетування грошової маси, стали виступати з пропозиціями про фіксацію валютного курсу на основі регулярної валютної інтервенції.

В цілому у розвитку валютного регулювання і контролю у післявоєнний період у країнах Західної Європи та Японії можна виділити три періоди [67]:

I етап (наприкінці XIX ст.) – жорстка система валютного регулювання та контролю в післявоєнні роки в умовах зруйнованої економіки і нестабільності валюти. У країнах Західної Європи була встановлена система обов'язкового продажу іноземної валюти державі в розмірі від 50 до 100% експортної виручки (в Італії – 100%);

II етап (з кінця 50-х до середини 60-х років) – перехідний період від жорсткої системи валютного регулювання та контролю до лібералізації. Валютні

обмеження в країнах Західної Європи зберігалися до початку 60-х років (США вони були скасовані значно раніше);

III етап (з початку 70-х років) – лібералізація в сфері валютного регулювання.

В даний час в країнах з розвинутою ринковою економікою значно розширені права резидентів, зняті обмеження на операції, здійснювані нерезидентами. Практично всі країни відмовилися від системи жорсткого валютного регулювання, але при цьому зберегли окремі обмеження щодо операцій з іноземною валютою і золотом. Регулювання руху капіталу в основному забезпечується ринковим механізмом і інструментами грошово-кредитної політики.

Головними органами валютного контролю в промислово розвинених країнах виступають Центральний банк та уповноважені банки, що виконують функції агентів валютного контролю [74].

Разом з тим в окремих промислово розвинених країнах є свої особливості системи валютного регулювання. Таким чином, в результаті дослідження можна зробити висновок про те, що для більшості країн Західної Європи період жорстких валютних обмежень був пов'язаний з першим післявоєнним десятиліттям, а обмеження по руху капіталу в багатьох розвинених країнах зберігалися до початку 90-х років.

До числа розвинених країн, які найдовше зберігали валютні обмеження можна віднести такі, як Франція, Іспанія, Італія. Наприклад, Іспанія та Італія для прискорення економічного зростання використовували до другої половини 80-х років такий інструмент державного валютного регулювання як валютний контроль з метою жорсткого обмеження вивозу капіталу. Одночасно там діяло правило обов'язкової 100% продажі експортної валютної виручки в досить коротку терміни – 15 днів. У Франції підприємствам було дозволено відкривати валютні рахунки в країні і закордоном лише в травні 1987 р. Крім того, до періоду

останньої лібералізації, що тривала в 1985 – 1987 рр., регламентувалося подання відстрочки платежу з експорту та авансів за імпортом і заборонялася купівля валюти на термін для розрахунків з імпорту. Зауважимо, що мова йде про класичні заходи по боротьбі з відтоком капіталу. До цієї лібералізації країна фактично діяла в режимі виключення в рамках ЄЕС [79].

Із вищевикладеного зарубіжного досвіду можна зробити висновок про те, що лібералізація не повинна бути скороспішною і повинна підкріплюватися відповідними макроекономічними умовами. На сучасному етапі розвитку економіки України, на наш погляд, ослаблення ролі державного регулювання в сфері валютного законодавства, наприклад, скасування або зниження обов'язкового нормативу продажу експортної валютної виручки – міра передчасна. Україна поки не готова до лібералізації валютного режиму. Кожне рішення щодо реалізації концепції дерегулювання фінансових ринків в умовах несприятливого інвестиційного клімату може зробити далеко не однозначний вплив на різні сектори економіки та види діяльності: платіжний баланс, параметри грошово-кредитної системи та валютного ринку, інвестиційний і споживчий попит, розвиток реального сектора економіки, процеси імпортозаміщення і т.д.

Слід окремо розглянути деякі сучасні підходи відносно валютного регулювання у розрізі варіації обмінного курсу (табл. 1.4).

1.4. Емпіричний аналіз моделей щодо валютних криз та валютного регулювання в умовах нестабільності економіки

Остання чверть XX і початок XXI ст. характеризувались зростанням кількості фінансових криз. При цьому в країнах, що розвиваються вони

Таблиця 1.4 – Сучасні підходи відносно валютного регулювання у розрізі варіації обмінного курсу

Варіації обмінного курсу	Механізм реалізації	Приклад
<i>Корзина валют</i>	Країни, які мають декілька важливих торговельних партнерів, або які побоюються, що одна валюта може бути занадто мінлива протягом тривалого періоду, вирішують прив'язати свої валюти до кошика з кількох інших валют, тобто закріплення до середньозваженої декількох валют. Найкращий метод перевірити даний пропозицію на практиці - розглянути створення «компонентних» валют. Отже, розглянемо наступний гіпотетичний приклад: нова грошова одиниця, що складається з 1 євро, 100 японських ієн та 1 долар США. Назвемо цей новий блок євро-ієна-дол. Країна може тепер коригувати свою валюту одному євро-ієн-дол. Країни повинні будуть підтримувати резерви в одній або кількох з трьох валют з метою коригування надлишкового попиту чи пропозиції своєї валюти.	Кращим прикладом композитної валюти являються спеціальні права запозичення (SDR), створені Міжнародним валютним фондом. Один SDR на даний час складається з фіксованої кількості доларів США, євро, японської ієни і британського фунта. В даний час Саудівська Аравія офіційно фіксує свою валюту до SDR. Ботсвана орієнтується до кошика, що складається з SDR і південноафриканського ранду.
<i>Повзуча прив'язка</i>	Повзуча прив'язка відноситься до системи, у якій країна фіксує курс своєї валюти до зміни фіксованої ставки на періодичні чи регулярні проміжки часу. Інтервенції Центрального банку країни використовуються для підтримки тимчасової фіксованої ставки. Тим не менш, центральні банки можуть уникнути втручання і зберегти резерви,	У 2010 році Болівія, Китай, Ефіопія, Нікарагуа були в числі країн у підтримку повзучої прив'язки.
<i>Прив'язка в межах коридору</i>	Використовуючи дану систему, уряди країн вказують разом із середнім курсом відсоток допустимого відхилення, що виражене в плюс-мінус кілька відсотків.	Наприклад, Данія, до вступу у Європейський союз, використовувала механізм валютних курсів (МВК-2). Згідно цієї системи, Данія встановлювала середній курс в 7,46038 крони за євро і дозволяла коливання обмінного курсу в межах 2,25 відсотка. Це означало, що крона може коливатися від низького рівня в 7,63 крон / € до високого

Продовження таблиці 1.4

		рівня в 7,29 крон / €. Якщо ринок визначається плаваючим обмінним курсом, то піднімається вище або опускається нижче коридору. Станом на 2010р., у Словенії, Сирії, і Тонга були фіксації своїх валют в межах групи.
<i>Валютне управління</i>	Валютне управління є законодавчим методом для надання впевнених гарантій у тому, що обмінний курс фіксується відповідно до резервної валюти, і залишається стабільним. При такій системі, уряд вимагає, щоб національну валюту завжди можна було обміняти на конкретну резервну валюту за фіксованим обмінним курсом. В результаті, вони повинні підтримувати достатньо валютних резервів, щоб підтримувати систему без змін.	У 2010 році Болгарія, Гонконг, Естонія та Литва були серед країн, що використовували механізм валютного управління. Аргентина використовувала дану систему з 1991 до 2002 року. Механізм валютного управління був дуже ефективним у зниженні інфляції в Аргентині в 1990-х. Тим не менш, розпад системи обмінного курсу і економіки в 2002 році показав, що валютне регулювання не панацея.
<i>Доларизація / Євроорієнтація</i>	Найбільш переконливим методом є фіксація країною його обмінного курсу, прийняттям валюти іншої країни та відчуженням від своєї національної валюти.	При створенні євро зони дванадцять країн з Європейського Союзу (ЄС), відмовилися від своїх національних валют і прийняли гроші, випущені Європейським центральним банком. Так як всі дванадцять країн в даний час є часткою євро як єдиної валюти, їх обмінні курси ефективно фіксовані один з одним у співвідношенні 1:1. Як і інші країни ЄС, що приєднуються до єдиної валюти, вони теж будуть назавжди фіксовані обмінним курсом своєї валюти до євро. (Зауважимо, проте, що хоча всі країни, які використовують євро фіксуються один до одного, євро само коригується по відношенню до зовнішніх валют, таких як долар США). Інші приклади прийняття іншої валюти як своєї власної є такі країни як Панама, Еквадор і Сальвадор. Ці країни прийняли долар США в якості національної валюти. Таким чином, вони вибрали самий екстремальний метод забезпечення фіксованого обмінного курсу.

траплялися частіше, аніж у розвинених, але останнім часом дана динаміка кардинально змінюється. Відповідно аналізу американського дослідницького центру Carpio and Klingebie виявлено 117 системних банківських криз (так званого виснаження банківського капіталу), які проходили у 93 країнах, починаючи з кінця 1970-х років [87].

Існуючі теорії не в змозі визначити коло нормативних моделей, причин нормативних невдач, механізмів вимірювання та їх запобігання. Неспроможність моделей валютного регулювання і відсутність постійного моніторингу системи попередження, що в свою чергу підриває економічний і соціальний розвиток, виявляє необхідність нової пристосованої теорії поетапного підходу до лібералізації, який спочатку оцінює потенціал для проведення ефективного нагляду, перш ніж застосовувати захистні міри [101].

Аналізуючи існуючі моделі валютного регулювання в умовах нестабільності економіки, слід виокремити три основні напрямки.

Перша модель: нестійка економічна політика і структурні дисбаланси. Ця модель акцентує увагу на тому, що економічний спад являється неминучим наслідком макроекономічної політики, яка несумісна зі збереженням прив'язки обмінного курсу. Модель Кругмана і її розширення представляє перша модель. Кругман зазначив, як відбувається звичайна криза: «країна матиме прив'язки обмінного курсу для спрощення, в припущенні, що прив'язка була зроблена тільки шляхом прямого втручання у валютний ринок, і в тому, що обмінний курс та резерви уряду, поступово знижуватимуться, а потім в якийсь момент, як правило, станеться поступове виснаження резервів, і раптові спекулятивні атаки швидко вичерпають останні запаси. Таким чином, уряд не зможе захистити курс...» [106].

Таким чином, є припущення, що існує два типа систем валютних курсів (гнучка і прив'язана). Під гнучкою розуміють зміну очікувань, що відображається в короткостроковій перспективі на зміну обмінного курсу, тоді як при прив'язаній система обмінного курсу безпосередньо відбиває зміни в резервах уряду.

Крім того, передбачалося, що уряд не мав доступу до капіталів ринку, тим самим змушуючи його монетизувати свої витрати. У цьому контексті обліковий процент паритетних умов буде стимулювати відтік капіталу і поступової втрати валютних резервів, а потім економіка стане жертвою спекулятивної атаки на своїх валютних резервах, які спричиняють розпад прив'язаної системи обмінного курсу.

Модель Кругмана свідчить про те, що терміни проведення спекулятивних атак залежать від критичного рівня в розмірі офіційних валютних резервів. Як тільки запаси досягають критичного рівня, спекулянти змушені будуть вичерпати залишки запасів протягом короткого періоду, щоб уникнути втрати капіталу.

Американський економіст П. Кругман класифікує валютні кризи на три типи: чиста валютна криза (криза платіжного балансу); криза державного боргу, або фінансова (похідна майбутньої валютної кризи); боргова криза приватних позичальників, або банківська (при певних обставинах також може бути похідною валютної кризи) (табл. 1.5).

Таблиця 1.5 – Характеристика та умови виникнення різних типів валютних криз

Тип кризи	Характеристика	Умови виникнення
Перший тип (криза платіжного балансу)	Фундаментальна невідповідність між напрямками економічної політики, а саме між монетизацією бюджетного дефіциту та спробами зберегти фіксований курс.	Фіксація курсу валюти центральним банком, або «брудне плавання» на рівні, що протирічить іншим цілям монетарної політики
Другий тип (криза державного боргу, або фінансова)	Латиноамериканські валюти у 1994 – 1995 рр. та у періоди боргової кризи 80-х років були підірвані під дією механізму надмірного накопичення державного боргу.	Надмірне накопичення державного боргу, що в свою чергу спричиняє недовіру інвесторів щодо спроможності обслуговування свого боргу.
Третій тип (боргова криза приватних позичальників, або банківський)	«Азіатські потрясіння» 1997-1998рр. першочергово було спричинено розбуханням та послідуєчим дисбалансом цін на активи, а не бюджетним дефіцитом та макроекономічними проблемами.	Боргова криза приватного сектора, навіть якщо розміри державного боргу не визивають побоювань.

Друга модель: модель самореалізації. Ця модель фокусується на можливості валютних криз, навіть без постійного погіршення економічної ситуації. Крім того, вони представляють собою альтернативні пояснення валютних криз, які відомі як друга модель. Дана модель розвивається в основному у два етапи кризи, яка зруйнувала європейський механізм валютних курсів (ЄМВК) в 1991 і 1992 роках. Копеленд підкреслив, що катастрофічні події, пов'язані з ЄМВК підняли важливе питання, на яке за допомогою існуючої літератури (перша модель) не змогли відповісти.

Чи можуть спекулянти успішно знищити режим фіксованого обмінного курсу, який не був підірваний безвідповідальною грошово-кредитною політикою? Копеленд вважає, що Великобританія, Іспанія та особливо Франція були головними жертвами кризи ЄМВК. Крім того, вони користувалися гарантіями Бундесбанку. Це означає, що, в принципі, вони могли б отримати з нескінченного запасу німецькі марки для захисту своїх двосторонніх обмінних курсів [114].

Есківель і Ларраїн підкреслюють, що двома ключовими характеристиками другої моделі є: 1) уряд є активним агентом, який максимізує об'єктивні функції; 2) циклічний процес існує і призводить до рівноваги. Дана модель з припущенням про очікування веде від однієї рівноваги до іншої, припускає можливість самостійного виникнення криз. Така криза відбувається тоді, коли саме песимізм значної групи інвесторів провокує відтік капіталу, що призводить у кінцевому підсумку до краху системи обмінного курсу (Есківель і Ларраїн).

Третя модель: Модель впливу. Копелен заявив, що, хоча існує цілий ряд питань, на які друга модель не змогла відповісти, потреба в третій моделі з'явилася тільки в кінці 1990-х років, з мексиканською «текіловою» кризою, як її називали в 1994 році і ще більшого розмаху – з кризою в Азії, що розпочалася в середині 1997 року.

Третя модель була спрямована на ефекти впливу як причини валютної кризи. Наприклад, Герлах і Сметс представляють модель, в якій девальвація

валюти в одній країні призводить до того, що валюту її торгових партнерів знецінюють задля уникнення втрати конкурентоспроможності. Ефект впливу може виникнути, коли інвестори звертають недостатньо уваги на фундаментальні економічні показники приймаючих країн.

У випадку присутності ефекту впливу, криза в країні може бути індикатором майбутньої кризи в сусідній країні. Крім того, ця модель показує, що спекулятивні атаки з однієї країни можуть перекинутися на іншу, якщо не вистачає міжнародних резервів для захисту прив'язки в другій країні (Крюгер і співавтори). Таким чином, валютна криза в одній країні, має за результат девальвацію, і це впливає на компетенцію партнерів торгової країни і, як наслідок, торгові партнери країни змушені девальвувати свої валюти, щоб уникнути меншу конкурентоспроможності.

У 1990-х і на початку 2000-х років ряд країн постраждали від важкої валютної кризи. Зокрема, в 1990-і році була значна кількість валютних криз, зокрема, криза механізму валютних курсів (ЄМВК) (1992 – 1993 рр.) в Європі, мексиканська «текілова» криза з 1994 – 1995 рр., турецька криза в 1994 р., азіатська криза з 1997 – 1998 рр., криза в Росії в 1998 році і Латинській Америці (Бразилія) з 1998 – 1999рр. Також на початку 2000-х років, країни зазнали безперервних валютних криз, такі як валютна та банківська криза в Туреччині в період 2001–2002 рр. і аргентинська криза в 2001–2002 рр. У науковій літературі можна знайти факти про те, що емпіричних досліджень, які намагаються пояснити валютні кризи досить багато. Головна спроба дослідження є побудова єдиного індексу для визначення валютних криз або спекулятивних атак на валюту [119].

Айхенгрін звертає увагу на те, що спекулятивні атаки, як правило, тимчасові, і валютні кризи з'являються, щоб передати «вплив» від однієї країни в іншу. Вони припускають, що криза у всьому світі збільшує ймовірність спекулятивних атак, навіть з економічної і політичної сторони.

У науковій літературі є також цілий ряд досліджень, присвячених вивченню детермінантам нестабільності у валютній сфері. Наприклад, Крюгер розглядає детермінанти валютної нестабільності у Латинській Америці, Азії та Африці. Їх результати показують, що валютна нестабільність не може бути пояснена тільки дивлячись на фундаментальні економічні та регіональні ефекти впливу, і що спекулятивна поведінка інвесторів є також важливим фактором [123]. Есківель і Ларраїн перевірили основні прогнози моделей двох поколінь валютного дисбалансу і оцінили силу деяких ключових змін, запропонованих в літературі. Незалежні змінні визначаються відповідно до факторів, які зазначені в теоретичній літературі. Дослідження обґрунтовує факт, що валютна криза існує тільки тоді, коли відбувається різка (раптова) зміна номінального обмінного курсу, і вони виключають невдалі спекулятивні атаки з їх визначення кризи.

Інші моделі третього покоління демонструють, як фінансова лібералізація і державні гарантії зобов'язань приватного сектора можуть генерувати моральний ризик і дефіцит бюджету, який може привести до кризи.

Чанг і Веласко підкреслюють можливість самостійного формування міжнародних криз в умовах відкритої економіки з необмеженим капіталом ринків, в яких банки видають депозити вітчизняними та зарубіжними активами, але є довгострокові неліквідні інвестиції, які не можуть легко перетворюватися в грошові кошти в банківських перспективах. Дулі, Бернсайд, Ейхенбаум, Ребел стверджують, що явні чи неявні державні гарантії для банківської системи можуть надати стимул банкам взяти на себе зовнішній борг, у результаті чого банківська система буде вразлива для атак. Крихкий банківський сектор, в свою чергу, досить слабо захищає внутрішні процентні ставки, що може призвести до остаточного краху національної валюти.

Якщо мобільність капіталу висока, а країна прив'язує курс до валюти іншої країни, її внутрішні процентні ставки будуть пов'язані з іноземними процентними ставками, що істотно обмежує здатність проводити незалежну внутрішню

грошово-кредитну політику. Наприклад, посилення внутрішньої грошово-кредитної політики, що підвищує макроекономічні показники також викликає приплив капіталу у відповідь на транснаціональні повернення диференціала. Це гасить початкове зростання внутрішніх процентних ставок, але і викликає більш низький внутрішній попит на імпорتنі товари, що ще більше гальмує ефект обмежування більш високою процентною ставкою [124].

Механізм обмежень був впроваджено у період трьох основних валютних криз в 1990-х роках – спекулятивної атаки на Європейську валютну систему (ЄВС) в 1992 – 1993 роках, криза мексиканського песо в 1994 – 1995 роках, і азіатської кризи 1997 – 1998 років.

Так як Німеччина підвищила процентні ставки для боротьби з інфляцією після возз'єднання на початку 1990-х, інші європейські країни, чия валюта була пов'язана з німецькою маркою через ЄВС – з'ясували, що високі німецькі процентні ставки будуть обтяжливими для їхніх економік. У 1992 році система була вражена великими спекулятивними потоками капіталу, тому, деякі країни вибули з ЄВС і дозволити своїм валютам знецінитися, щоб їх внутрішні процентні ставки стали відрізнятися від німецьких.

У випадку з Мексикою, політики стикалися з відтоком капіталу після підвищення курсу долара США та мексиканськими політичними подіями в 1994 році. Зусилля центральних банків Мексики уникнути підвищення внутрішніх процентних ставок, поки було знецінення песо, виявилися марними і сприяли кризи песо в грудні 1994 року.

Криза в Азії в 1997 – 1998 роках була частково пов'язана з тим, що багато країн фактично прив'язали свою валюту до долара, коли курс долара виріс по відношенню до японської ієни і китайського юаня. Тайський бат, рупії Індонезії і інші азіатські валюти зросли по відношенню до єни і юаню. Продукти Таїланду, Індонезії та інших азійських країн стали більш дорогими в порівнянні з продуктами Японії та Китаю. Зниження конкурентоспроможності спричинило

тиск і їх валюта знецінилася. Інші важливі чинники також спричинили кризу в Азії, в тому числі паніка вкладників банків і висаджена банківська система, пов'язана з відсутністю стимулу для ефективного управління державних гарантій від дисбалансів [141].

Ці приклади показують, як країни з ринками, які розвиваються і промислово розвинені країни часто не в змозі прийняти ефективні рішення по фіксованому обмінному курсу протягом тривалого періоду. Хоча технічно можливо для країни підтримати прив'язку обмінного курсу поки центральний банк буде мати доступ до валютних резервів задля задоволення спекулятивних атак. Центральні банки також повинні бути готовими завжди підпорядкувати всі інші цілі грошово-кредитної політики. На практиці це означає, що вони мають бути готовими підняти внутрішні процентні ставки досить високо, щоб зберегти інтерес до своєї валюти для спекулянтів.

Але, як показують наведені вище приклади, у багатьох країнах з прив'язаним режимом обмінного курсу в той чи інший момент, коли виникає необхідність у відмові від незалежної грошово-кредитної політики, тому що ціна занадто висока, особливо коли високі внутрішні проценти негативно впливають на зростання безробіття в країні та стабільності фінансового сектора.

В принципі, країни з плаваючими обмінними курсами повинні бути більш стійкими до валютних криз, тому що можна було б очікувати безперервне регулювання ринку для обмеження наростання тиску, що призводить до вкрай завищеної вартості валюти і подальших її знижень, які можуть виникнути при фіксованих валютних режимах. Насправді, прив'язані і проміжні режими валютного курсу, ті, що підтримують негнучкі валютні курси, але формально не прив'язують до єдиного валютного якоря – пов'язані з більшою сприйнятливістю до валютних криз, – а також інших фінансових криз, таких як боргові кризи, раптові зупинки припливу капіталу, і банківських криз [142].

Тим не менш, багато країн з плаваючими обмінними курсами пережили валютні кризи. Це може бути пов'язано з тим, що країни, які представили свої валюти, як плаваючий обмінний режим, робили це неохоче, для того, щоб дозволити своїм валютам плавати з так званим страхом плаваючої поведінки (Кальво і Рейнхарт) і стежити за прив'язаним режимом обмінного курсу.

Валютні кризи часто пов'язані з іншими видами фінансових криз, такими як банківські кризи. Поява так званої подвійної кризи може бути пов'язана з кількома причинами: банківська криза веде до валютної кризи, валютна криза призводить до кризи банківського сектору. Масове вилучення може призвести до атаки, якщо збільшення ліквідності валюти пов'язано з порятунком урядом проблемних банків. Це підриває їх спроможність підтримувати переважні прихильності курсу (Веласко та Кальво). Або, як говорилося вище, слабкий банківський сектор може спровокувати валютну кризу, якщо спекулянти очікують, що політики воліють відмовитися від курсової стійкості, щоб уникнути банкрутства і подальшої напруженості в банківському секторі, а не терпіти витрати на захист національної валюти (Обстфельд).

Також можлива причина зворотного ланцюга, від валютних криз на початку банківської кризи. Якщо банки мають значні запаси нехеджованих зовнішніх зобов'язань, валютна криза може безпосередньо і несприятливо змінити банківській сектор, викликаючи погіршення банківських балансів тому, що знецінення валюти підвищує внутрішній валютний тягар цих зобов'язань.

Банки і підприємства схильні до ліквідності, якщо вони фінансують довгострокове кредитування та роблять інвестиції в короткострокові запозичення (Чанг і Веласко).

Таким чином, міжнародна криза ліквідності може викликати подвійну кризу. Світова фінансова криза 2007-2008 рр. мала однаковий вплив на валютні цінності і на банківській сектора в багатьох країнах [172].

Теоретична і емпірична література виявляє широкий спектр змінних, потенційно пов'язаних з валютними кризами. Ці змінні включають макроекономічні та фінансові основи, такі як, гроші і зростання внутрішнього кредиту, бюджетного дефіциту, дефіцит поточного рахунку, завищення реального обмінного курсу та зростання виробництва; а також змінні, такі як оцінки вразливості країни щодо атак, таких як достатність міжнародних резервів по відношенню до можливих короткострокових зобов'язаннях зовнішнього і внутрішнього походження, іноземні фінансові потреби, і загальна стійкість фінансового сектора. Інші можливі змінні включають показники очікувань ринку або апетит інвесторів до ризику, такі як процентна ставка диференціалів, і вплив криз на інші країни. Торгова та фінансова відкритість може також вплинути на ймовірність валютної кризи [178].

Золотовалютні резерви здатні реагувати на спекулятивні атаки амортизації. Відношення показника M2 до запасів відображає, якою мірою зобов'язання банківської системи спираються на міжнародні резерви. У разі валютної кризи, банківські вкладники поспішатимуть конвертувати свої внутрішні активи в іноземній валюті, так що цей показник відображає здатність центрального банку задовольняти ці потреби і стабілізувати валюту. Існує ризик щодо відношення зовнішнього боргу до валютних резервів, так як інвестори вирішили не пролонгувати державний борг або приватні запозичення.

Відносно велике завищення обмінного курсу пов'язано зі збільшенням ймовірності валютної кризи через негативний вплив на конкурентоспроможність. Побічні виконання умов торгівлі через відносно високу ціну на імпорт підриває купівельну спроможність населення і гасить внутрішню економічну активність. Зниження темпів зростання реального ВВП може означати погіршення економічних умов і тим самим підірвати довіру інвесторів до можливих інвестицій країни.

Отже, вважаємо необхідним, розглянути статистична методологія даного питання. Після того, як був визначений підбір спеціальних показників, інформація, що міститься в них повинна об'єднатися в об'єктивній структурі. Три загальних підходи – події досліджень (наприклад, Камінського і Рейнхарта), метод обміну сигналами (наприклад, Камінського, Лізонда і Рейнхарта), і обмежена залежна змінна пробіт / логіт-модель (наприклад, Франкеля і Роуза).

Проаналізуємо підхід дослідження вищезазначених подій. Цей підхід розглядає події дослідження поведінки окремих показників у період перед кризових потрясінь. Для кожної змінної, поведінка під час докризового періоду порівнюється з поведінкою під час спокійного або не кризового періоду. Використовуючи результати Камінського і Рейнхарта, на основі даних по 20 країнах з економіками, що розвиваються в період з 1970 по 1995 роки, пропонуємо проаналізувати поведінку окремих змінних у період валютних криз. В середньому, 12-місячне зростання внутрішнього кредиту до ВВП вище, ніж у спокійні часи. Зростання внутрішнього кредиту до ВВП залишається вище норми, коли валютна криза наближається, відповідно до кредитного буму. У правому верхньому куті малюнка показана еволюція 12-місячної зміни M2 до резервів центральних банків. Це співвідношення зростає і значно перевищує його норми до кризи.

Збільшення пов'язане з різким скороченням валютних резервів, так як влада намагається стабілізувати обмінний курс. За рік до валютної кризи, реальний обмінний курс був завищеним, оцінюючи відношення до його тенденції в порівнянні з періодами спокою. Реальний обмінний курс повністю змінюється на девальвацію. Криза передуює погіршенням умов торгівлі.

У дисертаційному дослідженні також пропонуємо розглянути сигнальний підхід. Як і в підході дослідження подій, індикатор підходу також включає в себе моніторинг ключових ознак змінних незвичайної поведінки, сигнал майбутньої кризи. Однак останній підхід припускає зокрема числовий поріг, за яким змінна посилає сигнал про майбутню кризу [179].

Визначення оптимального рівня порогу включає в себе баланс, який не в змозі передбачити кризу, яка насправді відбувається (помилка I типу) і прогнозувати кризу, яка насправді не відбувається (помилка II типу). З одного боку, якщо встановлений слабкий поріг, то індикатор буде ловити всі кризи, але дасть багато невірних сигналів (шумів). З іншого боку, якщо поріг занадто тугий, індикатор ніколи не буде видавати помилковий сигнал, але він не буде ловити всі кризи. Таким чином, для кожної змінної, оптимальний поріг вибирається так, щоб був максимально хорошим сигнал-шум.

Одним із критеріїв є ранжування корисності показників в порядку зменшення їх сигналів-шумів. Так, наприклад, показник, який відображає в чотири рази більше позитивних сигналів, як помилкових сигналів (шумів), буде розглядатися як кращий показник, ніж той, в співвідношенні якого будуть тільки два позитивних сигналів на кожен невірний. Крім того, якщо мова йде про помилкові тривоги, яких менше і тих, які нездатні передбачити кризу, яких більше, то можна зосереджуватися на показниках, які правильно прогнозують високий відсоток фактичної кризи. Таким чином, той показник, що прогнозує правильно 50 відсотків фактичної кризи буде розглядатися як більш корисний ніж той, який прогнозує правильно тільки 25 відсотків виникнення кризи.

Пропонуємо розглянути застосування сигнальних підходів. Едісон розглядає 19 різних змінних показників, які аналізуються з місячною періодичністю, оцінюючи показники, засновані на критерії сигналів-шумів.

Ці результати розраховані на основі даних 28 країн, з січня 1970 по квітень 1995 року. (Період вибірки закінчується в квітні 1995 року для забезпечення досить великого числа спостережень для оцінки інтелектуальної можливості моделі криз 1997-1999 рр.). У нашому аналізі слід відзначити, що реальний обмінний курс, який визначається як відхилення від тенденції, оцінюється як головний чинник його сигналів-шумів, складає приблизно 4:1. Наступний кращий чинник це 12-місячна відсоткова зміна по відношенню до короткострокової

заборгованості резервів, з відношенням 2,5:1, а потім співвідношення M2 до резервів.

Сигнальний підхід в деяких випадках має декілька недоліків. По-перше, шляхом оцінки кожної змінної окремо, не розглядається, як взаємопов'язаний перелік умов, міг би зробити економіку більш вразливою до кризи. У відповідь на це, деякі дослідження об'єднали дані з різних змінних в одну, щоб спрогнозувати розрахунок композитної ймовірності як зваженої суми ряду показників, які дають зрозуміти, де кожен показник прогнозує можливість кризи. Другий недолік сигнального підходу в тому, що він ігнорує можливі кореляції між різними показниками. Третій недолік – видає тільки двійкові сигнали, тобто або індикатор знаходиться вище свого порога, що вказує на сигнал, або знаходиться нижче свого порога, що вказує на відсутність сигналу про можливу кризу.

Пропонуємо розглянути пробіт та інші спеціальні підходи. Пробіт / логіт підхід розглядає деякі недоліки сигнального підходу. Він оцінює ймовірність відносин, де залежна змінна є дискретною мірою кризи (наприклад, 1 або 0, якщо криза відбувається або не відбувається). Пробіт регресія генерує прогнози з урахуванням кореляції між усіма інтелектуальними змінними, а також дозволяє тестувати статистичні значення окремих змінних.

Сучасні дослідження розробили нову стратегію в спробі поліпшити прогнозування продуктивності прогнозування [127]. До них відносяться частково-лінійне узагальнення в пробіт моделі і уточнення мінливості кризи з двійкових в трійкові змінні – кризові періоди, посткризовий період відновлення, спокійні періоди. Інші дослідження вивчають більш складні економетричні методи, такі як моделі авторегресії умовної небезпеки і режим перемикавання з нестационарних ймовірностей.

Змінні, визначені в якості результативних, змінювалися від дослідження до дослідження і дещо відрізнялись в умовах набору даних визначення кризи і

методологій. Берг і Патільо, Ендрю, Едуардо Боренштейн та Катерина Патільо зрозробили порівняльні оцінки точності різних методів.

Кілька досліджень [116,112] виявили, що погляди на ринок, виражені у пов'язаних між собою сферах, кредитних рейтингах, а також очікування заходів швидкого обміну, були ненадійними предикторами валютних криз, особливо в 1990-х роках. Тим не менш, деякі показники, такі як переоцінка реального обмінного курсу, достатність резервів (по відношенню до короткострокової заборгованості або грошової маси), зростання внутрішнього кредиту, поточного рахунку, зростання експорту, і приріст запасів, як правило, добре працюють в деяких дослідженнях.

Берг, Боренштейн і Патільо оцінювали ефективність сигналу і пробіт-моделі, з особливим акцентом на важливість нешаблонного прогнозування в оцінках моделі, а також компроміс між відсутністю криз і генерацій помилкових спрацьовувань. Вони виявили, що в період азіатської кризи, системи раннього попередження були значно кращими моделями, ніж без модельні предикатори, такі як рейтинги та оцінки інформованих аналітиків. В період аргентинської і турецької кризи, в 2001 році, покращилося виконання деяких з цих альтернативних предикаторів, тому відносна перевага моделі знизилася. Це говорить про те, що недавні кризи не були неочікуваними, окрім кризи в Азії, тому що їх було або легше передбачити, чи тому, що покращилась чутливість аналітиків [108].

Отже, існує кілька способів, коли валютна криза може вплинути на економічну діяльність. З одного боку, зниження курсу національної валюти, що відбувається при успішній атаці валюти, може розширити сектор ринкових товарів і стимулюватиме зростання шляхом корекції переоціненою валютою або шляхом більш конкурентоспроможного обмінного курсу. З іншого боку, зниження курсу може бути обмежене за рахунок збільшення витрат на погашення зовнішніх боргів, виражених в іноземній валюті, зокрема, в доларах.

Висновки до розділу 1

У першому розділі «Науково-методичне забезпечення системи валютного регулювання з урахуванням нестабільності економіки» узагальнено теоретико-методологічні підходи до формування системи валютного регулювання, досліджено практичні аспекти застосування стратегій валютного регулювання в умовах трансформації світової валютної системи, проаналізовано глобальний історичний процес становлення та еволюційного розвитку системи валютного регулювання, визначено методологічні підходи до групування існуючих емпіричних моделей валютних криз та валютного регулювання в умовах нестабільного розвитку економічних процесів.

За результатами розділу зроблено наступні висновки:

1. У результаті систематизації наукових поглядів щодо місця валютного регулювання у валютній політиці держави запропоновано уточнення поняття «валютний ринок». Аналіз теоретичних основ щодо розуміння поняття «валютний ринок» свідчить, що загальноновизнаного та усталеного підходу до визначення його сутності як у вітчизняній, так і у зарубіжній економічній літературі не існує. У роботі запропоновано авторське визначення валютного ринку як системи стійких економічних, юридичних, організаційних і комунікаційних відносин між учасниками міжнародних розрахунків, пов'язаних з операціями купівлі-продажу іноземної валюти та інших валютних цінностей, а також спекулятивними операціями, арбітражем, операціями зовнішньої торгівлі, надання послуг, здійснення інвестицій та інших видів діяльності за визначеним обмінним курсом, що формується на основі законів попиту та пропозиції.

2. У роботі обґрунтовано, що розбудова повноцінного сучасного валютного ринку та ефективна організація валютних відносин визначаються необхідністю їх належного регулювання з боку держави. При цьому основна роль у цьому процесі

належить механізму реалізації валютної політики країни. Визначено, що досягнення тактичних, опосередкованих та стратегічних цілей валютної політики забезпечується через систему валютного регулювання. З метою розкриття сутності і змісту поняття валютного регулювання запропоновано використовувати метод тетрабазисів, що являє собою структурну схему, яка, в свою чергу, включає об'єкт дослідження та чотири компоненти: економічне, правове, організаційне та науково-методичне забезпечення системи валютного регулювання.

3. Виходячи із побудованої структурної схеми, автором запропоновано власне визначення поняття «валютне регулювання» як системи законодавчих норм і економічних заходів, що реалізуються державою в особі уповноважених органів з метою формування та вдосконалення національної валютної системи країни відповідно до принципів розвитку світової валютної системи, забезпечення валютної стабільності та формування ефективного механізму валютно-фінансових взаємовідносин з іншими країнами із застосуванням адміністративних та економічних методів впливу на учасників валютних відносин щодо валютної політики в державі.

4. У дисертаційному дослідженні валютний ринок запропоновано розуміти як систему стійких економічних, юридичних, організаційних та комунікаційних відносин між учасниками міжнародних розрахунків, пов'язаних з операціями купівлі-продажу іноземної валюти та інших валютних цінностей, а також спекулятивними операціями, арбітражем, операцій зовнішньої торгівлі, надання послуг, здійснення інвестицій та інших видів діяльності за визначеним валютним курсом, що формується на основі законів попиту та пропозиції.

5. Валютну політику пропонується розуміти як органічну складову частину державної економічної політики, яка за допомогою комплексу економічних, правових, адміністративних та організаційних заходів, методів, форм, інструментів та механізмів у сфері національних (міжнародних) валютних відносин та грошового обігу, відповідно до поточних (тактичних),

середньострокових (опосередкованих) та довгострокових (стратегічних) цілей країни, стимулює зовнішньоекономічні позиції держави, рівновагу платіжного балансу та стійкість курсу національної валюти.

6. Розроблений підхід до розуміння економічного змісту поняття валютного регулювання на основі цілісного підходу тетрабазисного методу, який являє собою площинну схему, яка в свою чергу включає об'єкт дослідження та чотири компоненти: економічне, правове, організаційне та науково-методичне забезпечення системи валютного регулювання. Даний системний опис об'єкта дослідження є багаторівневим, тобто деталізація одного рівня проводиться шляхом проведення аналогічних операцій (побудови тетрабазиса) з усіма чотирма її компонентами.

7. В результаті аналізу історичного генезису розуміння стратегічного вибору форми валютного регулювання визначено, що у сучасних умовах трансформації світової валютної системи використовується одна з двох основних теоретичних концепцій щодо принципів валютної політики: монетаристська та кейнсіанська.

8. Аналіз емпіричних моделей щодо виникнення валютних криз і валютного регулювання в умовах нестабільності економіки показав, що дані моделі мають визначальне значення для забезпечення раннього попередження країн, які є найбільш вразливими до кризових потрясінь. Автором проведено аналіз існуючих моделей валютного регулювання в умовах фінансової нестабільності економіки та виокремлено три основні: модель нестійкої економічної політики і структурних дисбалансів, модель самореалізації, модель впливу.

Основні положення даного розділу дисертації опубліковані в роботах [79, 90, 91, 93, 75].

РОЗДІЛ 2

АНАЛІЗ СИСТЕМИ ВАЛЮТНОГО РЕГУЛЮВАННЯ У КОНТЕКСТІ ЦИКЛІЧНОСТІ ФІНАНСОВО-ЕКОНОМІЧНОЇ КРИЗИ В УКРАЇНІ

2.1. Оцінка науково-методичної бази регулювання обмінного курсу гривні Національним банком України в умовах нестабільності економіки

Одним з головних завдань Національного банку України є забезпечення зовнішньої стабільності національної грошової одиниці, що виражається у підтримці стабільності обмінного курсу гривні. Найважливішим моментом для реалізації цього завдання є визначення оптимального режиму валютного курсу. Проблема вибору ефективного валютно-курсового режиму набуває особливої актуальності для країн з трансформаційною моделлю економічного розвитку, в тому числі і для України. Пояснюється це тим, що з однієї сторони спостерігається макроекономічна невизначеність, а з іншої – обмеженість у виборі інструментів валютного регулювання.

Слід відмітити, що при виборі режиму обмінного курсу необхідно враховувати його наслідки в довгостроковому періоді, адже валютний курс впливає не лише на експортно-імпортні операції та напрямки грошових потоків, а й на діяльність суб'єктів господарювання і життя громадян. Режим валютного курсу впливає на стан вітчизняного валютного ринку, визначає рух капіталу, міграцію робочої сили тощо [103].

Таким чином, вибір режиму обмінного курсу є одним з основних інструментів системи валютного регулювання, завдяки якому забезпечується виконання наступних основних завдань:

- забезпечення рівноваги платіжного балансу;

- підтримка стабільного рівня цін, стримування темпів інфляції;
- забезпечення стабільності внутрішнього валютного ринку;
- сприяння динамічному розвитку зовнішніх товарообмінних операцій;
- створення сприятливих умов для припливу іноземних інвестицій;
- забезпечення високого ступеня конвертованості національної валюти;
- підтримка купівельної спроможності національної валюти [110].

З метою вибору оптимального режиму валютного курсу національної валюти варто детальніше дослідити існуючі практичні підходи регулювання обмінного курсу гривні Національним банком України в умовах нестабільності економіки, визначити їх переваги та недоліки, проаналізувати їх вплив на стан економіки держави, що і буде зроблено нижче.

Наступним етапом дисертаційного дослідження є аналіз впливу сучасної світової фінансово-економічної кризи на стан валютно-курсової політики в Україні, а також дослідження підходів щодо регулювання обмінного курсу гривні Національним банком України у період економічного спаду.

На валютному ринку України у 2008 році відбулися коливання попиту та пропозиції іноземної валюти. Так, протягом січня-серпня на міжбанківському ринку спостерігалось стійке перевищення пропозиції іноземної валюти над попитом на неї. При цьому надходження іноземної валюти від нерезидентів зросли порівняно з аналогічним періодом попереднього року на 31,3%, а обсяг її пропозиції на міжбанківському валютному ринку збільшився на 48,5%.

У 2008 році Національний банк України врівноважував валютний курс переважно через купівлю іноземної валюти. Загальний обсяг валютних інтервенцій упродовж січня-серпня 2008 року становив 6,6 млрд. дол. США. Обсяг міжнародних резервів наприкінці серпня перевищив 38 млрд. дол. США і збільшився з початку 2008 року на 5,6 млрд. дол. США.

Розглядаючи період з вересня 2008 року на міжбанківському ринку України спостерігався дефіцит іноземної валюти, який був спричинений загостренням

світової фінансової кризи та зменшенням зовнішнього споживання. Внаслідок цього щоденні обсяги надходжень іноземної валюти на рахунки підприємств зменшилися з 595 млн. дол. США у серпні до 357 млн. дол. США у грудні 2008 року (рис. 2.1).



Рисунок 2.1 – Показники динаміки розвитку міжбанківського валютного ринку України за період 2007-2008 рр. [139]

Виявлено, що дійсно, задля мінімізації дефіциту іноземної валюти та зниження девальваційного тиску на гривню впродовж IV кварталу 2008 року Національний банк України проводив активні валютні інтервенції шляхом продажу 10,3 млрд. дол. США. У 2008 році сальдо валютних інтервенцій Національного банку України становили «мінус» 3,9 млрд. дол. США проти «плюс» 7,6 млрд. дол. США у 2007 році.

Розглядаючи динаміку курсу у 2008 році, слід відзначити, що курсові тенденції упродовж 2008 р. були вкрай неоднозначними. Якщо у травні 2008 р.

виникли передумови для ревальвації гривні, то на початку осені – для її девальвації [130]. Так, за вересень 2008 р. девальвація офіційного курсу становила 0,32 %, жовтень – 18,5 %, листопад – 17,04 %, грудень – 14,21 % порівняно з попереднім місяцем, а в цілому за рік вона знецінилася відносно американського долара на 52,5 % [131].

Стрімке зростання долара США в середині липня 2008 р. відповідним чином позначилося на факторах, що мають велике значення для курсу української валюти, а саме [130]: зменшився приплив капіталу до банківського сектору в зв'язку зі світовою фінансовою кризою, нестачею ліквідності і перетіканням ресурсів у доларові активи; різко зріс попит на долари на міжбанківському і готівковому валютному ринках; в очікуванні девальвації гривні активізувався відплив капіталу з країни; зменшилася експортна виручка внаслідок падіння світових цін на метал у серпні 2008 р. на 15-20 %; продовжилося зростання обсягів імпорту.

Розглядаючи динаміку курсу гривні у 2009 році, виявлено, що вона зазнала значних коливань. На початку року спостерігалось падіння курсу гривні відносно долара США, влітку – певна його стабілізація, а восени знову відновився девальваційний тиск на гривню, який вдалося подолати наприкінці року. Протягом 2009 року офіційний курс гривні відносно долара США знизився на 3,7 порівняно з 52,5% у 2008 році.

Відповідно до умов Меморандуму про економічну і фінансову політику в рамках фінансової програми «Стенд-бай» (далі – Меморандум) Національним банком України з квітня 2009 року було започатковано встановлення офіційного курсу гривні до долара США на рівні середньозваженого курсу продавців і покупців на міжбанківському валютному ринку України за попередній робочий день з можливим відхиленням ± 2 %. Зазначена норма Національним банком України застосовувалася протягом травня – серпня 2009 року, коли

середньомісячні відхилення офіційного курсу гривні від його ринкових котирувань до долара США не виходили за межі зазначеного інтервалу.

Проте на початку вересня 2009 року на міжбанківському ринку спостерігалось зростання дефіциту іноземної валюти, на яке поряд із сезонними факторами активно впливали негативні ринкові очікування, що провокувалися штучними дискусіями щодо знецінення гривні у 2010 році. Динаміка валютного курсу гривні в цей період набула нестійкості: середньозважений курс гривні до долара США на міжбанківському ринку коливався від 809,18 до 847,10 грн. за 100 дол. США, а за готівковими операціями з продажу долара США – в діапазоні від 831,55 до 883,16 грн. за 100 дол. США.

Як свідчать факти, Національний банк України активно проводив політику протидії девальваційному тиску шляхом проведення валютних інтервенцій. Завдяки цьому середньозважений курс гривні до долара США на міжбанківському ринку наприкінці вересня був на рівні серпня [121]. Протягом жовтня – грудня ринковий курс гривні зміцнювався як на міжбанківському ринку, так і на готівковому. При цьому з середини жовтня відхилення офіційного курсу гривні від його ринкових котирувань знову були на рівні, що відповідали значенням у межах інтервалу, визначеного Меморандумом.

Динаміка курсу гривні до інших світових валют віддзеркалювала кон'юнктуру міжнародних ринків, на яких зокрема спостерігалось знецінення долара США відносно євро. Відповідно до цих тенденцій офіційний курс гривні до євро у 2009 році знизився на 5,5%, а до російського рубля – на 0,7%.

Проаналізуємо динаміку реального ефективного обмінного курсу гривні. Протягом 2009 року динаміка реального ефективного обмінного курсу (РЕОК) гривні була різноспрямованою [134]. Так, у січні–лютому РЕОК гривні зріс на 14,0%, що було зумовлено посиленням номінального ефективного обмінного курсу (НЕОК) гривні (на 11,3%) та перевищенням рівня інфляції в Україні

значення зваженого показника інфляції за країнами – основними торговельними партнерами (на 2,7 процентного пункту).

Починаючи з березня, формування низхідного тренду НЕОК гривні відбувалося через поступову девальвацію гривні до основних світових валют. У цілому в 2009 році НЕОК гривні знизився на 5,7%. Однак оскільки інфляція в Україні була вищою, ніж у країнах – основних торговельних партнерах, РЕОК гривні за підсумками року зріс на 0,3%.

У 2009 році відбулося значне скорочення обсягу операцій на міжбанківському валютному ринку – середньоденний обсяг купівлі-продажу іноземної валюти на ньому зменшився порівняно з 2008 роком на 25,7% і становив 573 порівняно з 770 млн. дол. США у попередньому році (рис. 2.2).



Рисунок 2.2 – Показники розвитку міжбанківського валютного ринку України у 2008–2009 роках [139]

При цьому зменшення валютних надходжень на користь резидентів України (на 24,6% порівняно з 2008 роком) супроводжувалося зниженням на 31,4% пропозиції іноземної валюти на міжбанківському валютному ринку. Поряд з цим на 44,4 % збільшились перекази іноземної валюти нерезидентам для погашення

раніше отриманих від них кредитів. Це сприяло зростанню дефіциту іноземної валюти на міжбанківському ринку, підвищуючи вразливість курсу гривні.

Слід відмітити, що задля мінімізації девальваційного тиску на гривню та відповідної стабілізації ринкових очікувань Національний банк України активно проводив валютні інтервенції шляхом продажу іноземної валюти, обсяги яких становили 10,4 млрд. дол. США (у 2008 році – 3,9 млрд. дол. США).

Валютні інтервенції використовувались також для продажу іноземної валюти резидентам для підтримки зовнішніх платежів за їх борговими зобов'язаннями та розрахунками за критично важливими імпортними контрактами.

У лютому 2009 року Національний банк України ініціював проведення цільових аукціонів із продажу валюти населенню для підтримання його кредитних зобов'язань в іноземній валюті, на яких здійснювався продаж доларів США, євро і швейцарських франків. Протягом року на цих аукціонах було продано валюти на суму 1,4 млрд. дол. США (в доларовому еквіваленті).

Їх регулярне проведення в заздалегідь визначені терміни мало важливе значення для стабілізації ринкових очікувань, різкого зниження ажіотажного попиту на іноземну готівку та загального впорядкування валютного ринку, а також зменшення необхідності купівлі населенням іноземної готівки заздалегідь, до настання фактичного строку планових платежів.

Наступним етапом дисертаційного дослідження є аналіз динаміки валютного ринку України упродовж 2010 року та дій Національного банку України щодо стабілізації економічних процесів.

Отже, динаміка валютного ринку України була різноспрямованою. У перші місяці через зменшення надходжень від експортерів при одночасному збільшенні платежів за імпортними контрактами спостерігався дефіцит іноземної валюти, що спричиняв тиск на гривню та вимагав від Національного банку України проведення регулярних інтервенцій із продажу валюти. Проте вже з середини

лютого надходження іноземної валюти в країну почали перевищувати перекази на користь нерезидентів, що позитивно позначилось на збільшенні її пропозиції на міжбанківському валютному ринку та на зміцненні курсу національної валюти.

Стабілізація ситуації на валютному ринку дала можливість Національному банку України здійснювати інтервенції з купівлі іноземної валюти, поповнюючи міжнародні резерви. Починаючи з березня, вперше після серпня 2008 року, Національний банк України мав додатне сальдо валютних інтервенцій. У березні - серпні воно становило 5,1 млрд. дол. США (в еквіваленті).

Проте з вересня ситуація знову змінилася в бік стійкого домінування попиту на іноземну валюту, а Національний банк України був змушений здійснювати інтервенції з її продажу. У вересні – грудні від’ємне сальдо валютних інтервенцій дорівнювало 2,2 млрд. дол. США.

Водночас за результатами 2010 року сальдо валютних інтервенцій Національного банку України було додатним і становило 1,3 млрд. дол. США (у 2009 році було від’ємним – «мінус» 10,4 млрд. дол. США).

Слід відмітити, що обсяг міжнародних резервів зріс за 2010 рік на 30,5% і на 31.12.2010 року становив 34,6 млрд. дол. США. Крім валютних інтервенцій Національного банку України на їх динаміку вплинуло надходження кредитних коштів від ВТБ Банку (Росія) (2,0 млрд. дол. США), МВФ (два транші на загальну суму 3,4 млрд. дол. США), розміщень облігацій зовнішньої державної позики (2,5 млрд. дол. США) та здійснення платежів із погашення та обслуговування зовнішнього державного та гарантованого державою боргу (1,8 млрд. дол. США).

Тому, за цих умов курс гривні до долара США на міжбанківському валютному ринку зріс на 0,32% і на кінець року становив 796,63 гривень за 100 доларів США (у грудні - знизився на 0,17%). Офіційний курс гривні до долара США укріпився на 0,29% і на 31.12.2010 р. становив 796,17 гривень за 100 доларів США. Курсова динаміка гривні до євро залежала від його коливань на

міжнародних ринках - відносно євро офіційний курс гривні зріс на 7,65% і в останній день року дорівнював 1057,31 грн. за 100 євро.

Завдяки стабілізації ситуації на валютному ринку та зменшення різниці між офіційним і міжбанківським курсом гривні до долара США, а з березня звітного року Національний банк України призупинив проведення цільових аукціонів з продажу іноземної валюти для задоволення потреб клієнтів банків - фізичних осіб з метою погашення ним заборгованості за валютними кредитами.

Динаміка попиту та пропозиції на міжбанківському валютному ринку України у 2011 році була нерівномірною. Протягом січня-квітня на ньому домінувала пропозиція іноземної валюти, спричинена її сталими надходженнями від нерезидентів за умов сприятливих світових цін на традиційні товарні групи українського експорту та збереження доступу до зовнішніх запозичень. Це не тільки сприяло врівноваженню валютного ринку, але й надавало можливість Національному банку України поповнювати міжнародні резерви.

У травні обсяг чистих надходжень іноземної валюти від нерезидентів зменшився, а вже в червні спостерігався чистий відплив іноземної валюти з рахунків резидентів, що призвело до домінування попиту на іноземну валюту над її пропозицією за безготівковими операціями. Завдяки літньому уповільненню ділової активності у липні-серпні валютний попит знизився, що сприяло збалансуванню безготівкового сегмента валютного ринку.

Сезонне збільшення попиту на іноземну валюту, яке розпочалось у вересні, було посилене негативними ринковими очікуваннями, пов'язаними переважно із зовнішніми чинниками [143]. На настрої суб'єктів ринку впливали песимістичні прогнози щодо перспектив світової економіки, наближення «другої хвилі» фінансової кризи та підвищена волатильністю курсів основних резервних валют на зовнішніх ринках, викликана борговими проблемами країн Єврозони та США. Це призвело до підвищення попиту на іноземну валюту на валютному ринку в останньому кварталі 2010 року (рис. 2.3).



Рисунок 2.3 – Окремі показники розвитку безготівкового сегменту міжбанківського валютного ринку України, 2010-2011 роки [139]

Найсуттєвішими чинниками, які визначали динаміку безготівкового сегменту валютного ринку в 2011 році, були:

- формування чистого попиту на безготівкову іноземну валюту в розмірі 2,9 млрд. дол. США;
- розширення безготівкового сегмента валютного ринку, обсяг операцій на якому за рік збільшився в 1,9 рази.

Тому, для недопущення різких курсових коливань гривні Національний банк України зберігав свою присутність на валютному ринку.

Протягом 2011 року він здійснював інтервенції як з купівлі іноземної валюти, так і з її продажу, їхнє загальне сальдо було від’ємним і становило 3,7 млрд. дол. США в еквіваленті.

У 2011 році на готівковому сегменті валютного ринку обсяг операцій з іноземною валютою збільшився на 16,4%. При цьому темпи приросту попиту на іноземну валюту з боку населення майже удвічі перевищували темпи приросту її

пропозиції – 20,4% порівняно з 10,0% відповідно. Обсяги купівлі населенням готівкової іноземної валюти підвищувались упродовж трьох перших кварталів 2011 року, сягнувши найбільших значень у вересні.

У четвертому кварталі 2011 року попит на іноземну готівку помітно зменшився, у тому числі завдяки вдосконаленню Національним банком України порядку проведення готівкових валютно-обмінних операцій та підвищенню дієвості контролю за їхньою правомірністю. З часу запровадження ідентифікації фізичних осіб – учасників валютно-обмінних операцій (кінець вересня 2011 року) спостерігалось щомісячне скорочення середньоденного чистого попиту на готівкову іноземну валюту. У цілому в 2011 році чистий попит на іноземну готівкову валюту становив 13,5 млрд. дол. США в еквіваленті, що в 1,4 рази більше, ніж у 2010 році (9,7 млрд. дол. США).

Як і в попередні роки переважна більшість операцій з купівлі й продажу іноземної валюти здійснювалася в безготівковій формі. Частка операцій з іноземною готівковою валютою в загальному обсязі операцій на валютному ринку країни зменшилася порівняно з 2010 роком на 5,6 процентного пункту – до 13,7%.

Слід відмітити, що у 2011 році відповідно до умов Меморандуму про економічну та фінансову політику в рамках спільної з МВФ програми «Стенд-бай» Національний банк України встановлював офіційний курс гривні до долара США на рівні середньозваженого курсу продавців і покупців на безготівковому сегменті валютного ринку за попередній робочий день з можливим відхиленням $\pm 2\%$. При цьому щоденні відхилення офіційного курсу гривні від ринкового упродовж року не виходили за встановлені межі та коливалися від «плюс» 0,04% до «мінус» 0,54%. Офіційний курс гривні відносно долара США протягом 2011 року знизився на 0,4%, тоді як у 2010 році відбулося його зміцнення на 0,3%.

Динаміка курсу гривні до інших світових валют віддзеркалювала кон'юнктуру міжнародних ринків, на яких зокрема спостерігалось послаблення долара США відносно євро. Відповідно до цих тенденцій гривня за офіційним

курсом у 2011 році зміцнилася відносно євро на 2,6%, а відносно російського рубля - на 4,48%.

У 2011 році приріст реального ефективного обмінного курсу (РЕОК) гривні відносно грудня 2010 року становив 3,7%. Номінальний ефективний обмінний курс гривні підвищився на 7,8% переважно у зв'язку зі зміцненням на міжнародних ринках долара США відносно євро у другій половині року. Оскільки інфляція в Україні була нижчою, ніж її середньозважений рівень у країнах - основних торговельних партнерах України, і диференціал інфляції становив 4,1%, зміцнення РЕОК гривні за підсумками року було помірнішим.

Переходячи до аналізу 2012 року, відмітимо, що у січні місяці аналізованого року на фоні перевищення надходжень іноземної валюти від нерезидентів над переказами на їх користь спостерігалось сезонне скорочення операцій з іноземною валютою. Сальдо валютних інтервенцій Національного банку України було від'ємним. Упродовж січня офіційний курс гривні до долара США майже не змінився та за станом на кінець місяця становив 798,97 грн. за 100 дол. США.

Ринковий курс гривні до долара США за безготівковими операціями на міжбанківському валютному ринку знизився на 0,01% – до 802,95 грн. за 100 дол. США, за операціями на готівковому ринку гривня укріпилася на 0,1% – до 805,80 грн. за 100 дол. США. Динаміка офіційного курсу гривні до євро визначалася коливаннями євро на міжнародних ринках – упродовж місяця відбулося його зниження на 1,71% – до 1047,45 грн. за 100 євро.

Національний банк України впродовж січня здійснював операції як із купівлі, так і з продажу іноземної валюти. За підсумками місяця було сформоване від'ємне сальдо валютних інтервенцій у розмірі 893,5 млн. дол. США (в еквіваленті). У січні Національним банком України було підтримано платежі НАК «Нафтогаз України» за її зовнішніми контрактами, що сприяло своєчасній оплаті за імпортований у грудні природний газ з одночасним збереженням прогнозованої курсової динаміки гривні.

У лютому 2012 року втримувалося перевищення валютних надходжень від нерезидентів над переказами на їх користь. Відновлення активності суб'єктів ринку зумовило зростання обсягів операцій із безготівковою іноземною валютою.

Скорочення попиту на іноземну валюту з боку населення сприяло зменшенню від'ємного чистого попиту на готівковому сегменті ринку. Це дозволило суттєво зменшити присутність на валютному ринку Національного банку України та сприяло скороченню від'ємного сальдо валютних інтервенцій.

Упродовж лютого офіційний курс гривні до долара США зріс на 0,04% і за станом на кінець місяця становив 798,67 грн. за 100 дол. США. Ринковий курс гривні до долара США за безготівковими операціями на міжбанківському валютному ринку зріс на 0,37% – до 799,97 грн. за 100 дол. США, за операціями на готівковому ринку гривня укріпилася на 0,51% – до 801,72 грн. за 100 дол. США. Динаміка офіційного курсу гривні до євро визначалася коливаннями євро на міжнародних ринках – упродовж місяця відбулося його зниження на 2,59% – до 1074,53 грн. за 100 євро [99].

Національний банк України упродовж лютого здійснював операції як з купівлі, так і з продажу іноземної валюти. За підсумками місяця було сформоване від'ємне сальдо валютних інтервенцій у розмірі 113,4 млн. дол. США в еквіваленті, порівняно з «мінус» 893,5 млн. дол. США в січні. У лютому Національним банком України було підтримано платежі НАК «Нафтогаз України» за її зовнішніми контрактами, що сприяло своєчасній оплаті за імпортований у січні природний газ із одночасним збереженням прогнозованої курсової динаміки гривні. Обсяг міжнародних резервів за місяць зменшився на 1,0% – до 31,0 млрд. дол. США в еквіваленті. Протягом I кварталу 2012 року втримувалося перевищення валютних надходжень від нерезидентів над переказами на їх користь. Скорочення попиту населення на іноземну валюту сприяло зменшенню від'ємного чистого попиту на готівковому сегменті ринку. Це дало змогу поступово скорочувати присутність Національного банку України на валютному

ринку та сприяло формуванню позитивного сальдо валютних інтервенцій у березні. Попри незначне зниження курсу гривні до долара США на міжбанківському та готівковому сегментах валютного ринку, офіційний курс у березні не змінився.

Офіційний курс гривні відносно долара США попри незначні коливання у березні не змінився і за станом на кінець місяця становив 798,67 грн. за 100 дол. США. Ринковий курс гривні за безготівковими операціями на міжбанківському валютному ринку з початку місяця знизився відносно долара США на 0,39% – до 803,13 грн. за 100 дол. США, за операціями на готівковому ринку гривня знецінилася на 0,32% – до 804,27 грн. за 100 дол. США. У цілому з початку року відбулося зміцнення офіційного курсу гривні до долара США на 0,04%, готівкового – на 0,29%. Середньозважений курс гривні до долара США на МВРУ за I квартал знизився на 0,04%. Протягом I кварталу 2012 року обсяги надходжень іноземної валюти від нерезидентів перевищили платежі на їх користь на 3.4 млрд. дол. США, у тому числі в березні – на 0,8 млрд. дол. США. Це сприяло покращенню ситуації на валютному ринку та збалансуванню обсягів операцій на МВРУ, чистий попит за якими зменшився до 44.5 млн. дол. США порівняно з 490 млн. дол. США в лютому. За таких умов у березні Національний банк України проводив інтервенції тільки з купівлі іноземної валюти, їх додатне сальдо становило 152,5 млн. дол. США в еквіваленті порівняно з «мінус» 113,4 млн. дол. США в лютому.

У квітні вперше з вересня минулого року на міжбанківському валютному ринку України пропозиція безготівкової іноземної валюти домінувала над попитом на неї. Цьому сприяло позитивне сальдо валютних надходжень від нерезидентів та суттєве зменшення порівняно з березнем чистого попиту на готівкову іноземну валюту. За таких умов Національний банк України здійснював на міжбанківському валютному ринку України інтервенції з купівлі іноземної валюти.

Офіційний курс гривні відносно долара США у квітні, попри незначне укріплення, знизився на 0,04% і за станом на кінець місяця становив 798,99 грн. за 100 дол. США. Ринковий курс гривні за безготівковими операціями на міжбанківському валютному ринку з початку місяця знизився відносно долара США на 0,05% – до 803,54 грн. за 100 дол. США. За операціями на готівковому ринку гривня укріпилася на 0,03% – до 804,05 грн. за 100 дол. США. Динаміка офіційного курсу гривні до євро визначалася коливаннями євро на міжнародних ринках – у квітні відбулося його зростання на 0,28% – до 1056,98 грн. за 100 євро.

У квітні обсяги надходжень іноземної валюти від нерезидентів перевищили платежі на їх користь на 1,7 млрд. дол. США. Відбулося зменшення чистого попиту на готівкову іноземну валюту у 2,6 рази – до 209,2 млн. дол. США в еквіваленті порівняно з 544,1 млн. дол. США в березні. Це сприяло покращенню ситуації на валютному ринку України та збалансуванню обсягів операцій на МВРУ. За підсумками місяця чиста пропозиція безготівкової іноземної валюти становила 29,5 млн. дол. США в еквіваленті порівняно з чистим попитом на неї в обсязі 44,5 млн. дол. США у березні. Національний банк України продовжував скорочувати свою присутність на валютному ринку та здійснював виключно інтервенції з купівлі іноземної валюти. Сальдо інтервенцій за ними збільшилося до 303,5 млн. дол. США в еквіваленті порівняно з 152,5 млн. дол. США у березні.

У травні 2012 року зберігалось перевищення надходжень іноземної валюти від нерезидентів над переказами на їх користь. В умовах сезонного зростання чистого попиту на міжбанківському валютному ринку України Національний банк України здійснював інтервенції як з купівлі, так і з продажу іноземної валюти. Динаміка курсу гривні щодо долара США та євро була різноспрямованою – на фоні незначного зниження курсу гривні до долара США відбулося укріплення гривні відносно євро.

Офіційний курс гривні відносно долара США в травні майже не змінився і за станом на кінець місяця становив 799,25 грн. за 100 дол. США. Ринковий курс

гривні за безготівковими операціями на міжбанківському валютному ринку з початку місяця знизився відносно долара США на 0,48% – до 807,43 грн. за 100 дол. США. За операціями на готівковому ринку гривня знецінилася на 0.82% – до 810.65 грн. за 100 дол. США. Курсова динаміка гривні до євро визначалася коливаннями євро на міжнародних ринках. Офіційний курс гривні відносно євро у травні зріс на 5,95% – до 994,11 грн. за 100 євро.

Обсяги надходжень іноземної валюти від нерезидентів у травні перевищували платежі на їх користь. Упродовж місяця Національний банк України здійснював операції як з купівлі, так і з продажу іноземної валюти. Чистий продаж за місяць становив 45,3 млн. дол. США (в еквіваленті).

Аналізуючи II квартал 2012 року, слід відмітити, що надходження іноземної валюти від нерезидентів продовжували перевищувати перекази на їх користь. Водночас у червні попит на іноземну валюту на міжбанківському валютному ринку перевищував її пропозицію.

Офіційний курс гривні відносно долара США в червні не змінився і за станом на кінець місяця становив 799,25 грн. за 100 дол. США. Ринковий курс гривні відносно долара США за безготівковими операціями на міжбанківському валютному ринку з початку місяця зміцнився на 0,33% – до 804,75 грн. за 100 дол. США, за операціями на готівковому ринку гривня укріпилася на 0,03% – до 810,44 грн. за 100 дол. США. У цілому за II квартал відбулося зниження офіційного курсу гривні до долара США на 0,07%, готівкового – на 0,77%. Середньозважений курс гривні до долара США на МВРУ за II квартал знизився на 0,20% [96].

Динаміка офіційного курсу гривні до євро визначалася коливаннями євро на міжнародних ринках – в червні відбулося його зниження на 0,30%, у цілому за квартал – зростання на 5,94% – до 997,06 грн. за 100 євро. У II кварталі 2012 року обсяги надходжень іноземної валюти від нерезидентів перевищили платежі на їх користь на 3,8 млрд. дол. США, у тому числі в червні – на 1,0 млрд. дол. США. Це сприяло покращенню ситуації на валютному ринку та збалансуванню обсягів

операцій на МВРУ, за якими у квітні та в травні була сформована чиста пропозиція в обсязі відповідно 29,5 та 135,3 млн. дол. США. У червні попит на іноземну валюту на міжбанківському ринку перевищував її пропозицію. За таких умов Національний банк України переважно здійснював інтервенції з продажу іноземної валюти, ніж з її купівлі. Загальне сальдо інтервенцій становило «мінус» 704,0 млн. дол. США в еквіваленті.

У червні приріст реального ефективного обмінного курсу гривні порівняно з груднем 2011 року становив 0,8%. Номінальний ефективний обмінний курс гривні підвищився на 3,5% переважно у зв'язку зі зміцненням на міжнародних ринках долара США відносно євро. Водночас інфляційний диференціал зменшився на 2,7%, оскільки інфляція в Україні була нижчою, ніж її середньозважений рівень в країнах – основних торговельних партнерах України (рис. 2.4 та рис. 2.5).

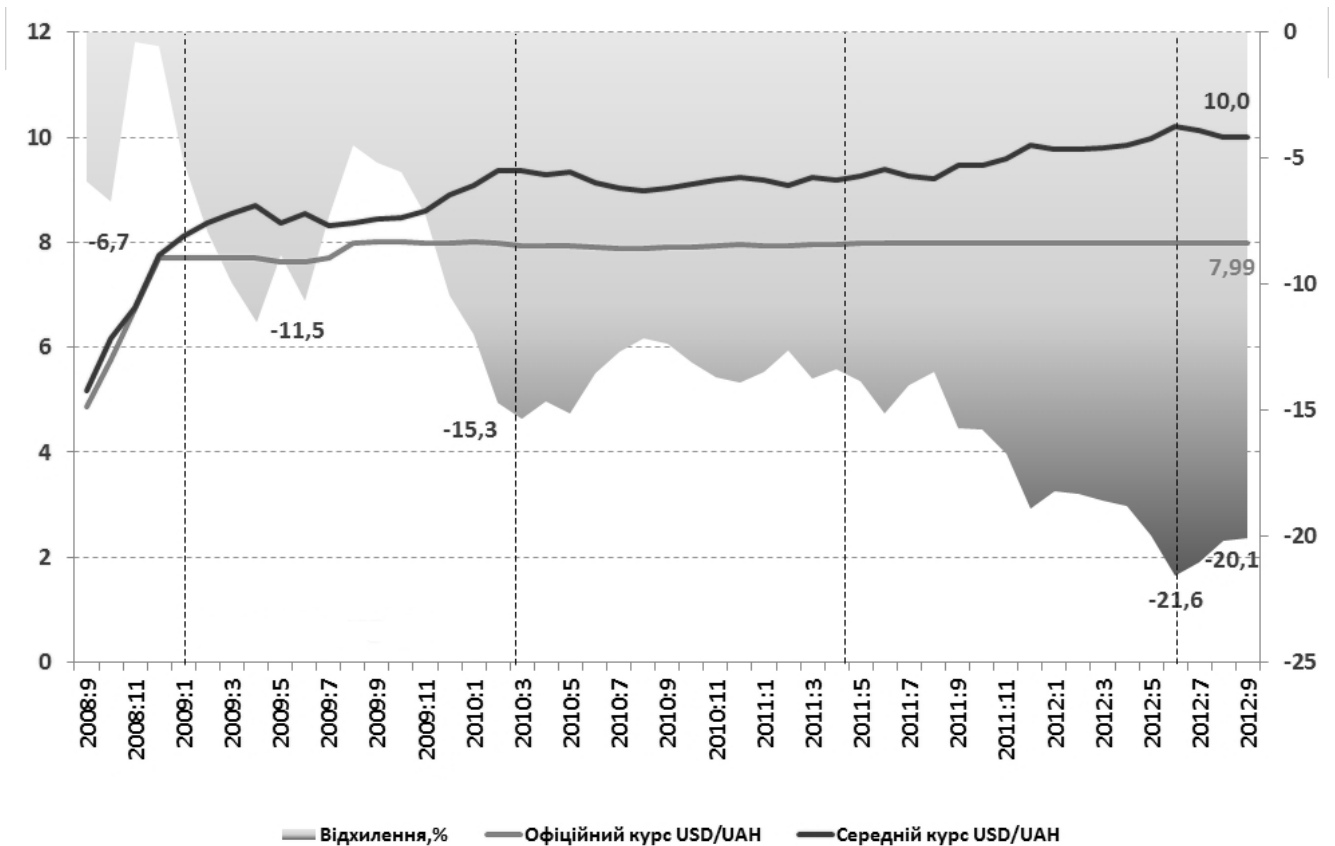


Рисунок 2.4 – Динаміка курсу гривні до долара США за період 2008 – 2012 років

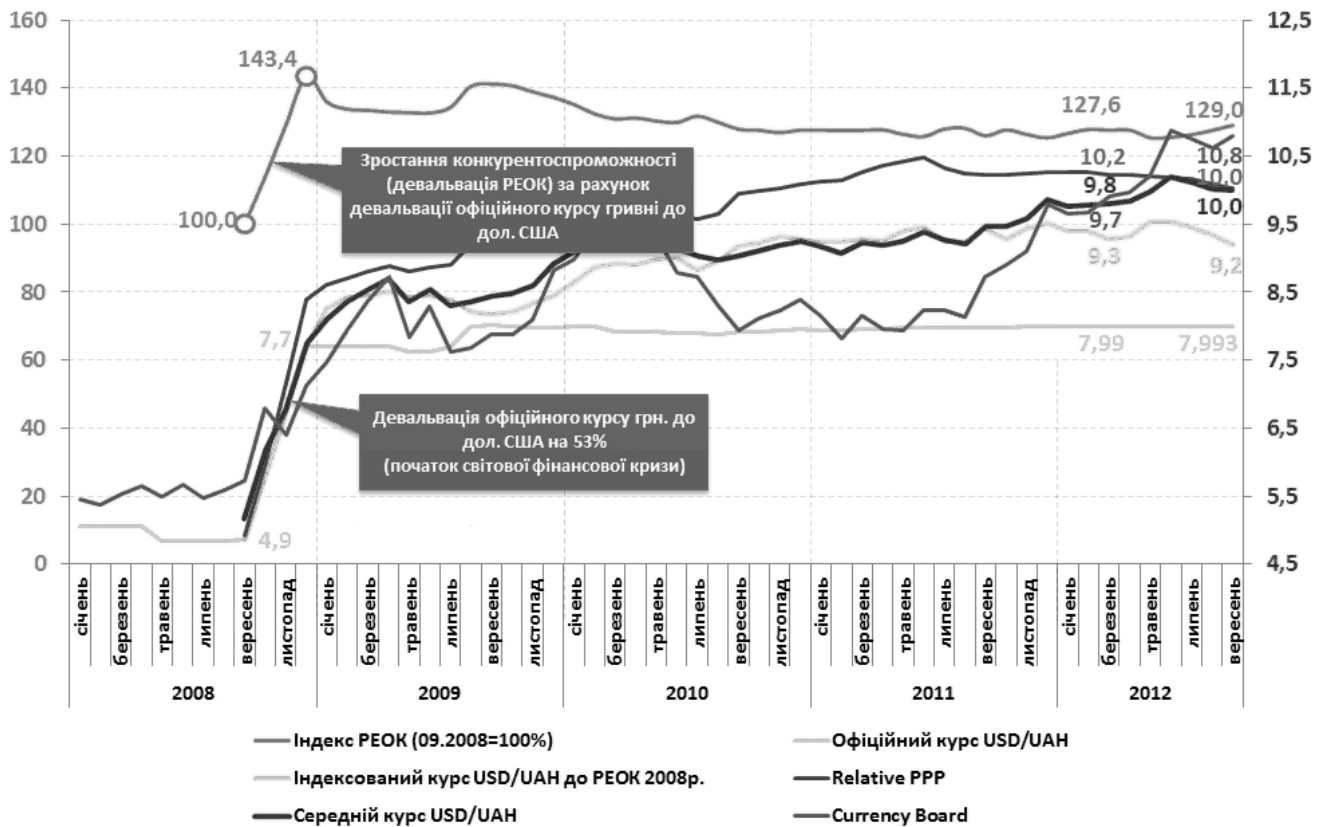


Рисунок 2.5 – Динаміка РЕОК гривні за період 2008 – 2012 рр. [118]

У липні 2012 року тривало перевищення валютних надходжень від нерезидентів над переказами на їх користь. Динаміка курсу гривні щодо долара США та євро була різноспрямованою – на фоні незначного зниження курсу гривні до долара США відбулося укріплення гривні відносно євро. Офіційний курс гривні відносно долара США у липні майже не змінився і за станом на кінець місяця становив 799,30 грн. за 100 дол. США.

Після укріплення у червні ринковий курс гривні до долара США в липні знизився за безготівковими операціями на МВРУ на 0,24% – до 806,69 грн. за 100 дол. США, за операціями на готівковому ринку на 0,17% – до 811,79 грн. за 100 дол. США. Водночас офіційний курс гривні відносно євро в липні зріс на 1,83% – до 978,82 грн. за 100 євро.

У липні, як і в попередні місяці, обсяги надходжень іноземної валюти від нерезидентів перевищували платежі на їх користь. Незважаючи на значний чистий приплив валюти на рахунки резидентів, попит на іноземну валюту на міжбанківському ринку домінував над її пропозицією. Водночас спостерігалось зменшення середньоденного чистого попиту на іноземну валюту як на міжбанківському валютному ринку, так і на його готівковому сегменті.

Таким чином, проаналізувавши обмінний курс гривні за період 2008 – 2012 рр., можемо систематизувати конкретні заходи антикризового валютного регулювання Національного банку України. У 2008 – 2012 рр. валютні інтервенції були одним з найдієвіших інструментів стримування цінової динаміки і відповідно забезпечення стабільності національної грошової одиниці. Ефективними діями в умовах стійкого дефіциту іноземної валюти можна вважати проведення інтервенцій Національним банком України у формі валютних аукціонів. Згідно з Постановою Правління НБУ № 469 від 29.12.2008 р. було затверджено Положення про запровадження НБУ валютних аукціонів. Слід відзначити, що після запровадження цільових валютних аукціонів для задоволення потреб населення обсяг дефіциту іноземної готівки суттєво зменшився.

Крім того, у вересні 2009 р. НБУ розпочав проведення аукціонів з продажу іноземної валюти без обмеження мети її купівлі. На таких аукціонах заявки уповноважених банків задовольнялися, починаючи з найвищого запропонованого курсу до найнижчого, визначеного Національним банком України як курс відсікання. Відхилення курсу продажу іноземної валюти впродовж 2010 р. на рівні, меншому, ніж 1 %, свідчать про стабільність на міжбанківському валютному ринку та ефективність проведених валютних інтервенцій Національним банком України. Таким чином, завдяки проведенню політики НБУ ревальвації гривні у період із серпня по листопад 2010 р., а також активному проведенню валютних інтервенцій на міжбанківському ринку з продажу валюти наприкінці року вдалося врегулювати валютний ринок.

Слід відзначити, що Національний банк України проводив у першому півріччі 2008 р., а також у 2010 р., починаючи з квітня, нестерилізовані інтервенції, про що свідчить динаміка грошового агрегату М2, та стерилізовані – з метою утримання інфляції – у серпні–листопаді 2008 р. та впродовж 2009 р., починаючи з березня.

Слід окремо відзначити вдосконалення ряду норм валютного регулювання Національним банком України, які будуть розглянуті детальніше у 3 розділі дисертації [148 - 157]. Проведені заходи НБУ сприяли стабілізації валютного ринку, що супроводжувалося зниженням спекулятивних операцій з іноземною валютою. Це дозволило НБУ зняти ряд жорстких обмежень за операціями на валютному ринку. На підставі проведеного аналізу валютно-курсової політики Національного банку України виявлено, що в Україні фактично використовується режим «жорсткого плавання», який регулюється НБУ за допомогою інструментів девізної політики та адміністративних інструментів.

Оптимальний вибір режиму валютного курсу для національної економіки є одним із головних завдань валютної політики і має спиратися на ґрунтовний аналіз переваг і недоліків кожного з можливих варіантів реалізації валютно-курсової політики. Отже, правильне обрання форми реалізації валютно-курсової політики є досить непростим завданням.

Вибір режиму валютного курсу визначається станом економіки, грошового обігу і платіжного балансу країни, її участю у міжнародному поділі праці та світовій торгівлі, динамікою імпорту й експорту, масштабами зовнішніх інвестицій і величиною зовнішнього боргу, наявністю належних запасів золотовалютних резервів, співвідношенням темпів інфляції в країні й за кордоном, відхиленням внутрішніх процентних ставок від ставок на світових фінансових ринках. Ефективність вибору форм валютно-курсової політики визначається адекватністю регулятивних важелів впливу центрального банку на організацію валютних відносин, відповідно до тих умов, у яких функціонує національна

економіка, рівня її розвитку і ступеня інтеграції у світове господарство.

2.2. Антикризові підходи щодо управління платіжним балансом в системі валютного регулювання

Особливе місце в механізмі валютного регулювання займає платіжний баланс. Ця особливість полягає в тому, що саме через баланс реалізується внутрішній зв'язок стану валютного ринку країни зі станом її національної економіки та забезпечується суто економічне регулювання валютної сфери.

Платіжний баланс – це співвідношення між валютними платежами економічних суб'єктів даної країни (резидентів) за її економічними межами та валютними надходженнями їм з-за економічних меж; країни (від нерезидентів) за певний період часу (рік, квартал, місяць) [144].

За формою платіжний баланс являє собою статистичний звіт про надходження валютних коштів у країну та про витрачання їх за певний період у розрізі окремих статей, країн, груп країн. За економічним змістом – це макроекономічна модель, що характеризує стан та динаміку зовнішньоекономічних відносин даної країни з зовнішнім світом.

Платіжний баланс відіграє важливу роль у розробленні та реалізації валютної політики [162]. Як модель зовнішньоекономічних зв'язків країни він дає ґрунтовну інформаційну базу для оцінки стану та перспектив розвитку валютних відносин. Зокрема, рівень та динаміка його збалансованості за звітний рік дають можливість визначити причини погіршення кон'юнктури валютного ринку та курсу національної валюти у відповідному році та ймовірну динаміку їх на перспективу [161].

Тому, проаналізуємо динаміку платіжного балансу України в умовах фінансової нестабільності, а саме з 2008 року, коли світова фінансова криза повною мірою торкнулась України.

Отже, у 2008 році розвиток зовнішньоекономічного сектору України зазнав значних змін. Так, у січні-серпні продовжилась і навіть посилилась тенденція минулих років, коли надходження за фінансовим рахунком дозволяли не тільки фінансувати дефіцит поточного рахунку, а й накопичувати резервні активи. Проте з вересня відчутно посилюється вплив світової фінансово-економічної кризи на економіку України, що і зумовило формування у IV кварталі 2008 року подвійного дефіциту платіжного балансу.

Розглядаючи поточний рахунок, слід відмітити, що за 2008 рік від'ємне сальдо поточного рахунку платіжного балансу збільшилось до 12,9 млрд. дол. США і становило 7,1% від ВВП (у 2007 році 3,7% від ВВП), насамперед через зростання дефіциту товарного балансу (до 17 млрд. дол. США) та від'ємного сальдо доходів (до 1,5 млрд. дол. США) (рис. 2.6).

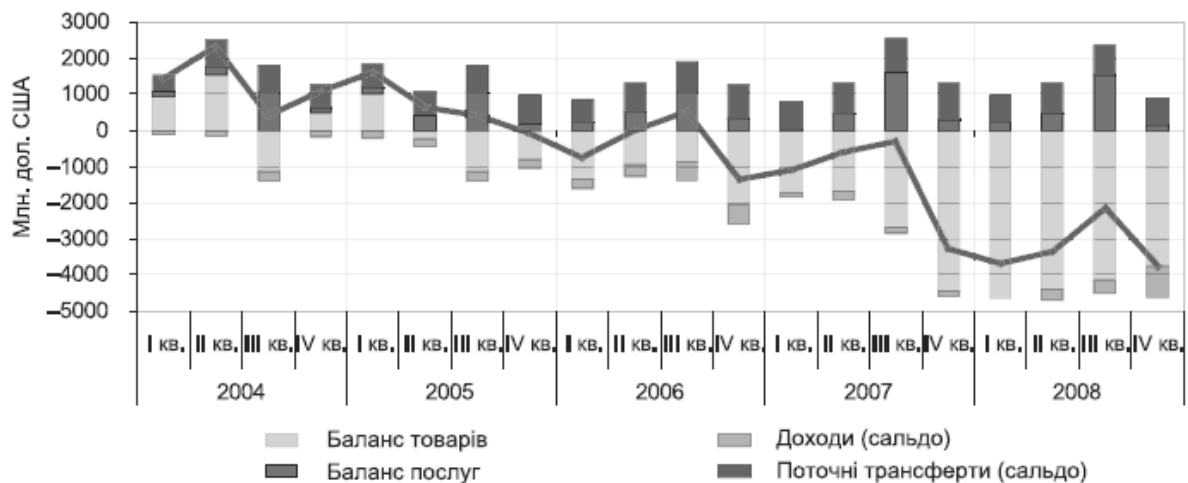


Рисунок 2.6 – Рахунок поточних операцій у до кризовий період 2004 – 2008 рр.

[139]

Аналізуючи експорт товарів, зазначимо, що незважаючи на поширення ознак економічної кризи в Україні наприкінці року, обсяги експорту за 2008 рік

збільшилися на 35,9% і становили 67,7 млрд. дол. США (рис. 2.7). У дисертаційній роботі визначено, що найбільший внесок у зростання експорту в 2008 році було забезпечено збільшенням вартісних обсягів експорту: металургійної продукції – на 32,9% (38,3% приросту загального обсягу експорту); продукції АПК – у 1,7 рази

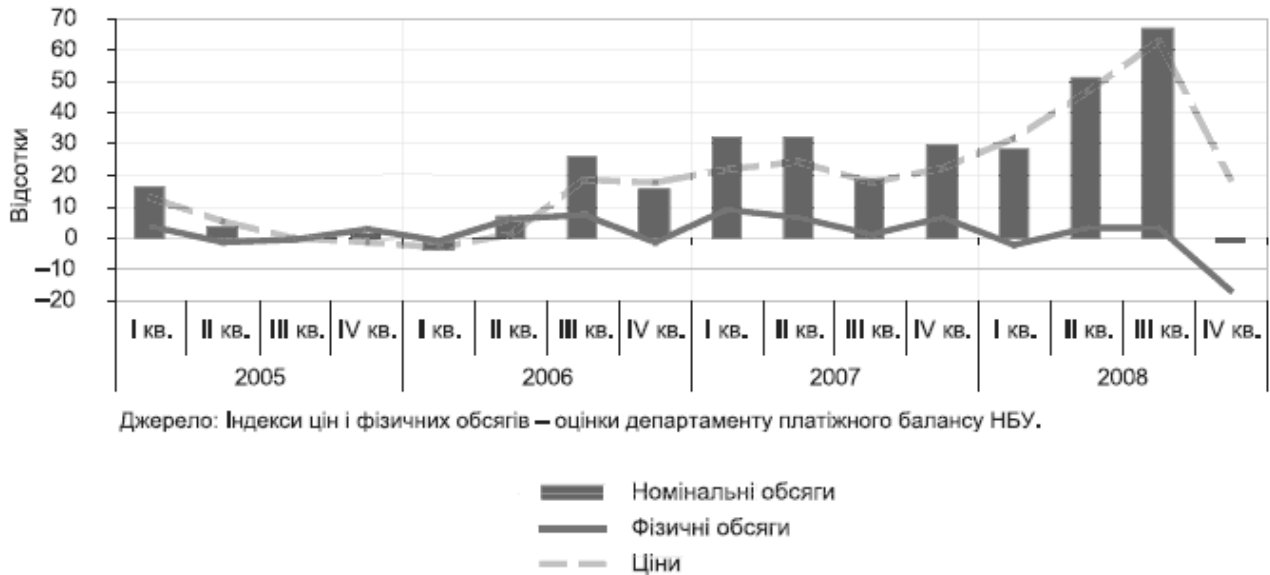


Рисунок 2.7 – Експорт товарів у докризовий період 2005 – 2008 рр. [139]

(25,6% приросту експорту); машинобудівної продукції – на 28,6% (13,6% приросту експорту).

У перших трьох кварталах 2008 року половину приросту експорту забезпечували поставки металургійної продукції, в IV кварталі вартісні обсяги цієї групи знизились на 50,7% порівняно з III кварталом. Це було зумовлено як падінням цін на чорні метали (майже на 40%), так і зменшенням фізичних обсягів поставок чорних металів (на 27,8%) внаслідок обвального падіння зовнішнього попиту. Найбільш динамічно у 2008 році зростав експорт продукції АПК, що було зумовлено як зростанням цін на сільськогосподарську продукцію, так і суттєвим зростанням поставок зернових.

Високий інвестиційний і споживчий попит переважно в країнах СНД, протягом першої половини року зумовив динамічне зростання обсягів експорту

машинобудівної продукції. Проте через скорочення попиту з боку Росії у IV кварталі обсяги експорту машинобудівної продукції повернулися на рівень I кварталу (2,4 млрд. дол. США).

У 2008 році спостерігалася тенденція до зниження частки країн СНД в експорті України: в цілому за 2008 рік вона становила 35,7% (у 2007 році – 37,9%). Серед регіонів, що в 2008 році збільшили свої частки в експортних поставках України, були Азія (на 1,7 процентного пункту) та Америка (на 0,7 процентного пункту).

Наслідки фінансової кризи призвели до різкого скорочення місячних обсягів імпорту у листопаді-грудні до середньомісячного рівня 2007 року (рис. 2.8).

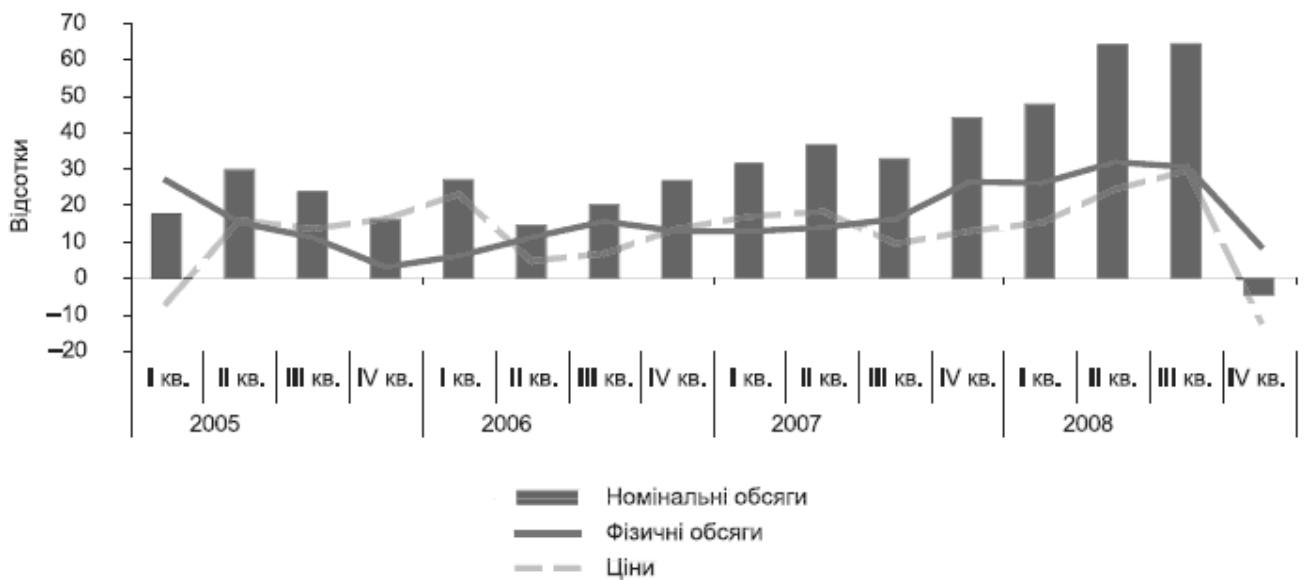


Рисунок 2.8 – Імпорт товарів у докризовий період 2005 – 2008 рр. [139]

Від’ємне сальдо балансу доходів збільшилося порівняно з 2007 роком в 2,3 рази і становило 1,5 млрд. дол. США, що перш за все зумовлено зростанням виплат дивідендів за прямими інвестиціями у 2 рази та зростанням витрат на обслуговування зовнішнього боргу у 1,5 рази.

Розглядаючи фінансовий рахунок, слід зосередити уваги на тому, що у 2008 році сальдо фінансового рахунку сформувалось додатним у розмірі 9,5 млрд. дол. США, що на 37,1% менше, ніж у 2007 році [28]. Таке скорочення відбулось за рахунок відпливу коштів у IV кварталі 2008 року (6,1 млрд. дол. США), що було сформовано вперше за останні 2,5 роки і зумовлено впливом світової фінансової кризи на економіку України. Незважаючи на кризу, фінансовий сектор залишався найпривабливішим для іноземних інвесторів: його частка в прирості прямих іноземних інвестицій за 2008 рік оцінена в 69,2% (за 2007 рік – 38,0%).

Загальний обсяг накопичених прямих інвестицій в Україну на кінець 2008 року становив 46,8 млрд. дол. США (з урахуванням від'ємної курсової різниці за IV квартал 2008 року в розмірі 4,1 млрд. дол. США, яка виникла через знецінення гривні до основних світових валют), з яких 90,9% припадало на акціонерний капітал. У 2008 році загальний обсяг чистих залучень довгострокових кредитів та єврооблігацій банківського та реального сектору становив 14,6 млрд. дол. США і залишався практично на рівні попереднього року [55].

Чисті довгострокові залучення банківського сектору на зовнішніх ринках зменшились на 1,8% та становили 8,8 млрд. дол. США, реального сектору – 5,8 млрд. дол. США (зменшились на 2,5%).

У цілому за 2008 рік структура чистих довгострокових запозичень залишилась такою ж, як і в 2007 році: частка банківського сектору становила 60,5%, реального – 39,5% (рис. 2.9).

Основний пік залучень довгострокових ресурсів спостерігався у III кварталі 2008 року (40,2% від загального обсягу чистих залучень). Натомість у IV кварталі 2008 року було зростання виплат за раніше залученими кредитами при одночасному різкому (на 60,0%) зменшенні нових надходжень кредитів.

Це зумовило зменшення обсягів чистих залучень довгострокових ресурсів більш як втричі порівняно з попереднім кварталом.

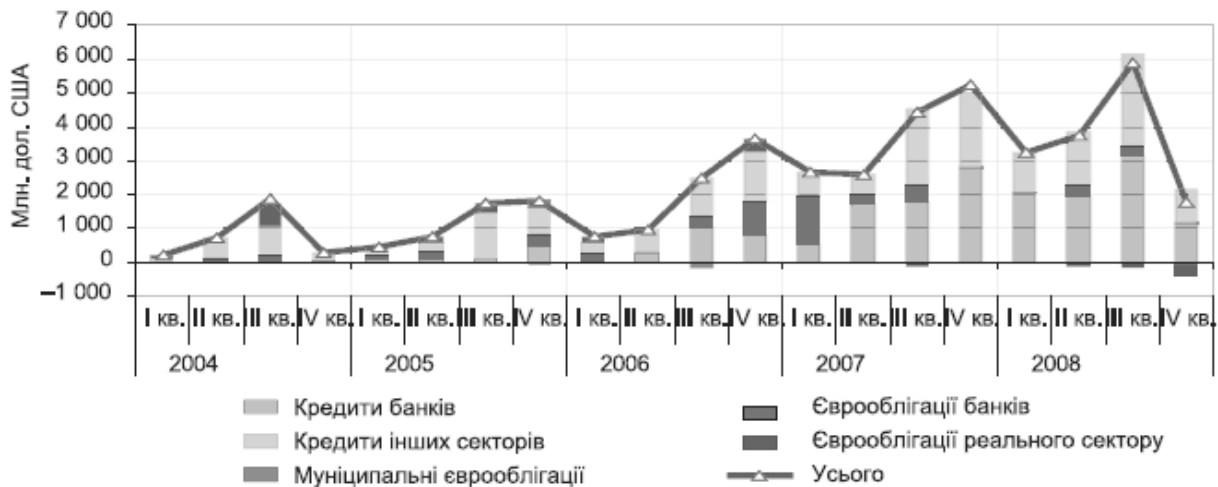


Рисунок 2.9 – Чисті залучення за середньо- та довгостроковими негарантованими кредитами та єврооблігаціями у докризовий період 2005 – 2008 рр. [139]

Основною причиною відпливу капіталу стали високі девальваційні очікування населення, що посилили попит на готівкову іноземну валюту, завдяки чому приріст запасів готівкової іноземної валюти поза банківською системою становив у IV кварталі 2008 року 5,1 млрд. дол. США (в цілому за 2008 рік – 12,9 млрд. дол. США).

Іншим важливим чинником відпливу коштів було повернення раніше залучених від нерезидентів короткострокових кредитів банківського сектору, що у поєднанні з неможливістю залучити нові ресурси на короткостроковий термін сформувало у IV кварталі 2008 року від’ємне сальдо за цією статтею у розмірі 2,8 млрд. дол. США (в цілому за 2008 рік відплив капіталу становив 1,6 млрд. дол. США).

Розглядаючи показники 2009 року, слід відмітити, що сальдо рахунку поточних операцій було сформовано від’ємним у розмірі 1,8 млрд. дол. США, або 1,5% від ВВП (у 2008 році – 7,0% від ВВП). Скорочення дефіциту поточного рахунку було зумовлене насамперед скороченням від’ємного сальдо

зовнішньоторговельного балансу до 4,7 млрд. дол. США порівняно з 16,1 млрд. дол. США у 2008 році.

Погіршення зовнішньої кон'юнктури у 2009 році зумовило зменшення обсягів експорту товарів на 40,3% – до 40,4 млрд. дол. США.

Падіння вартісних обсягів експорту було спричинене насамперед зниженням експортних цін. Водночас збільшення обсягів поставок продукції АПК, внаслідок високих врожаїв протягом двох останніх років, дало змогу зберегти фізичні обсяги поставок у середньому на рівнях, близьких до минулорічних.

Динаміка світових цін найбільше позначилась на експорті сировинної продукції: металургійної (експорт впав на 53,6%), хімічної промисловості (на 48,6%), виробництва мінеральних продуктів (на 44,6%).

Експорт продукції машинобудування зменшився на 36,8%. У 2009 році суттєве скорочення внутрішнього попиту і відносне подорожчання імпортованих товарів зумовили падіння обсягів імпорту на 46,2% – до 45,0 млрд. дол. США. Унаслідок падіння середньорічних цін та фізичних обсягів поставок нафти, коксу, вугілля та залізорудної сировини імпорту мінеральних продуктів за рік зменшився на 35,5%.

Через підвищення цін на імпорту природного газу зі 180 до 210 дол. США за тис. куб. м, обсяги його закупок скоротилися із 53,0 до 37,8 млрд. кубометрів. Це зумовило збереження вартісних обсягів на рівні 2008 року, хоча його частка у загальному імпорті зросла з 9,0% у 2008 році до 16,5% у 2009 році. Вартісні обсяги імпорту продукції хімічної промисловості і металопродукції скоротились відповідно на 30,9 та 58,1%.

Протягом 2009 року формування дефіциту за фінансовим рахунком зумовлювалося частковим покриттям новими залученнями виплат за борговими зобов'язаннями приватного і державного секторів та низькими обсягами припливу прямих іноземних інвестицій.

У 2009 році від'ємне сальдо за рахунком капіталу та фінансових операцій оцінено в 11,9 млрд. дол. США, тоді як за 2008 рік у цілому воно було додатним – 9,7 млрд. дол. США [28].

Обсяги чистого припливу прямих іноземних інвестицій в Україну у 2009 році становили 4,7 млрд. дол. США, що у 2,1 рази менше від обсягу 2008 року. Із загального обсягу чистих надходжень 40,0% було отримано на рекапіталізацію банків. У 2009 році від'ємне сальдо за операціями з кредитами та облігаціями приватного сектору становило 8,0 млрд. дол. США порівняно з 12,4 млрд. дол. США чистих залучень за 2008 рік. Rollover (рефінансування виплат за облігаціями та раніше отриманими кредитами за рахунок нових залучень) [16] за 2009 рік оцінено в 82,0%, для банківського сектору цей показник становив 76,0%, для реального – 97,0%. За борговими операціями сектору державного управління від'ємне сальдо становило 1,2 млрд. дол. США.

Розглядаючи динаміку платіжного балансу у 2010 році, зазначимо, що внаслідок погіршення стану зовнішньої торгівлі товарами, насамперед у II половині року, відбулося зростання дефіциту рахунку поточних операцій. Основними факторами цього були відновлення внутрішнього попиту і зростання цін на енергоносії.

Наявність вільної ліквідності на світових фінансових ринках та поступове відновлення стабільного економічного зростання в Україні, а також успішна співпраця з міжнародними фінансовими організаціями у 2010 році призвели до зростання обсягів надходжень прямих іноземних інвестицій та дали змогу здійснити значні залучення на зовнішніх ринках як за короткостроковими, так і «довгими» інструментами.

Зростання дефіциту рахунку поточних операцій було компенсовано суттєвим профіцитом рахунків з капіталом та фінансових операцій. Це забезпечило виконання зведеного платіжного балансу з профіцитом у розмірі 5,0 млрд. дол. США порівняно з дефіцитом 13,7 млрд. дол. США у 2009 році.

У 2010 році від'ємне сальдо поточного рахунку збільшилося до 2,9 млрд. дол. США (2,1% від ВВП) – з 1,7 млрд. дол. США (1,5% від ВВП) у 2009 році. Це було зумовлено випереджаючими темпами зростання імпорту товарів над експортом [35].

Розглядаючи експорт товарів, зазначимо, у 2010 році порівняно з 2009 роком експорт товарів збільшився на 29,2% і становив 52,1 млрд. дол. США. За оцінками Національного банку, зростання відбувалося за рахунок як цінового фактора (на 18,1%), так і внаслідок нарощування фізичних обсягів поставок (на 9,7%). Насамперед це пов'язано з відновленням зовнішнього попиту: за оцінками МВФ, обсяги світової торгівлі в 2010 році зросли на 12,4% (після падіння на 10,9% у 2009 році) [118].

Найбільший внесок у зростання обсягів експорту було забезпечено продукцією чорної металургії, вартісні поставки якої переважно за рахунок цінового фактора зросли на 42,7%. На 33,3% збільшився експорт продукції машинобудування. Водночас у 2010 році експорт агропромислової продукції залишився майже на рівні минулого року - зростання становило лише 4,4%. Як свідчать факти, імпорт товарів у 2010 році збільшився на 36,2% - до 60,9 млрд. дол. США. Високими темпами зростав енергетичний імпорт (на 39,7% - до 19,6 млрд. дол. США). Обсяги неенергетичного імпорту за 2010 рік зріс на 33,4%. Високими темпами відновлювався імпорт машинобудівної продукції (39,9%).

Профіцит торгівлі послугами в 2010 році становив 4,9 млрд. дол. США, збільшившись у два рази порівняно з 2009 роком (2,4 млрд. дол. США). Таке зростання відбулось в основному через збільшення надходжень за транспортування газу (в 1,7 рази), майже повністю за рахунок підвищення тарифів.

За рахунком операцій з капіталом і фінансових операцій протягом майже всього 2010 року зберігалася тенденція до формування стійкого профіциту, який за рік становив 7,9 млрд. дол. США (у 2009 році – дефіцит 12,0 млрд. дол. США).

Профіцит було забезпечено залученнями за кредитами та облігаціями Уряду і реального сектору, а також зростанням обсягів прямих іноземних інвестицій. Водночас залишалися достатньо високими і обсяги приросту готівкової валюти поза банками.

Чистий приплив прямих іноземних інвестицій у 2010 році оцінено у 5,8 млрд. дол. США, що на 23,7% більше, ніж у 2009 році. На кінець року обсяг накопичених іноземних інвестицій становив 58,0 млрд. дол. США, або 1 267 дол. США у розрахунку на одну особу [118].

Виявлено зростання обсягів вільної ліквідності на світових фінансових ринках і відновлення довіри до української економіки сприяло збільшенню у 2010 році зовнішніх запозичень, особливо з боку Уряду (5,1 млрд. дол. США) та реального сектору (3,4 млрд. дол. США). Сальдо за кредитами та облігаціями в цілому за рік сформувалось додатним – 6,8 млрд. дол. США (на відміну від чистого погашення протягом 2009 року в розмірі 9,1 млрд. дол. США) [118].

Як свідчать факти, банківська система протягом 2010 року продовжувала активно скорочувати свою зовнішню заборгованість – чисте погашення становило 1,8 млрд. дол. США. В умовах повільного відновлення кредитування комерційні банки спрямовували вільні кошти на погашення своїх зовнішніх зобов'язань. Але в IV кварталі, вперше з початку кризи, зовнішні залучення банків перевищили виплати за ними (на 59 млн. дол. США). Досить високими залишалися обсяги накопичення готівкової валюти поза банками – 6,0 млрд. дол. США.

Додатне сальдо зведеного платіжного балансу у 2010 році становило 5,0 млрд. дол. США, що разом із надходженням коштів за кредитом «Стенд-бай» від МВФ (3,4 млрд. дол. США) дало змогу суттєво наростити резервні активи - до 34,6 млрд. дол. США на 01.01.2011 р. Це забезпечувало фінансування імпорту товарів та послуг протягом 5,0 місяця майбутнього періоду.

Виявлено, що у 2011 році платіжний баланс України зведено з дефіцитом, формування якого було зумовлене насамперед збільшенням від'ємного сальдо

поточного рахунку. Основними чинниками збільшення від'ємного сальдо стали: зростання вартісних обсягів імпорту енергоносіїв; розширення внутрішнього попиту, пов'язане з реалізацією низки інвестиційних проектів, спрямованих як на підготовку чемпіонату Європи з футболу 2012 року, так і на оновлення основних фондів вітчизняних підприємств; погіршення в II півріччі зовнішньої кон'юнктури на світових товарних ринках; збільшення виплат доходів за інвестиціями.

У 2011 році дефіцит поточного рахунку збільшився до 9,0 млрд. дол. США (5,5% від ВВП) порівняно з 3,0 млрд. дол. США (2,2% від ВВП) у 2010 році. Така зміна була зумовлена випереджаючими темпами зростання імпорту товарів над експортом [118]. У 2011 році експорт товарів зріс порівняно з попереднім роком на 33,0% – до 69,4 млрд. дол. США. Збільшення обсягів експорту спостерігалось за широкою номенклатурою товарів. Як і в попередні роки найбільший внесок у зростання експорту (27,8%) було забезпечено металургійною продукцією, вартісні поставки якої зросли на 27,6%. Були високими темпи приросту експорту мінеральних продуктів – 54,0%, продукції хімічної промисловості – 49,8%, машинобудування – 29,5% та сільського господарства – 28,9%.

Імпорт товарів у 2011 році збільшився порівняно з попереднім роком на 37,4% – до 83,2 млрд. дол. США. На відміну від 2007 – 2008 років, коли импорт переважно стимулювався приватним споживчим попитом, у 2011 році високі темпи зростання імпорту були зумовлені насамперед пожвавленням інвестиційного попиту. Про це свідчить збільшення на 57,7% вартісних обсягів поставок продукції машинобудування, з яких 56,5% – засоби виробництва. Виробничі та інвестиційні потреби вітчизняних виробників зумовили й високі темпи приросту імпорту продукції металургії (38,0%). Водночас импорт продукції, призначеної переважно для кінцевого споживання, зростав низькими темпами: 104,5% – для промислових товарів, 110,1% – для агропромислової продукції.

Важливою складовою імпорту в 2011 році залишалися енергоносії, обсяги яких за рік збільшилися на 45,0% – до 28,4 млрд. дол. США.

Суттєвий приріст вартісних обсягів експортних поставок значною мірою було зумовлено зростанням обсягів імпорту природного газу: порівняно з попереднім роком у 1,5 рази – до 14,1 млрд. дол. США. Питома вага енергоносіїв у структурі імпорту товарів збільшилася на 1,8 процентного пункту – до 34,1%.

Зростання вартості наданих послуг з транспортування сприяло збільшенню профіциту торгівлі послугами (порівняно з попереднім роком на 0,5 млрд. дол. США – до 4,9 млрд. дол. США). Слід зазначити, що від'ємне сальдо доходів у 2011 році збільшилося до 3,8 млрд. дол. США порівняно з 2,0 млрд. дол. США в 2010 році. В основному це відбулося через майже дворазове зростання виплат дивідендів за прямими іноземними інвестиціями: з 2,2 млрд. дол. США у 2010 році до 4,1 млрд. дол. США у 2011 році [118].

Профіцит рахунку операцій з капіталом та фінансових операцій платіжного балансу за 2011 рік становив 6,6 млрд. дол. США (у 2010 році – 8,0 млрд. дол. США) і був забезпечений переважно припливом інвестиційного та боргового капіталу до реального сектору економіки.

Погіршення кон'юнктури на світових фінансових ринках зумовило зменшення обсягів чистих залучень Уряду та зростання чистих виплат банківського сектору. Тривало збільшення обсягів акумулювання готівкової валюти поза банківською системою.

Чистий приплив прямих іноземних інвестицій у 2011 році збільшився до 7,0 млрд. дол. США порівняно з 5,8 млрд. дол. США в 2010 році. Майже 80% цих надходжень було спрямовано до реального сектору економіки. За попередніми оцінками Національного банку України, обсяг накопичених іноземних інвестицій на кінець 2011 року становив 64,5 млрд. дол. США, або 1 413,7 дол. США в розрахунку на 1 особу.

Кредити й облігації сектору державного управління та приватного сектору. Приватний сектор був основним реципієнтом боргових ресурсів. Чисті залучення

за кредитами та облігаціями підприємств реального сектору зросли в 2011 році до 5,2 млрд. дол. США порівняно з 3,4 млрд. дол. США в 2010 році.

Водночас тривала тенденція скорочення зовнішньої заборгованості банківським сектором. Чисті погашення за кредитами та облігаціями банків становили 3,8 млрд. дол. США (у 2010 році – 1,8 млрд. дол. США). Через погіршення ситуації на світових ринках капіталу чисті залучення сектору загального державного управління (1,1 млрд. дол. США) були значно нижчими, ніж у 2010 році (5,1 млрд. дол. США).

Від’ємне сальдо зведеного платіжного балансу в 2011 році (2,5 млрд. дол. США) було профінансовано за рахунок резервних активів. За станом на 01.01.2012р. обсяги міжнародних резервів дорівнювали 31,8 млрд. дол. США, що забезпечувало фінансування імпорту товарів та послуг протягом 3,6 місяця майбутнього періоду.

Упродовж I кварталу 2012 року платіжний баланс України демонстрував тенденцію до поліпшення, зумовлену насамперед скороченням дефіциту поточного рахунку. Приплив прямих України іноземних інвестицій в Україну залишався на досить високому рівні. Тривало скорочення приросту готівкової валюти поза банківською системою.

За попередніми даними, у березні 2012 року платіжний баланс України зведено з додатним сальдо 375 млн. дол. США (у січні та лютому дефіцит становив відповідно 889 та 55 млн. дол. США). Така зміна відбулася переважно внаслідок поліпшення стану поточного рахунку.

Профіцит зведеного платіжного балансу в березні зумовив скорочення кумулятивного 12-місячного дефіциту зведеного балансу до 4,1 млрд. дол. США.

У березні 2012 року дефіцит поточного рахунку скоротився до 313 млн. дол. США. Це було зумовлено зниженням дефіциту торгівлі товарами (до 893 млн. дол. США порівняно з 1,8 млрд. дол. США у лютому) та отриманням значних дивідендів від прямих іноземних інвестицій за кордон.

Загалом дефіцит поточного рахунку в I кварталі був достатньо низьким – 1,2 млрд. дол. США (з урахуванням сезонного чинника - найнижче значення з II півріччя 2010 року).

Така зміна визначила продовження висхідного тренду 12-місячних кумулятивних даних за рахунком поточних операцій. Кумулятивний дефіцит у березні зменшився на 0,1 млрд. дол. США – до 8,9 млрд. дол. США.

Вартісний обсяг експортних поставок у березні 2012 року становив 5,9 млрд. дол. США, що на 2,5% менше, ніж у відповідному періоді попереднього року. Низький попит, зокрема в країнах Євросоюзу та на Близькому Сході внаслідок призупинення ряду інвестиційних проектів, зумовив зменшення експорту металургійної продукції на 17,2% порівняно з березнем 2011 року. Водночас тривало зростання високими темпами експорту зернових (у березні – у 2,3 рази більше ніж рік тому), також прискорилося зростання експорту продукції хімічної промисловості (до 14,0% у річному обчисленні).

Імпорт товарів у березні становив 6,8 млрд. дол. США, що на 3,0% менше, ніж у відповідному періоді попереднього року. Основним чинником такої зміни стало істотне скорочення імпортованих поставок природного газу (на 30,4%).

Загалом у I кварталі вартісні обсяги імпорту природного газу становили лише 3,6 млрд. дол. США, що на 23,6% менше, ніж у I кварталі 2011 року (під час зростання середньої ціни на 59% фізичні обсяги закупок скоротилися більш ніж удвічі). Водночас імпорт продукції машинобудування продовжував зростати високими темпами (на 28,9% у річному обчисленні) здебільшого внаслідок модернізації українських підприємств.

Так, якщо вартість імпорту електричних машин та механічних апаратів у I кварталі вже перевищила показник 2008 року, то імпорт легкових автомобілів був на 36% меншим, ніж у I кварталі 2008 року.

Зазначимо, що згідно офіційним даним, у березні чистий приплив капіталу за фінансовим рахунком становив 688 млн. дол. США, з початку року – 640 млн.

дол. США. Кумулятивний за останні 12 місяців профіцит фінансового рахунку збільшився до 4,7 млрд. дол. США.

Приплив прямих іноземних інвестицій в Україну в березні залишався достатньо високим – 508 млн. дол. США (у лютому – 840 млн. дол. США). Чистий приплив прямих інвестицій у цілому за I квартал 2012 року становив 1,4 млрд. дол. США (з них – 127 млн. дол. США в березні), що в 1,6 рази більше, ніж у відповідному періоді попереднього року.

Сальдо за кредитами та облігаціями в березні було від’ємним на рівні 132 млн. дол. США. Як і в попередні періоди, реальний сектор активно залучав зовнішні ресурси (чистий приплив – 389 млн. дол. США). Банківський сектор продовжував скорочувати зовнішню заборгованість (на 476 млн. дол. США). Нормалізувалася ситуація на готівковому ринку: приріст обсягу готівкової валюти поза банками становив у березні 565 млн. дол. США порівняно з 816 млн. дол. США у лютому. Загалом за I квартал 2012 року приріст готівкової валюти поза банками становив 2,0 млрд. дол. США [118].

Обсяг резервних активів у березні зріс до 31,1 млрд. дол. США, що було достатнім для фінансування імпорту майбутнього періоду протягом 3,4 місяця.

У II кварталі 2012 року формування зведеного платіжного балансу України відбувалося в умовах погіршення стану світової торгівлі, зумовленого уповільненням темпів розвитку світової економіки.

Збільшення від’ємного сальдо торговельного балансу внаслідок скорочення зовнішнього попиту та формування від’ємного сальдо фінансового рахунку через планове погашення зовнішніх боргів урядом визначили зведення платіжного балансу України з дефіцитом, який було профінансовано за рахунок міжнародних резервів.

За попередніми даними, у червні 2012 року дефіцит платіжного балансу України становив 1,5 млрд. дол. США. Формування від’ємного сальдо платіжного балансу було зумовлене як зниженням обсягів експорту товарів через слабку

зовнішню кон'юнктуру на світових товарних ринках, так і погіршенням стану фінансового рахунку.

В цілому дефіцит зведеного платіжного балансу сформовано на рівні 1,1 млрд. дол. США за I півріччя та на рівні 0,6 млрд. дол. США за II квартал. Кумулятивний 12-місячний дефіцит зведеного платіжного балансу збільшився в червні до 5,4 млрд. дол. США.

У червні 2012 року від'ємне сальдо поточного рахунку становило 1.0 млрд. дол. США (в травні - 687 млн. дол. США). Збільшення дефіциту поточного рахунку порівняно з попереднім місяцем було зумовлене погіршенням балансу доходів і поточних трансфертів.

Сальдо за статтею «Поточні трансферти» зменшилося порівняно з попереднім місяцем на 100 млн. дол. США - до 228 млн. дол. США. Від'ємне сальдо за статтею «Доходи» збільшилося до 446 млн. дол. США. За період з початку року дефіцит поточного рахунку становив 3,6 млрд. дол. США. У II кварталі поточний рахунок було зведено з від'ємним сальдо на рівні 2,3 млрд. дол. США. Кумулятивний 12-місячний дефіцит рахунку поточних операцій збільшився до 9,9 млрд. дол. США.

Вартісний обсяг експортних поставок товарів у червні 2012 року становив 5,5 млрд. дол. США, що на 12,5% менше, ніж у попередньому місяці, та на 11,3% менше, ніж у червні 2011 року. Визначальним чинником низхідної динаміки експорту стало уповільнення темпів зростання світової економіки та погіршення прогнозів щодо її розвитку.

Вартісні обсяги експортних поставок металургійної продукції, частка яких у структурі експорту була найбільшою і становила 29,9%, зменшились у червні в річному обчисленні на 20,9%.

Скоротилися порівняно з відповідним періодом минулого року також обсяги експорту продукції хімічної галузі - на 6,1% (нарощування обсягів експорту добрив не було достатнім для компенсації різкого скорочення експорту продуктів

неорганічної хімії та органічних хімічних сполук) [118]. Водночас обсяги експорту продукції агропромислового комплексу і машинобудування залишалися вищими, ніж торік, на 10,8 та 3,1% відповідно.

Імпорт товарів збільшився до 6,9 млрд. дол. США, або на 2,0% у річному обчисленні. Уповільнення річних темпів приросту на 8,8 процентного пункту порівняно з попереднім місяцем відбувалося насамперед унаслідок зниження до 5.0% річних темпів приросту товарів неенергетичного імпорту.

Водночас імпорт продукції окремих товарних груп зменшився як в обчисленні до відповідного періоду минулого року, так і в обчисленні до попереднього місяця. Зокрема імпорт чорних й кольорових металів та виробів зменшився відповідно на 12,3 та 14,2%. Зниження імпорту стримувалося збільшенням обсягів поставок природного газу.

Так уперше в поточному році вартісні обсяги імпорту газу були вищими, ніж в аналогічному місяці минулого року, на 18,7% (за перші п'ять місяців вони скоротилися на 19,9%). Імпорт товарів порівняно з попереднім місяцем зменшився на 8.9% (у травні збільшився на 3).

Рахунок операцій з капіталом та фінансових операцій. У червні перервався чотиримісячний період формування рахунку операцій з капіталом та фінансових операцій з профіцитом: сальдо рахунку набуло від'ємного значення на рівні 512 млн. дол. США.

Зведення фінансового рахунку з дефіцитом було зумовлено значними обсягами планового погашення зовнішніх боргів урядом, зокрема 1,0 млрд. дол. США за кредитом російського банку ВТБ та 0,5 млрд. дол. США за єврооблігаціями випуску 2007 року.

Профіцит рахунку операцій з капіталом та фінансових операцій з початку року становив 2,5 млрд. дол. США. У II кварталі порівняно з I кварталом даний показник збільшився майже на 1,0 млрд. дол. США – до 1,8 млрд. дол. США.

Кумулятивний за останні 12 місяців профіцит рахунку операцій з капіталом та фінансових операцій зменшився до 4,5 млрд. дол. США.

Чистий приплив прямих іноземних інвестицій у червні збільшився до 494 млн. дол. США (найбільший рівень за останні 4 місяці). Загалом приплив прямих іноземних інвестицій в Україну з початку року становив 3,4 млрд. дол. США, що на 3% більше, ніж за аналогічний період минулого року.

Продовжувалося залучення зовнішніх боргових ресурсів приватним сектором. Зокрема чистий приплив у реальний сектор у червні становив 382 млн. дол. США (з початку року – 2,7 млрд. дол. США). Чисте погашення за кредитами та облігаціями банківським сектором (764 млн. дол. США) компенсувалося зростанням обсягів депозитів нерезидентів на 898 млн. дол. США.

У червні дещо збільшився порівняно з попередніми місяцями приріст готівкової валюти поза банками – до 674 млн. дол. США. Проте він залишався значно нижчим, ніж у червні 2011 року (921 млн. дол. США). Загалом за I півріччя 2012 року приріст готівкової валюти поза банками становив 3,4 млрд. дол. США, що на 24,5% менше, ніж у відповідному періоді попереднього року

У червні дефіцит зведеного платіжного балансу (1,5 млрд. дол. США) було профінансовано за рахунок резервних активів, їхній обсяг на кінець червня становив 29,3 млрд. дол. США, що забезпечувало фінансування імпорту майбутнього періоду протягом 3,2 місяця.

У вересні 2012 року платіжний баланс України зведено з дефіцитом. Скорочення обсягів товарного імпорту зумовило зменшення від'ємного сальдо рахунку поточних операцій.

Позитивна динаміка залучення коштів урядом та реальним сектором на світових ринках капіталу визначила формування профіциту фінансового рахунку. За попередніми даними, у вересні 2012 року дефіцит платіжного балансу України сформовано на рівні 1,1 млрд. дол. США.

Кумулятивний 12-місячний дефіцит зведеного платіжного балансу зменшився до 3,3 млрд. дол. США. У вересні 2012 року від'ємне сальдо поточного рахунку скоротилося до 1,3 млрд. дол. США (рис 2.10). Найбільший вплив на скорочення дефіциту мало зменшення вартісних обсягів імпорتنних поставок.



Рисунок 2.10 – Поточні і фінансові рахунки платіжного балансу з 2009 по 2012 рр., млрд. дол. США [139]

Кумулятивний за останні 12 місяців дефіцит рахунку поточних операцій становив 13,9 млрд. дол. США.

У вересні експортовано товарів на суму 5,9 млрд. дол. США, що менше на 1,2%, ніж у попередньому місяці, та на 3,3% менше, ніж у вересні 2011 (рис 2.11).

Основним фактором такого скорочення стало ослаблення світового попиту на більшість сировинних товарів українського експорту. Серед основних товарних груп спостерігалось суттєве зменшення експорту продукції металургійної та хімічної галузей (відповідно на 10,6 та 19,1% порівняно з відповідним періодом минулого року).

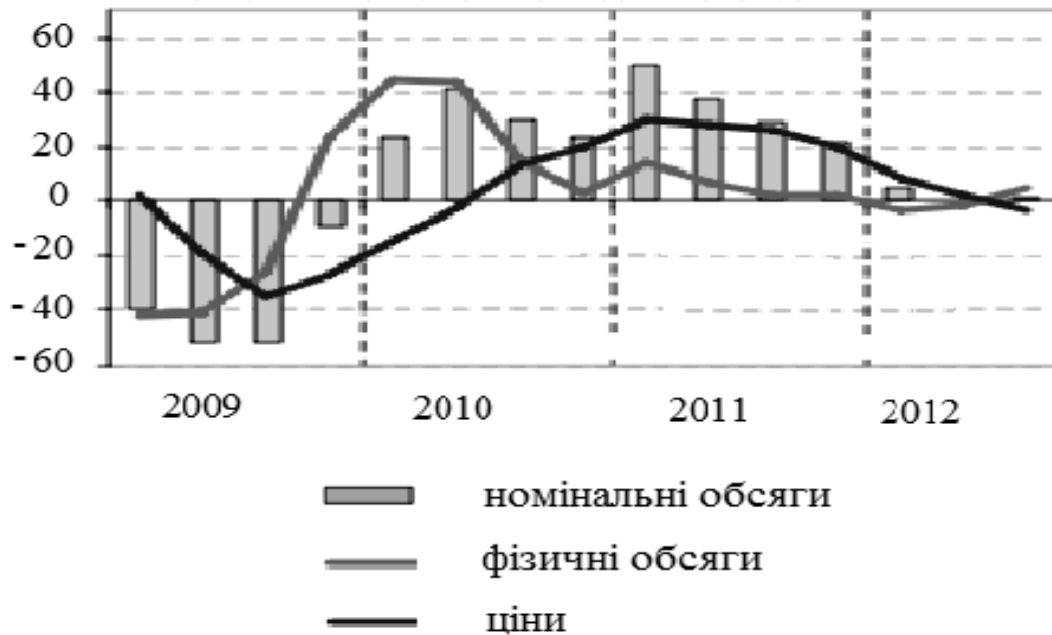


Рисунок 2.11 - Експорт товарів, зміна порівняно з відповідним періодом попереднього року з 2009 по 2012 рр., % [139]

Скорочення експорту продукції машинобудування на 3,0% у річному обчисленні значною мірою було зумовлено запровадженням Росією утилізаційного збору на імпортні автомобілі.

Зупинка на ремонт нафтопереробного заводу в м. Лисичанську позначилася зокрема на зниженні експорту нафтопродуктів більш ніж утричі. В цілому експорт мінеральних продуктів у річному обчисленні зменшився на 41,0%. Залишилися високими темпи приросту експорту зернових культур і олії та олійних культур (зростання відповідно в 1,6 та 1,9 рази).

Сприяли нарощуванню поставок цих груп товарів як поліпшення кон'юнктури на світових ринках продовольства, так і високі внутрішні перехідні запаси зернових. Продовольчих товарів та сировини для їхнього виробництва у вересні було експортовано на 51,7% більше, ніж у відповідному періоді минулого року.

Імпорт товарів скоротився порівняно з попереднім місяцем на 5,6% – до 7,3 млрд. дол. США (рис. 2.12). Темп скорочення в річному обчисленні становив 3,6%. Зниження імпорتنих поставок порівняно з відповідним періодом минулого року спостерігалось за товарами як енергетичного (на 7,1%), так і неенергетичного (на 2,0%) імпорту. Зменшення поставок неенергетичного імпорту відбулося значною мірою через скорочення обсягів продукції машинобудування, що тривало другий місяць поспіль, та продукції хімічної галузі (у вересні відповідно на 5,8 та 9,4%). Водночас високими темпами продовжилося зростання імпорту промислових товарів (на 37,9%).



Рисунок 2.12 - Імпорт товарів та неенергетичний імпорт з 2009 - 2012 рр., млрд. дол. США [139]

Рахунок операцій з капіталом та фінансових операцій (рис. 2.13). У вересні додатне сальдо рахунку операцій з капіталом та фінансових операцій зменшилося до 237 млн. дол. США.

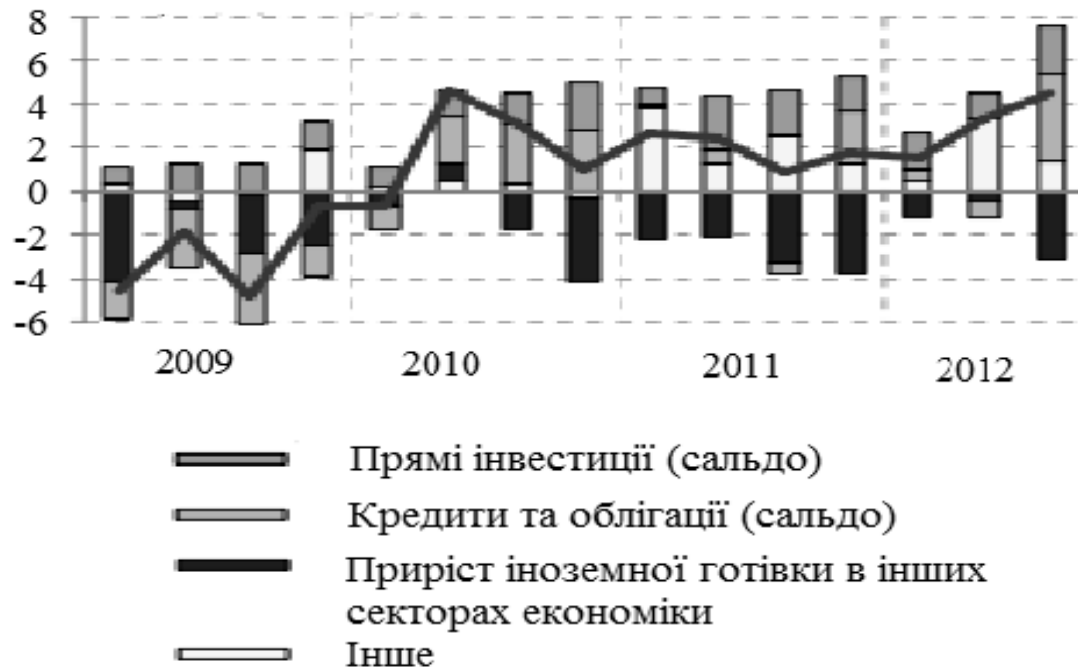


Рисунок 2.13 - Рахунок операцій з капіталом та фінансових операцій в умовах нестабільності економіки з 2009 по 2012 рр., млрд. дол. США [62]

Для його формування визначальним став приплив прямих іноземних інвестицій та профіцит боргового капіталу.

Кумулятивний за останні 12 місяців профіцит рахунку операцій з капіталом та фінансових операцій зріс із 9,1 млрд. дол. США у серпні до 10,3 млрд. дол. США у вересні.

Обсяг надходжень прямих іноземних інвестицій з початку року становив 6,0 млрд. дол. США, що на 10,3% більше, ніж за аналогічний період 2011 року. Чистий приплив прямих іноземних інвестицій у вересні становив 518 млн. дол. США. Основним отримувачем таких інвестицій залишався реальний сектор економіки [118].

Формування додатного сальдо операцій за кредитами та облігаціями в розмірі 1,2 млрд. дол. США було зумовлене насамперед залученням коштів урядом та реальним сектором на світових фінансових ринках.

У вересні уряд отримав від дорозміщення випуску облігацій 652 млн. дол. США. Чисті залучення боргового капіталу реальним сектором економіки становили 421 млн. дол. США, з початку року – 4,3 млрд. дол. США. Залучення банківського сектору за всіма інструментами у вересні перевищили виплати на 158 млн. дол. США. Проте з початку року банки скоротили свою заборгованість на 1,9 млрд. дол. США.

Приріст готівкової валюти поза банками становив 1,6 млрд. дол. США, що на 0,2 млрд. дол. США менше порівняно з вереснем 2011 року. За період з початку року цей показник становив 5,4 млрд. дол. США, що на 29,4% менше, ніж за аналогічний період 2011 року.

У вересні за рахунок операцій платіжного балансу резервні активи зменшилися до 29,3 млрд. дол. США, що достатньо для фінансування імпорту майбутнього періоду протягом 3,3 місяця.

Таким чином, на основі проведеного детального аналізу платіжного балансу України за період з 2008 по 2012 рр., можемо зробити висновок у розрізі валютного регулювання – основними інструментами Національного банку України щодо контролю за рухом капіталу була видача індивідуальних ліцензій та реєстрація кредитів. В Україні діє більш жорстке регулювання експорту капіталу порівняно з досить ліберальним регулюванням його імпорту.

Так, інвестиції в Україну не потребують індивідуальних ліцензій. Залучення кредитів за кордоном, згідно з Постановою НБУ «Про затвердження Положення про порядок отримання резидентами кредитів, позик в іноземній валюті від нерезидентів і надання резидентами позик в іноземній валюті нерезидентам», № 270 від 17.06.2004р. вимагає лише реєстрації кредитного договору в Національному банку, яка повинна бути проведена ще до здійснення кредитної операції.

Значно ширше коло відносин охоплювало регулювання експорту капіталу, оскільки воно стосується, перш за все, резидентів України.

Сюди відносяться інвестиції українських резидентів за кордон, кредитування нерезидентів, відкриття українськими резидентами валютних рахунків за кордоном. Щодо всіх цих операцій видавалися індивідуальні ліцензії Національного банку України.

Національний банк України проводив маніпулювання обмінним курсом, що призводило до зміни співвідношення внутрішніх і зовнішніх цін, що в свою чергу призводило до вирівнювання сукупного попиту та пропозиції. Зрештою, це поступово нівелювало дефіцит платіжного балансу.

Для зменшення дефіциту платіжного балансу використовувалися облікова політика і таргетування грошової маси (тобто встановлення цільових орієнтирів її щорічного зростання).

Вплив стану платіжного балансу на кон'юнктуру валютного ринку виявлявся в тому, що надходження валюти в Україну за поточними і капітальними статтями балансу збільшувало пропозицію, а валютні платежі за кордоном збільшували попит на валютному ринку.

Враховуючи всі вищезазначені чинники, можна виділити такі основні дії державної політики на скорочення відтоку капіталу з України та боротьби з від'ємним сальдо платіжного балансу в розрізі питання валютного регулювання:

1) обмеження імпорту і підвищення експорту, що призводило до досягнення позитивного сальдо платіжного балансу. Застосування прямого контролю, митні та інші збори, заборона або обмеження на переливання закордон доходів по іноземних інвестиціях і грошових трансфертів приватних осіб, різке скорочення безвідплатної допомоги, вивозу короткострокового і довгострокового капіталу;

2) боротьба з корупцією в інвестиційній діяльності;

3) зменшення доларизації економіки для запобігання глибоких потрясінь, пов'язаних з відтоком інвестицій;

4) контроль за вивозом капіталу в офшорні зони [118].

Також для попередження кризи платіжного балансу необхідно підтримувати обсяг валютних резервів на достатньому рівні. Достатнім вважається обсяг валютних резервів, здатний забезпечити оплату імпорту країни протягом 3-х місяців.

Тому, слід зробити висновок, в умовах глобалізації світової економіки зростають міжнародні обороти товарів і послуг, прискорюється рух капіталів і фінансових ресурсів. Водночас для кожного окремого суб'єкта світогосподарських зв'язків загострюється проблема пристосування національної економіки до зовнішніх змін і збереження її рівноважного стану. Інформаційною базою для розробки стратегії і тактики зрівноваження міжнародних валютно-фінансових і кредитних відносин слугує платіжний баланс, порушення рівноваги якого виявилось одним з визначальних чинників дестабілізації економіки України.

2.3. Управління золотовалютними резервами центральними банками світу та Національним банком України

В умовах фінансової глобалізації гарантією стабільності в періоди світових фінансових криз є формування золотовалютних резервів, адекватних масштабам національної економіки і рівню її інтегрованості в процес міжнародного руху капіталу [18]. Важливими проблемами при цьому є визначення ступеню їх забезпеченості та достатності, а також оптимізація структури та ефективне управління ними. Останнє набуває особливої ваги в ситуації нестійкості світової валютної системи та значного впливу на національну економіку ризиків світового масштабу [13].

Необхідним елементом валютної політики центрального банку, пов'язаної з формуванням та управлінням офіційними золотовалютними резервами країни, є

визначення їх оптимальної структури. Актуальність цього питання особливо підвищується у зв'язку з останніми тенденціями розвитку провідних світових економік, нестабільністю фінансових ринків, значною волатильністю валютних курсів, що змушує центральні банки диверсифікувати свої золотовалютні резерви.

На сучасному етапі розвитку структура золотовалютних резервів більшості країн і рівень її диверсифікації залежать від економічного положення країни, її місця у світовій економіці, стійкості національної валюти, тієї ролі, яку відіграє валютно-курсова політика країни у регулятивному впливі на зовнішньоекономічну діяльність і динаміку експортно-імпортних операцій [8].

Формування належної структури офіційних золотовалютних резервів Національного банку України дає йому змогу належним чином виконувати власні функції з регулювання валютних відносин, передусім, у плані підтримання зовнішньої стабільності національних грошей і рівноваги платіжного балансу.

Національний банк України формує, зберігає та накопичує золотовалютні резерви, переслідуючи наступні цілі:

- 1) забезпечення стабільності національної грошової одиниці України;
- 2) поліпшення кредитоспроможності країни;
- 3) вплив на офіційний обмінний курс національної валюти через девізну політику;
- 4) створення сприятливих умов для здійснення зовнішніх запозичень;
- 5) гарантування виконання зобов'язань перед міжнародними валютно-кредитними організаціями;
- 6) регулювання платіжного балансу України;
- 7) вплив на динаміку обсягів грошової маси всередині країни з метою досягнення цінової стабільності як стратегічної цілі монетарної політики тощо [2].

Значення міжнародних золотовалютних резервів підвищується у зв'язку зі зростанням ступеня нестабільності світової валютно-фінансової системи та виникненням на цій основі валютних і фінансових криз глобального масштабу.

У відповідь на підвищення імперфекцій глобального валютного ринку і зростання ризику валютних дестабілізацій, пов'язаних з ними, більшість центральних банків розпочали застосовувати політику накопичення значних золотовалютних резервів [12].

У 1990 році сукупні міжнародні золотовалютні резерви становили 932,4 млрд. дол., а номінальний світовий валовий продукт становив 10000 млрд. дол. [23]. Таким чином, 4,2 % номінального світового валового продукту було спрямовано центральними банками різних країн для формування власних золотовалютних резервів. У 2000 році уже 6,32 % світового валового продукту було спрямовано на формування золотовалютних резервів, а у 2005 та 2008 роках частка міжнародних золотовалютних резервів у світовому валовому продукті сягнула 9,43 та 12,3 % відповідно [34].

Зауважимо, що темпи приросту міжнародних золотовалютних резервів є значно вищими ніж темпи приросту світового валового продукту. У 2005-2008 роках темп приросту міжнародних золотовалютних резервів склав 59,8 %, а темп приросту світового ВВП – 22,2 % (рис. 2.14).

Отже, незважаючи на кризовий стан світової економіки, до 2008 року збереглася тенденція до нарощування міжнародних золотовалютних резервів.

Наступним етапом дисертаційного дослідження є аналіз формування золотовалютних резервів у розрізі країн світу за 2011 року порівняно з аналогічним періодом попереднього року. Загальний обсяг міжнародних резервів розвинених країн склав 4607,4 млрд. доларів США, або 44,3% від сукупного обсягу резервів країн.

Серед країн, що розвиваються, основна частина резервів (4135,6 млрд. дол. США) зосереджена в азіатському регіоні. Ця величина відповідає приблизно 39,7% сукупних світових резервів і порядку 71,3 % резервів країн з ринками, що формуються.



Рисунок 2.14 – Порівняння темпів приросту світового валового продукту та темпів приросту міжнародних золотовалютних резервів, 1960 – 2008 рр. [118]

Відносно невеликі міжнародні резерви у європейських країн з перехідною економікою (без урахування Росії) – 411,4 млрд. доларів США, або 7,1 % резервних активів групи, а також у держав Центральної і Південної Америки (646,9 млрд. доларів США, або 11,1 %).

Резерви Російської Федерації (524,5 млрд. доларів США) становлять 9 % авуарів ринків, що формуються, та 5 % сукупних світових міжнародних резервів [38].

Рівень достатності резервів, виражений в місяцях імпорту товарів і послуг, в середньому по вибірці країн становить 6 місяців, тобто вдвічі перевищує міжнародний визнаний критерій (3 місяці).

Найбільшим рівнем достатності володіють великі країни, що розвиваються, з високою схильністю до заощаджень і низькою залежністю від імпорту – Китай, Росія, Тайвань (Китай), Бразилія, Перу, Аргентина, а також Японія. Найвищий показник достатності у Китаю – більше 2-х років.

Золотовалютні резерви Китаю по відношенню до ВВП перевищують «коефіцієнт Ренді» (суть коефіцієнту полягає у тому, що валютні резерви не можуть перевищувати 30 відсотків державного бюджету), не кажучи уже про державний бюджет [45]. Це зумовлено значно заниженим валютним курсом китайського юаня до долара США, а також дешевизною праці, як фактору виробництва, що надає товарам китайської економіки підвищену конкурентоздатність на світових ринках [48].

Рівнем достатності понад рік мають 6 країн, від півроку до року – 26 країн.

До групи країн, рівень достатності резервів в яких менше 3-х місяців входять 18 країн, в тому числі Сполучені Штати Америки, Німеччина, Сполучене Королівство і Нідерланди, які мають резервні валюти і тому не прагнуть підтримувати значні резерви, незважаючи на значний імпорт.

Залежність між місцем, що займає країна щодо достатності резервів та місцем за обсягом резервів, як правило, вище у великих країн з не резервними валютами, що, в тому числі, пов'язано з необхідністю накопичення значних резервів для підтримки обмінного курсу національної валюти при обмеженому доступі до міжнародних ринків капіталу.

Отже, проведений аналіз доводить, що в сучасній практиці здійснення валютної політики центральними банками різних країн, акумулювання значних обсягів золотовалютних резервів здійснюється не з позиції регулювання валютного курсу національної грошової одиниці, а в рамках забезпечення можливості центрального банку протидіяти розповсюдженню глобальних фінансово-валютних криз. Після фінансових криз 90-х років, початку 2000 року та сучасної кризи для більшості країн, що розвиваються акумулювання значних

розмірів золотовалютних резервів розглядається як інструмент попередження кризових ситуацій [78].

Яскравим прикладом накопичення золотовалютних резервів з метою страхового захисту національного фінансового і валютного ринку є Японія, яка володіє другими за обсягами золотовалютними резервами у світі. При цьому, Центральний банк Японії застосовує режим вільного плавання японської єни. У 2009 році золотовалютні резерви Японії становили 20 % від ВВП країни.

Отже, незважаючи на кризовий стан світової економіки збереглася тенденція до нарощування міжнародних золотовалютних резервів. Власниками найбільших золотовалютних резервів є Китай, Японія та Росія, на частку яких припадає більше половини міжнародних золотовалютних резервів.

Основним чинником, що забезпечує зростання розмірів золотовалютних резервів, є їх використання як певного страхового фонду з метою захисту національних валютних систем від спекулятивного переміщення капіталів на глобальному фінансовому ринку [83].

Центральні банки, намагаючись задовольнити страховий попит на золотовалютні резерви, використовують занижений рівень валютного курсу національних грошей, при застосуванні фіксованого режиму курсоутворення, що призводить до виникнення дисбалансів та порушення стабільності у світовій валютній системі.

З метою підтримання рівноваги на національних валютних ринках та забезпечення їх стабільності у довгостроковій перспективі доцільно реформувати механізм стабілізаційної функції міжнародних золотовалютних резервів шляхом формування міжнародною спільнотою єдиного світового золотовалютного резерву, який виконуватиме функцію страхового захисту світової валютної системи від ризику виникнення кризових явищ у цій системі.

Слід звернути увагу на той факт, що диверсифікація валютних резервів, як інструмент валютної політики центральних банків світу, в тому числі і

Національного банку України, спрямована на захист від валютного ризику офіційних резервів держави. Дані резерви необхідні для здійснення міжнародних розрахунків та проведення валютних інтервенцій. Таким чином, даний інструмент відіграє пасивну роль (безпосередньо майже не впливає на параметри валютного ринку України), а переважно використовується як допоміжний інструмент, що забезпечує ефективність інших інструментів валютного регулювання (перш за все валютних інтервенцій)

Отже, якщо аналізувати офіційні резерви України, слід відмітити, що вони складаються із чотирьох груп активів: цінні папери деноміновані в іноземній валюті; готівка та депозити в іноземній валюті, монетарне золото та спеціальні права запозичення (СПЗ). Тому, розглянемо управління золотовалютними резервами України Національним банком України в умовах нестабільності економіки за період 2008 – 2012 рр.

Станом на 01.01.2009 р. міжнародні резерви України дорівнювали 31,5 млрд. дол. США і зменшилися за рік на 0,9 млрд. дол. США, або на 2,8%. У серпні 2008 року обсяги міжнародних резервів були найбільшими за останні 7 років і становили 38,0 млрд. дол. США.

Основним джерелом зростання міжнародних резервів були інтервенції Національного банку України, в результаті яких упродовж 2008 року на міжбанківському валютному ринку було придбано 7,0 млрд. дол. США у доларовому еквіваленті. Разом з тим в IV кварталі звітнього року, за умов погіршення ситуації на міжбанківському валютному ринку України, Національним банком України було продано іноземної валюти загальним обсягом 10,3 млрд. грн. у доларовому еквіваленті (95% від загальної суми проданої іноземної валюти за звітний рік), що призвело до зменшення міжнародних резервів у цілому.

Одним із джерел поповнення міжнародних резервів було надходження у листопаді коштів від Міжнародного валютного фонду у сумі, еквівалентній 3

млрд. СПЗ, або 4.6 млрд. дол. США [97]. Додатковим фактором зростання міжнародних резервів був дохід, отриманий від управління міжнародними резервами, який в 2008 році становив 1,9 млн. дол. США.

Основною метою управління міжнародними резервами було забезпечення оптимального співвідношення рівнів захищеності, ліквідності та доходності, яке забезпечувало виконання функцій Національного банку України, визначених чинним законодавством України [132]. У 2008 році управління міжнародними резервами здійснювалось відповідно до «Інвестиційної декларації золотовалютного резерву Національного банку України на 2008 рік» для одержання додаткового доходу.

У 2008 році міжнародні резерви зберігались на рахунках банків-кореспондентів, а також у фінансових інструментах з довгостроковим кредитним рейтингом не нижчим, ніж рівень «А».

Контроль за кредитним ризиком забезпечувався шляхом встановлення кредитних лімітів банкам-контрагентам. Оптимальний рівень валютного та процентного ризиків забезпечувався шляхом диверсифікації міжнародних резервів. Більшу частину коштів міжнародних резервів було вкладено в державні цінні папери промислово розвинутих країн, а також зберігались у банках США, Швейцарії та Великобританії [133].

Всі зобов'язання банків-контрагентів перед Національним банком України за депозитами та операціями з цінними паперами було виконано вчасно та в повному обсязі. Ліквідність міжнародних резервів визначалась рівнем ліквідності вільно конвертованих валют, фінансових інструментів або фінансового ринку.

У процесі управління міжнародними резервами Національним банком України використовувались такі основні фінансові інструменти, як короткострокові депозити та цінні папери.

З метою нарощення високоліквідних активів у 2008 році було збільшено (з 47 до 52%) частку цінних паперів у структурі міжнародних резервів.

Переважна частка монетарного золота Національного банку України зберігалася в сховищі Державної скарбниці, решту було розміщено у довгострокові депозити. Загальна середня дохідність операцій з управління міжнародними резервами за 2008 рік становила 5,4%. У 2008 році зростання міжнародних резервів супроводжувалось своєчасним погашенням та обслуговуванням зовнішнього державного боргу.

Міжнародні резерви України за станом на 01.01.2010 р. становили 26,5 млрд. дол. США і зменшились за рік на 5,0 млрд. дол. США, або на 16,0%, що переважно відбулося за рахунок продажу Національним банком України іноземної валюти на міжбанківському валютному ринку України в обсязі 10,4 млрд. дол. США (у доларовому еквіваленті) (рис. 2.15).



Рисунок 2.15 – Міжнародні резерви та інтервенції Національного банку України у 2008-2009рр. [139]

Основним джерелом поповнення міжнародних резервів було надходження протягом року коштів від Міжнародного валютного фонду (за рахунок двох траншів та перерозподілу СПЗ) у сумі, еквівалентній 5,3 млрд. СПЗ, або 8,3 млрд. дол. США.

Основною метою управління міжнародними резервами було забезпечення оптимального співвідношення рівнів захищеності, ліквідності й доходності, що забезпечувало виконання функцій Національного банку України, визначених чинним законодавством України.

У 2009 році управління міжнародними резервами здійснювалось відповідно до «Інвестиційної декларації міжнародних (золотовалютних) резервів України на 2009 рік», впроваджуючи активну інвестиційну політику, спрямовану на одержання додаткового доходу.

У аналізованому році міжнародні резерви зберігались на рахунках банків-кореспондентів, а також у фінансових інструментах із довгостроковим кредитним рейтингом не нижчим, ніж рівень «А».

Контроль за кредитним ризиком забезпечувався шляхом встановлення кредитних лімітів банкам-контрагентам. Оптимальний рівень валютного та процентного ризиків забезпечувався шляхом диверсифікації міжнародних резервів. Більшу частину коштів міжнародних резервів було вкладено в державні цінні папери промислово розвинутих країн, а також зберігались у банках США, Швейцарії та Великобританії.

Усі зобов'язання банків-контрагентів перед Національним банком України за депозитами та операціями з цінними паперами було виконано вчасно та в повному обсязі.

У процесі управління міжнародними резервами Національним банком України використовувались такі основні фінансові інструменти, як цінні папери нерезидентів та короткострокові депозити в іноземних банках.

У 2009 році, в умовах світової фінансової кризи, Національним банком України було забезпечено не тільки збереження, а й отримання доходу від управління міжнародними резервами в обсязі 545,16 млн. дол. США [118].

Загальна середня доходність операцій з управління міжнародними резервами за 2009 рік становила 1,9%.

Слід зазначити, що зменшення міжнародних резервів супроводжувалося своєчасним погашенням та обслуговуванням зовнішнього державного боргу.

Аналізуючи міжнародні (золотовалютні) резерви України (далі - міжнародні резерви) у 2010 році, слід відзначити їх зростання на 8,1 млрд. дол. США, або на 30,5%, і на 01.01.2011 р. становили 34,0 млрд. дол. США.

Основними факторами збільшення міжнародних резервів були купівля іноземної валюти на міжбанківському валютному ринку України на суму, еквівалентну 8,7 млрд. дол. США та надходження у червні кредиту на суму 2,0 млрд. дол. США й у вересні коштів від розміщення ОЗДП на суму 2,0 млрд. дол. США на користь Державного казначейства України.

Також одним із джерел поповнення міжнародних резервів було надходження в серпні та грудні чергових траншів від Міжнародного валютного фонду на суму, еквівалентну 3,4 млрд. дол. США [118].

У аналізованому році Національним банком України було продано іноземної валюти на міжбанківському валютному ринку України в обсязі 7,4 млрд. дол. США (в доларовому еквіваленті) (рис. 2.16).

У 2011 році міжнародні (золотовалютні) резерви України (далі – міжнародні резерви) зменшилися на 2,8 млрд. дол. США, або на 8,1%, – до 31,8 млрд. дол. США [136].

Динаміка золотовалютних резервів України у період з 01.01.2008 по 01.09.2011 рр. представлено на рис. 2.17.

Структура золотовалютних резервів України характеризується наявністю значної частки вільноконвертованої валюти, частка якої становить 96% вартості загальних валютних резервів протягом всього періоду дослідження (рис. 2.18).

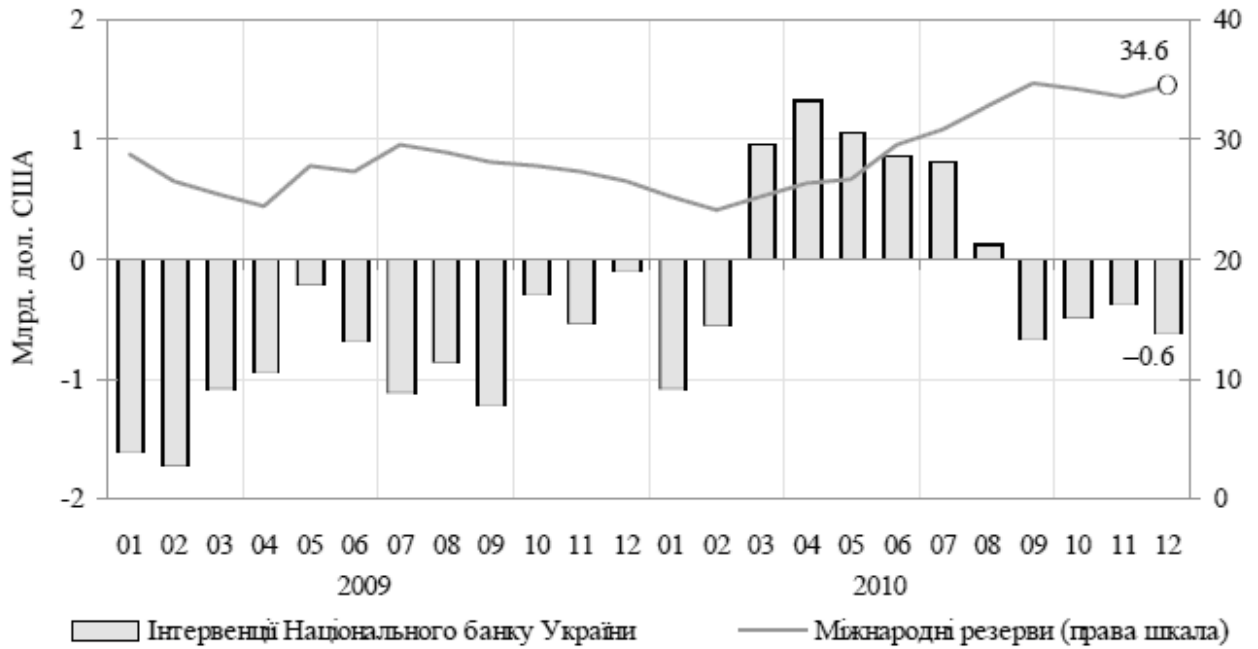


Рисунок 2.16 – Міжнародні резерви та інтервенції Національного банку України у 2009-2010рр. [139]

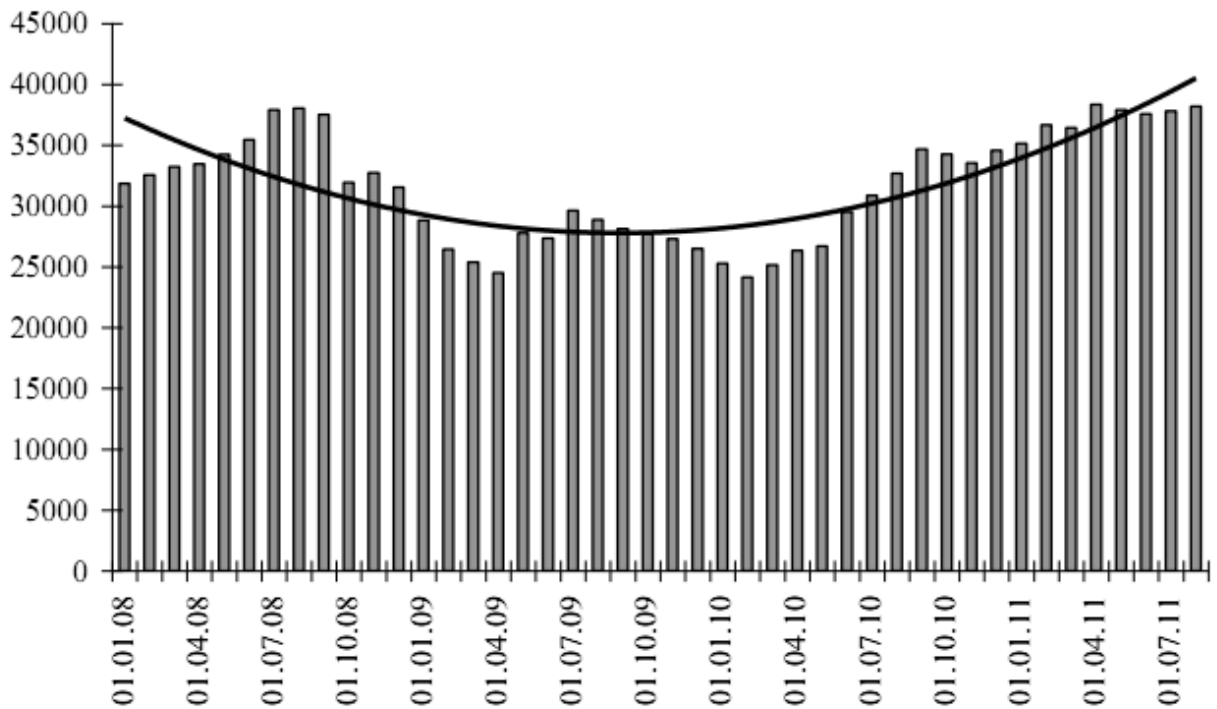


Рисунок 2.17 – Динаміка золотовалютних резервів України, за період з 01.01.2008 по 01.07.2011, млн. дол. США [139]

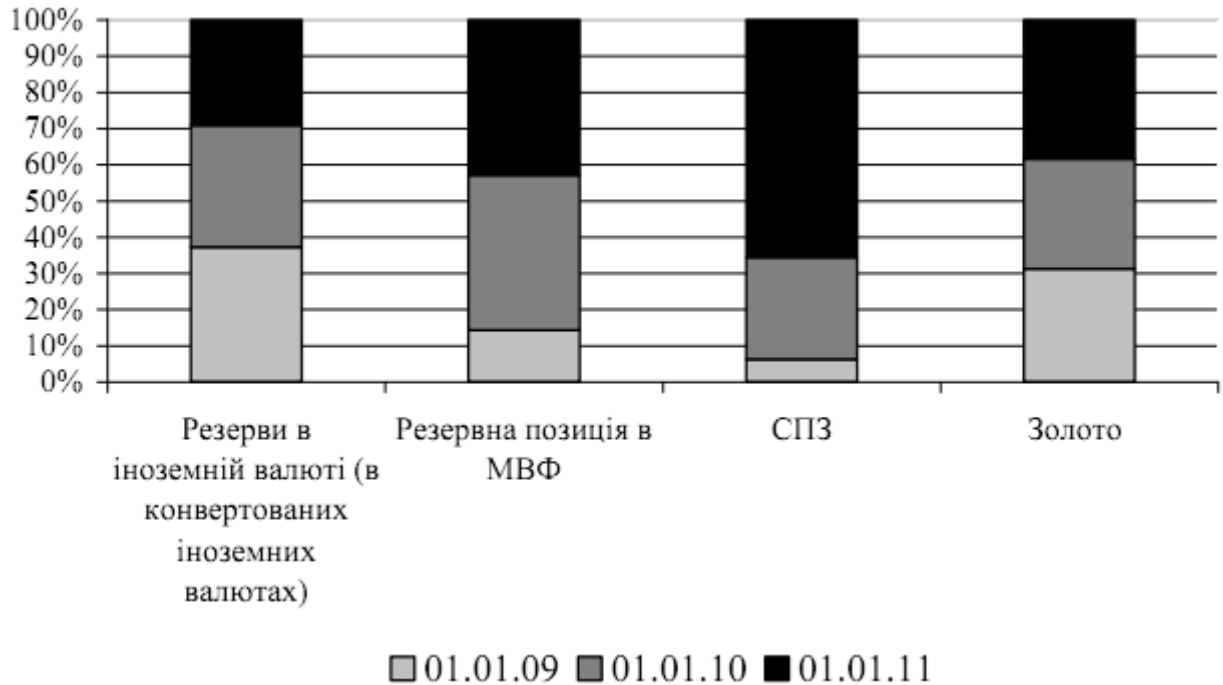


Рисунок 2.18 – Структура золотовалютних резервів України за період з 01.01.2009 по 01.01.2011рр. [140]

Головними джерелами поповнення міжнародних резервів були купівля іноземної валюти на міжбанківському валютному ринку України на суму, еквівалентну 9,9 млрд. дол. США, та надходження на користь Державного казначейства України коштів від розміщення ОЗДП на суму 2,9 млрд. дол. США.

Основною метою управління міжнародними резервами було забезпечення оптимального співвідношення рівнів захищеності, ліквідності та дохідності, як забезпечувало виконання функцій Національного банку України, визначених чинним законодавством України.

Управління міжнародними резервами здійснювалось відповідно до Інвестиційної декларації міжнародних (золотовалютних) резервів України на 2011 рік (рис. 2.19).

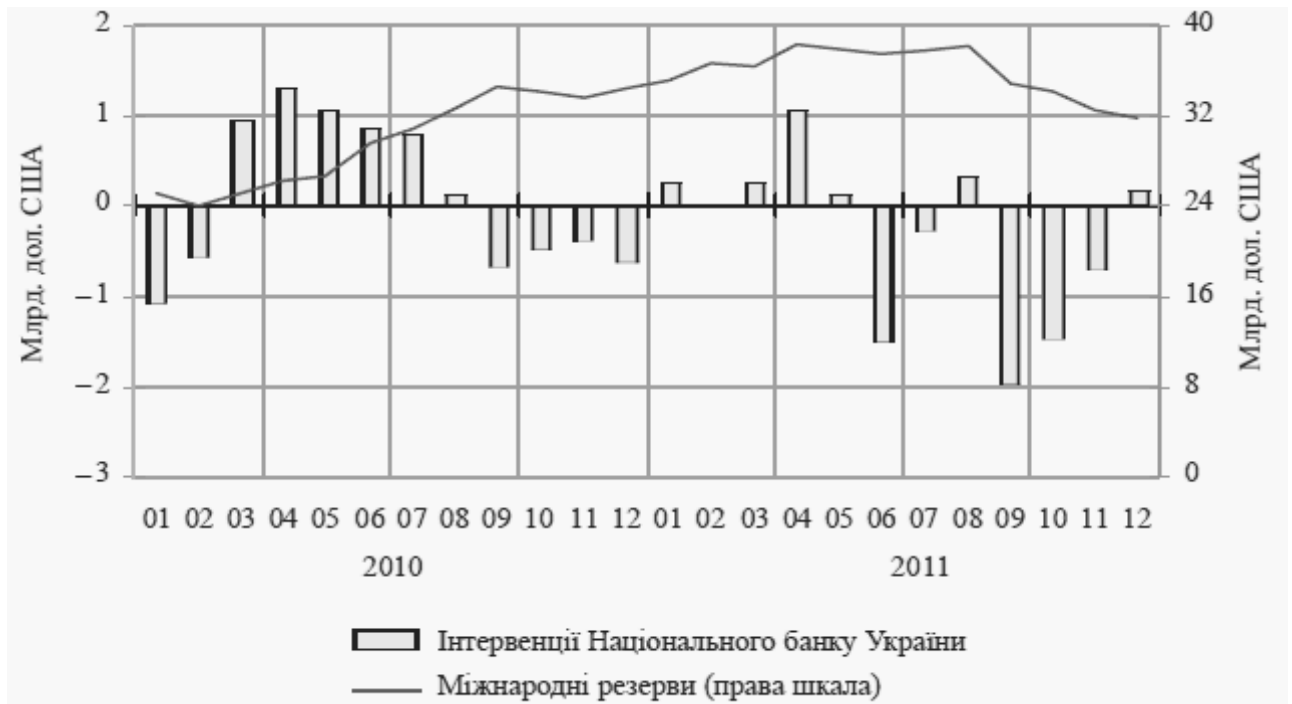


Рисунок 2.19 – Міжнародні резерви та інтервенції Національного банку України
[139]

У 2011 році, як і раніше, міжнародні резерви зберігались на рахунках банків-кореспондентів, а також у фінансових інструментах із довгостроковим кредитним рейтингом не нижчим, ніж рівень «А».

Контроль за кредитним ризиком забезпечувався шляхом встановлення кредитних лімітів банкам-контрагентам. Оптимальний рівень валютного та процентного ризиків забезпечувався шляхом диверсифікації міжнародних резервів. Більша частина коштів міжнародних резервів зберігалась у державних цінних паперах та на депозитних рахунках.

З метою забезпечення сталого функціонування фінансової системи України та своєчасного виконання державних зобов'язань, ліквідність міжнародних резервів підтримувалася на високому рівні завдяки вибору високонадійних контрагентів та державних облігацій, а також завдяки обмеженню запланованого

періоду інвестування та постійному моніторингу параметрів ліквідності резервних валют і фінансових інструментів.

У процесі управління міжнародними резервами Національним банком України використовувались такі основні фінансові інструменти, як цінні папери нерезидентів із фіксованою дохідністю та короткострокові депозити в іноземних банках.

Переважає частка монетарного золота Національного банку України зберігалася в сховищі Державної скарбниці, решту було розміщено у довгострокові депозити [177].

За 2011 рік Національним банком України отримано 591,3 млн. дол. США доходів від управління міжнародними резервами. Загальна середня дохідність операцій з управління міжнародними резервами за 2011 рік становила 1,7% порівняно з 1,4% у 2010 році.

Отже, на прями використання золотовалютного резерву переслідують такі цілі: продаж валюти на фінансових ринках для проведення грошово-кредитної політики, включаючи політику обмінного курсу [137], а також для здійснення витрат по операціях з іноземною валютою, монетарними металами, та іншими резервними активами. Закон не допускає використання золотовалютного резерву для надання кредитів і гарантій та інших зобов'язань резидентам і нерезидентам України. Золотовалютні резерви на сучасному етапі розвитку банківської системи використовувались, переважно, для підтримки курсу національної грошової одиниці, для чого здійснювався продаж Національним банком України іноземної валюти на міжбанківському валютному ринку України. Крім цього, зважаючи на дефіцит платіжного балансу, на стан якого значний негативний вплив мала світова фінансова криза, золотовалютні резерви України використовувались для його балансування.

Проводячи паралель між золотовалютними резервами і валютним регулюванням слід відмітити, що, Національний банк України адекватно реагував

на зміни у курсах вільноконвертованих валют та ризиках окремих фінансових активів забезпечуючи збереження та приріст золотовалютних резервів.

Але, в той же час, можемо зробити висновок щодо недостатньої ефективності диверсифікації валютних резервів, як інструмента валютного регулювання НБУ. В даному випадку, маємо на увазі той факт, що Національний банк України не витримував оптимальний розмір золотовалютних резервів в умовах нестабільності економіки. Детальний аналіз оптимального розміру резервів та відповідних дій Національного банку України розглянуто у 3 розділі, пункт 3.2.

Висновки до розділу 2

У другому розділі «Аналіз системи валютного регулювання у контексті циклічності фінансово-економічної кризи в Україні» досліджено антикризові заходи Національного банку України за період 2008–2012 рр., здійснено оцінку практичних підходів до валютного регулювання в умовах нестабільності економіки, визначено основні шляхи ефективного регулювання обмінного курсу гривні Національним банком України.

За результатами розділу зроблено наступні висновки:

1. Проведений аналіз за період 2008–2012рр.сприяв систематизації заходів антикризового валютного регулювання Національного банку України в конкретних часових лагах розвитку економічних подій (фазах кризи).Автором систематизовано періодичність протікання економічного розвитку в Україні в сучасних умовах нестабільності економіки та виокремлено фази економічної кризи.

2. На підставі проведеного аналізу автором визначено, що на початковій фазі економічної кризи (фаза 1) в Україні значення макроекономічних показників демонстрували динаміку зниження. З метою стабілізації ситуації Національний банк України запровадив комплекс заходів, спрямованих на нівелювання валютних дисбалансів і поліпшення загальних ринкових очікувань. Зменшенню валютних диспропорцій і підтримці національного виробництва сприяли нормативно-правові й економічні заходи. На першій фазі кризи одним з найбільш важливих важелів валютного регулювання виступали валютні інтервенції. Національний банк України адекватно реагував на зміни у курсах вільноконвертованих валют і ризиках окремих фінансових активів, забезпечуючи при цьому збереження золотовалютних резервів.

3. Друга фаза кризи характеризувалася зниженням основних макроекономічних показників, тому Національним банком України було прийнято ряд нормативно-правових норм задля згладжування кризових дисбалансів. Проводилося активне використання валютних інтервенцій, вперше було започатковано проведення валютних аукціонів на регулярній основі. На даному етапі просліджувалося значне скорочення золотовалютних запасів НБУ (майже на 5,0 млрд дол. США), що стало причиною фінансово-економічної кризи 2008 р. При цьому в Україні діяло більш жорстке регулювання експорту капіталу порівняно з досить ліберальним регулюванням його імпорту.

4. Встановлено, що на етапі відновлення економічного розвитку (фаза 3) динаміка кризового циклу у країні змінила траєкторію. Відбулося поліпшення значень макроекономічних показників. Основним завданням нормативно-правових та економічних заходів системи валютного регулювання даного періоду була стабілізація валютного ринку України. Задля врівноваження валютного курсу Національний банк України продовжував проводити валютні інтервенції, започатковано встановлення офіційного курсу гривні до долара США на рівні

середньозваженого курсу продавців і покупців на міжбанківському валютному ринку України за попередній робочий день з можливим відхиленням $\pm 2\%$.

5. Четверта фаза (лібералізація), яка розпочалася з червня 2010р., започаткувала новий етап економічного розвитку в Україні, особливо у валютних відносинах. Макроекономічні показники покращувалися, тому Національний банк України поступово зменшував втручання в економічні процеси. Основним завданням нормативно-правових заходів стала лібералізація валютного ринку, а економічні заходи були спрямовані на підтримку його розвитку.

6. У роботі встановлено, що проблема вибору ефективного валютно-курсового режиму набуває особливої актуальності для країн з трансформаційною моделлю економічного розвитку, в тому числі і для України. Пояснюється це тим, що з однієї сторони спостерігається макроекономічна невизначеність, а з іншої – обмеженість у виборі інструментів валютного регулювання. Слід відмітити, що при виборі режиму обмінного курсу необхідно враховувати його наслідки в довгостроковому періоді, адже валютний курс впливає не лише на експортно-імпорتنі операції та напрямки грошових потоків, а й на діяльність суб'єктів господарювання і життя громадян. Режим валютного курсу впливає на стан вітчизняного валютного ринку, визначає рух капіталу, міграцію робочої сили тощо.

7. Проведений аналіз впливу світової фінансової кризи на стан валютно-курсової політики в Україні, а також аналіз підходів регулювання обмінного курсу гривні Національним банком України у період економічного спаду виявив як позитивні моменти антикризових дій Національного банку України, так і недоліки з проблемними питаннями у сфері валютного регулювання.

8. У дисертаційній роботі обґрунтовано, що платіжний баланс відіграє важливу роль у розробленні та реалізації валютної політики. Як модель зовнішньоекономічних зв'язків країни він дає ґрунтовну інформаційну базу для оцінки стану та перспектив розвитку валютних відносин. Зокрема, рівень та

динаміка його збалансованості за звітний рік дають можливість визначити причини погіршення кон'юнктури валютного ринку та курсу національної валюти у відповідному році та ймовірну динаміку їх на перспективу.

Основні положення даного розділу дисертації опубліковані в роботах [78, 96, 97, 99].

РОЗДІЛ 3

ВДОСКОНАЛЕННЯ СИСТЕМИ ВАЛЮТНОГО РЕГУЛЮВАННЯ В УКРАЇНІ У
КОНТЕКСТІ ФІНАНСОВОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ ЕКОНОМІКИ

3.1. Розробка гібридної динамічної моделі прогнозування оптимального валютного курсу в системі антикризового валютного регулювання

Прогнозування валютного курсу є досить важливою фінансовою проблемою, яка в сучасних умовах нестабільності економіки привертає все більшу увагу через складність практичного застосування [113]. У дисертаційному дослідженні порівнюються три моделі прогнозування обмінного курсу – регресія, спрощений алгоритм та ІМАКС (інтегрована модель авторегресії – ковзної середньої – модель та методологія аналізу часових рядів, інколи називають моделлю (чи методологією) Бокса-Дженкінса).

Основна увага у даній роботі зосереджена на пошуку найкращої моделі для прогнозування обмінного курсу на основі середньоквадратичної похибки (СКП). Необхідно підкреслити, що використання тільки одного методу прогнозування призводить до втрати цінної інформації, що міститься у відхиленому прогнозі, тому жоден метод окремо не є досконалим і точним. Пропонуємо поєднати вищезазначені методи з найнижчою середньоквадратичною похибкою. Емпіричні результати показують, що запропонований метод досконаліше, аніж звичайні прогнозування моделей.

Слід зазначити, що на валютний курс впливає багато кореляційних економічних, політичних і навіть психологічних факторів, які взаємодіють дуже складним чином. Валютний курс демонструє високу волатильність і складність, які є результатом невловимого ринкового механізму [76].

Порівнюючи останні валютні кризи, спостерігаємо тенденцію до все більш глибоких економічних потрясінь, ніж у минулому. У сучасних умовах з високою мобільністю капіталу, навіть невеликі зміни в міжнародному розподілі у країнах з економікою, що розвивається, призводять до дуже значних коливань потоків капіталу. Раптове скорочення цих потоків, у свою чергу, підсилює обмінний курс, коригує процентні ставки та дисбаланси економічні процеси [82].

Відомо той факт, що структурні макроекономічні моделі переживали важкі часи у створенні зразка прогнозів курсів валют.

Слід зазначити, що існує величезна кількість емпіричної літератури про передбачуваність обмінних курсів з використанням структурних макроекономічних моделей за останній період. Загальним висновком цієї літератури є те, що обмінний курс досить важко прогнозувати на короткі терміни, хоча існують деякі свідчення щодо передбачуваності на довгострокові терміни [81]. Тому, ми використовуємо різні моделі для прогнозування валютних курсів. Обидві структурні і часові серії моделей використовуються для того, щоб оцінити, яка з цих моделей має свої переваги в плані зразка прогнозованих результатів [92].

Сучасні науковці використовують широкий спектр доступних методів прогнозування. Вони варіюються від неформально якісних методів до більш складних кількісних методів. Загалом, прогнозисти використовували різні методи, визнаючи, що деякі працюють краще ніж інші в залежності від характеру вхідних даних [109].

Якісні методи прогнозування покладаються на судження про майбутнє. Ці методи часто відносяться до суб'єктивних або неекстраполяційних підходів. До того ж, до їх відносно невеликої залежності від чисел, ці методи часто не забезпечують точної специфікації, що лежить в основі припущень.

Суб'єктивні ж підходи, як правило, працюють найкраще, коли фонові умови швидко змінюються. Тобто коли економічні, політичні чи адміністративні умови

постійно змінюються, а кількісні методи не можуть привернути важливу інформацію про фактори, які можуть змінити історичні закономірності.

Отже, зупинимось детальніше на кількісних методах прогнозування. Кількісні методи змінюються згідно числових даних, а також зосереджують увагу на припущення і процедури, які використовуються для створення прогнозів. Зрештою, кількісні методи також визначають похибку в прогнозах, забезпечуються показником ступеня невизначеності.

Існують два основних види кількісних методів прогнозування. Першим з них є підхід часових рядів, який складається з великої кількості методів, які зазвичай використовують минулі тенденції задля проектування майбутніх коливань.

Другий – загальний підхід, в той же час, включаючи дані часових рядів, будує причинно-наслідкові моделі, які використовують змінні величини, що впливають на рівень окремого значення [92].

Слід окремо зупинитися на часових рядах та виявити їх основні властивості. Отже, часовий ряд являє собою послідовність спостережень, які відсортовані за часовим критерієм. Якщо спостереження за явищем зроблено протягом певного періоду часу, воно більш чутливе для відображення даних у порядку їх виникнення, особливо після того, як послідовне спостереження, ймовірно, буде залежним від нього. Часові ряди найкраще розміщуються в точковій діаграмі. Час називається незалежною змінною і зображується на горизонтальній осі.

Розглянемо два види даних часових рядів:

- безперервні дані, де у нас є спостереження у кожен момент часу. Позначимо їх за допомогою спостережень X в момент часу $t - X_t$;
- дискретні дані, де ми маємо спостереження через певні проміжки часу (як правило, регулярно). Позначимо це як X_t [98].

Слід окремо зосередити увагу на компоненти часових рядів. Одною з цих основних ознак є трендовий компонент. Тренд – це довгостроковий рух у вигляді

тимчасового ряду. Це основні напрямки (тенденція вгору або вниз) і швидкість зміни часового ряду, коли для інших компонентів була зроблена поправка. Даний факт може бути корисним для трендової моделі, використовуючи прямі лінії, поліноми і т.д.

Іншою головною ознакою є циклічний компонент. У щотижневих або щомісячних даних, циклічний компонент описує будь-які регулярні коливання. Це несезонний компонент, який змінюється в упізнаваному циклі.

Наступною ознакою є сезонний компонент, який часто називають сезонністю, це компонент зміни часових рядів, який залежить від пори року. Він описує будь-які регулярні коливання з періодом менше одного року. Ми зацікавлені в порівнянні сезонних ефектів протягом багатьох років, з року в рік.

Четвертою головною ознакою є нерегулярний компонент (або «спрощений алгоритм»). Нерегулярний компонент – це те, що залишилося, коли інші компоненти ряду (трендовий, сезонний і циклічний) були враховані.

Розглянемо прогнозування часових рядів. Тайм-серії можуть бути представлені у вигляді кривої, яка розвивається з плином часу. Прогнозування часових рядів означає розширення історичних значень у майбутньому, де вимірювання ще не доступні. Існують деякі тонкощі у визначенні прогнозів часових рядів. Згрупування значень відповідно до певного періоду (наприклад, місяць) називається скупченням часових рядів [98].

Існує велика кількість підходів щодо часових рядів, які використовуються в прогнозуванні:

1. «Наївне» прогнозування. «Наївна модель» прогнозування просто приймає значення доступне в момент t таку ж кількість доступних в момент $t - 1$ (також відомо як випадковий підхід).

$$F_t = A_{t-1}, \quad (3.1)$$

де F_t – прогнозування в момент часу t ;

A_{t-1} – фактичним значенням у момент $t-1$.

«Просте прогнозування» часто використовуються, коли ряд даних непередбачуваний. Також використовується в експертних прогнозуваннях в якості відправної точки [11].

2. Регресивна модель. Регресивний аналіз є концептуально простим методом для дослідження функціональних зв'язків між змінними. Зв'язок виражається у вигляді рівняння або моделі, що зв'язує змінну (Y) і одну або більше незалежних змінних (X) [11].

Розглянемо лінійну та нелінійну регресії. Лінійна регресія моделює залежність між двома змінними шляхом установки лінійних рівнянь із спостережуваними даними. Одна змінна вважається незалежною змінною, а інша вважається залежною змінною.

Лінійна регресія має рівняння виду

$$Y = a + bX, \quad (3.2)$$

де X – незалежна змінна;

Y – залежна змінна;

b – нахил лінії;

a – перехват (значення y при $x = 0$) [11].

Загалом, мета лінійної регресії – знайти лінію, що найкраще прогнозує відношення значення Y від X . Лінійна регресія відображає це шляхом знаходження лінії, яка мінімізує суму квадратів вертикальних відстаней точок від лінії [11].

Слід розглянути інші форми нелінійної регресії [19].

1. Експоненціальна регресія:

$$f(x) = ae^{bx} \quad (3.3)$$

2. Силова регресія:

$$f(x) = ax^b \quad (3.4)$$

3. Логарифмічна регресія

$$f(x) = a \ln(x) + b \quad (3.5)$$

4. Квадратна регресія

$$f(x) = ax^2 + bx + c \quad (3.6)$$

5. Кубічна регресія

$$f(x) = ax^3 + bx^2 + cx + d \quad (3.7)$$

6. Поліноміальна регресія зі ступеню m :

$$f(x) = a_m x^m + a_{m-1} x^{m-1} + \dots + a_1 x + a_0 \quad (3.8)$$

Відзначимо, що точкові діаграми зазвичай використовуються для відображення та порівняння числових значень, таких як наукові, статистичні і інженерні дані. Ми повинні використовувати точкову діаграму, якщо хочемо змінити масштаб осі X , або зробити його логарифмічною шкалою. Можемо використовувати цей тип діаграми для [26]:

- відображення даних, які включають пари або згруповані набори значень. Можемо налаштувати незалежні шкали точкової діаграми, щоб показати більше інформації про згруповані значення.

- відображення схожості між великими наборами даних. Замість того, щоб показати відмінності між даними пунктами (дані – окремі значення, що відображаються у діаграмі представлені стовпцями, колонками, лініями, круговими сегментами, точками та іншими формами, які називаються маркерами даних. Дані маркери одного кольору утворюють серію даних), точкова діаграма може визначити цікаві подібності.

- порівняння великої кількості точкових даних без урахування часу. Чим більше даних, які включають у точкову діаграму, тим краще порівняння можемо зробити.


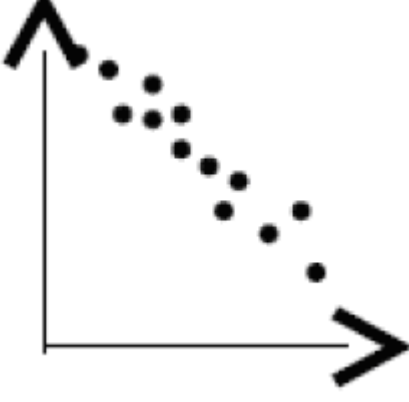
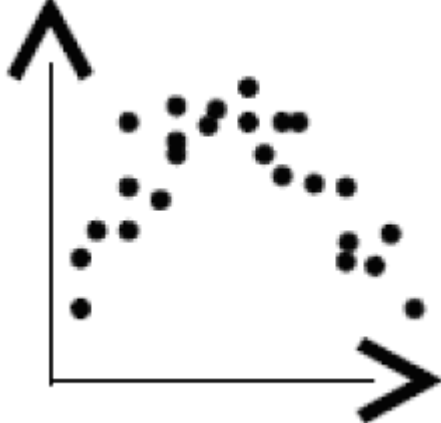

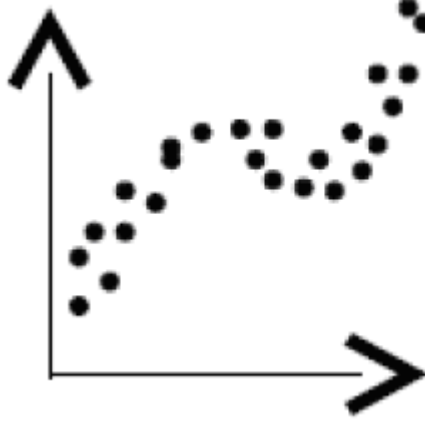
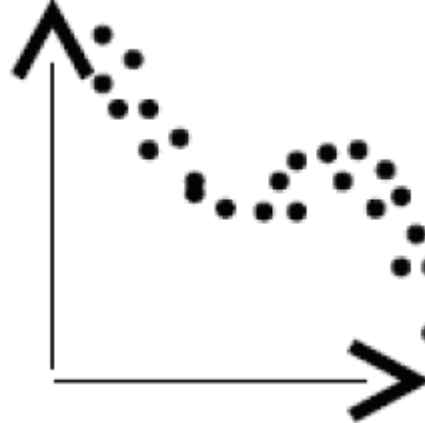
За формою точкової діаграми, ми можемо знайти відповідний тип регресії. Розглянемо деякі з загальних форм, що показані у табл. 3.1.

3. Модель ІМАКС – інтегрована модель авторегресії – ковзної середньої)

Процеси ІМАКС – це математичні моделі, які використовуються для прогнозування. Підхід ІМАКС, щодо прогнозування, заснований на наступних ідеях:

1. Прогнози засновані на лінійних функціях вибіркового спостереження;
2. Мета полягає в тому, щоб знайти найпростіші моделі, які забезпечують адекватний опис спостережуваних даних. Іноді називають принципом ощадливості.

Таблиця 3.1 – Типологія регресії за формою точкової діаграми

Відображення лінійної регресії	
	
Відображення квадратичної регресії	
	
Відображення кубічної регресії	
	

Кожен процес ІМАКС складається з трьох частин: авторегресійної частини (або AR), інтегрованої частини (або I), а також змінної середньої частини (або MA). Моделі часто використовуються в скороченому вигляді, як

$$ARIMA^{(p, d, q)}, \quad (3.9)$$

де p – описує частину AR ;

d – описує інтегровану частину;

q – описує частину MA .

AR – частина моделі, яка описує, як кожне спостереження є функцією від попереднього p спостереження. Наприклад, якщо $p = 1$, то кожне спостереження є функцією тільки одного попереднього спостереження. Тобто, матиме вигляд

$$Y_t = c + \phi_1 Y_{t-1} + e_t \quad (3.10)$$

де Y_t – спостережуване значення під час t ;

Y_{t-1} – попереднє спостережуване значення під час t ;

e_t – представляє випадкову помилку;

c та ϕ_1 – обидві є постійними.

Інші спостережувані значення ряду може бути включений у правій частині рівняння, якщо $p > 1$:

$$Y_t = c + \phi_1 Y_{t-1} + \phi_2 Y_{t-2} + \dots + \phi_p Y_{t-p} + e_t \quad (3.11)$$

I – частина моделі визначає спостережувані значення, моделюються безпосередньо в залежності чи є відмінності між послідовними спостереженнями.

Якщо $d = 0$, спостереження моделюється безпосередньо. Якщо $d = 1$, спостереження моделюється відмінностями між послідовними спостереженнями. Якщо $d = 1$, моделюються відмінності. На практиці, d рідко перевищує значення 2.

MA – частина моделі описує, як кожне спостереження є функцією попередніх q помилок. Наприклад, якщо $q = 1$, то кожне спостереження є функцією тільки однієї попередньої помилки. Тобто має вигляд:

$$Y_t = c + \Theta_1 e_{t-1} + e_t \quad (3.12)$$

В даному випадку e_t представляє випадкову помилку під час e_{t-1} , представляє попередні випадкові помилки при $t-1$. Інші помилки можуть бути включені в правій частині рівняння, якщо $q > 1$.

Поєднання цих трьох частин забезпечує різні напрями моделі ІМАКС. Є також ІМАКС процеси, призначені для обробки сезонних часових рядів, і векторних ІМАКС процесів, спрямованих на моделі багатомірних часових рядів. Інші варіанти дозволяють включення пояснювальних змінних.

ІМАКС процеси є популярними методами прогнозування, оскільки вони мають розвинену математичну структуру, за допомогою якої можна обчислити різні особливості моделі, такі як прогноз інтервалами. Це дуже важливі функції прогнозування, оскільки вони дозволяють прогнозу бути кількісним.

Пропонуємо розглянути оціночний прогноз. Моделі оцінюються з точки зору їх здатності прогнозувати майбутні економічні події, застосовуються у порівнянні ефективності прогнозування різних моделей.

Найбільш розповсюдженим засобом є середньоквадратична помилка (СКП) та квадратичне правило скорингу, яке вимірює середню величину помилки (КСКП) [25].

Рівняння для КСКП має вигляд:

$$RMSE = \sqrt{\frac{(A_t - F_t)^2}{n}}, \quad (3.13)$$

де A_t – реальна вартість в період t ;

F_t – прогноз значення в період t ;

n – кількість періодів, що використовуються для розрахунку.

Отже, квадратний корінь береться із середнього значення, коли з'являються помилки в квадраті, перш ніж вони усереднюються, КСКП дає відносно високе значення для більших помилок. Це означає, що КСКП є найбільш корисним, коли великі похибки є дуже небажаними.

КСКП може бути використаний для діагностики зміни помилки в наборі прогнозів. КСКП може варіюватися від 0 до ∞ . Це негативно орієнтовані оцінки: кращі низькі значення.

Розглянемо комбінацію моделей прогнозування.

Кожен раз, коли конкретний прогноз ігнорується, тому що не є найкращим варіантом прогнозування, цілком ймовірно, що цінна інформація, що міститься у прогнозі була втрачена.

У даному дисертаційному дослідженні замість вибору кращої моделі, ми збираємося об'єднати ці різні моделі для того, щоб отримати більш точну модель (з більш низькою СКП), ніж будь-який з окремих прогнозів.

Комбінована модель прогнозування являє собою зважене середнє з різних прогнозів. Різні методи були запропоновані для вибору значення цієї комбінації. Тут ми представляємо прийом, що використовує регресійний аналіз у визначенні значення.

Якщо ми намагаємося визначити портфель прогнозів, з тим щоб звести до мінімуму помилки прогнозу, оптимальний лінійний композитний прогноз буде наступного вигляду:

$$F^* = b_1 F(1) + b_2 F(2), \quad (3.14)$$

- де F^* – оптимальний поєднаний прогноз;
 $F(1)$ – перший індивідуальний прогноз;
 $F(2)$ – другий індивідуальний прогноз;
 b_1 – значення, виділене для першого прогнозу;
 b_2 – значення, виділене для другого прогнозу.

Значення буде розраховуватися за формулою регресії з минулим фактичним значенням, як залежними змінними і прогнозними значеннями для кожної окремої моделі в якості незалежних змінних. Зауважимо, що ця регресія не має перерваного терміну.

Отже, розглянемо тематичне впровадження даного моделювання. Щоб ілюструвати метод регресії для комбінації прогнозів, ми будемо застосовувати його до прогнозування обмінного курсу. Розглянемо часовий ряд даних у Додатку В [230] (використовували дані Національного банку України).

Всі зазначені дані носять щоденний характер. Набір включає валютний курс долара США у парі з українською гривнею та охоплює період часу з листопада 2008 по листопад 2012 року.

Використовуючи три вищезазначені методи прогнозування, отримали наступні результати, що подані у табл. 3.2.

Отже, з результатів проведених розрахунків бачимо, що «наївна» модель (СКП = 0,0187) і квадратична модель регресії (СКП = 0,2312) – найбільш точні методи прогнозування валютного курсу.

Тому, використовуючи виведену комбінацію методів (формула 3.14), отримаємо наступний результат гібридної СКП 0,0092.

Отже, зробимо висновок, дане дослідження розглядає три методи прогнозування валютного курсу. Жодна модель прогнозу не являється найкращою для цих даних. Замість цього, ми представили надзвичайно просту модель, засновану на поєднанні двох моделей з низьким КСКП.

Необхідно звернути увагу, що КСКП для комбінованого прогнозу краще, ніж для будь-якого індивідуального методу прогнозування. Спираючись на цей результат, можливо записати наступну систему рівнянь (формула 3.15)

$$\begin{cases} y_1 = -7E - 05x + 7,9965 \\ y_2 = 2E - 06x^2 - 0,0007x + 7,9824 \\ y_3 = -6E - 07x^3 + 0,0002x^2 - 0,0159x + 8,0525 \\ y_4 = -0,0692x + 8,1888 \end{cases} \quad (3.15)$$

Таким чином, розроблена гібридна динамічна модель визначення оптимального валютного курсу дає можливість не тільки оцінити наявну ситуацію на валютному ринку України, але й сформуванати аналітичну базу для створення адекватних прогнозних результатів.

Отже, на основі стохастичних змін зовнішнього середовища, органи державного регулювання здатні приймати виважені тактичні та стратегічні рішення відносно адекватного регулювання не тільки валютного ринку України, але й управління всієї фінансової системи.

Даний факт пов'язаний з синергетичний ефектом, який здійснює валютний курс на умови формування кон'юнктури фінансового і товарного ринків та рівень споживчого попиту населення.

Безумовно, стверджувати про однозначне слідування прогнозних значень валютного курсу на основі розробленої моделі є не зовсім коректно, оскільки можуть змінюватись не тільки внутрішні фактори впливу на модель, але і зміни зовнішнього середовища. Так, може змінитись політика держави відносно формування корзини валют та прив'язки до іншої валюти, паралельно з цим може

змінюватись рівень розвитку та стабільності економіки країни на валюту якої відбувається порівняння.

В той же час, наявність адекватно спрогнозованого та науково обґрунтованого оптимального рівня валютного курсу України надає можливість приймати ефективні управлінські рішення щодо інструментів регулювання валютного курсу та своєчасності їх застосування.

Дані особливості набувають особливої актуальності в умовах фінансової нестабільності та циклічності розвитку економічних процесів як в середині держави, так і на рівні світових економічних процесів.

3.2. Визначення оптимального рівня золотовалютних резервів як методу страхування від «раптової зупинки» припливу капіталу

Управління золотовалютними резервами країни є органічною складовою валютної політики центрального банку, що безпосередньо впливає на можливості ефективного використання ним основних інструментів валютного регулювання, зокрема таких, як девізна політика, установлення режиму валютного курсу, ревальвації та девальвації тощо [30].

Особливе місце в механізмі валютного регулювання займають золотовалютні резерви [31]. Ця особливість полягає в тому, що саме через них реалізується внутрішній зв'язок стану валютного ринку країни зі станом її національної економіки та забезпечується суто економічне регулювання валютної сфери.

Даний підрозділ дисертаційного дослідження розглядає питання оцінки оптимального рівня золотовалютних резервів з точки зору статистичної моделі, в

якій резерви впливають як на ймовірність так званого поняття «раптової зупинки», так і на витрати за рахунок зниження балансового ефекту доларизації.

Пропонуємо дослідити та обчислити оптимальний рівень золотовалютних резервів для України та для 27 країн, які взято у загальну вибірку за критерієм країн, що переживали періоди «раптової зупинки» притоку капіталу в системі валютного регулювання, з метою оцінки того, наскільки добре підготовлені дані країни до протистояння нестабільності економічних процесів та у порівняльному аспекті визначити відповідність резервів оптимальним значенням.

Оптимальні золотовалютні резерви формуються за умови, якщо центральні банки країн консервативно спроектують ці резерви, балансуючи очікуваною вартістю «раптової зупинки» проти альтернативної вартості резерву [44]. Отримані результати науковців без використання калібрування відповідно до спостережуваного рівня запасів не забезпечують апріорного підґрунтя для нашої концепції оптимального резерву.

Слід звернути увагу, що золотовалютні резерви центральних банків розвинутих країн перед сучасною світовою фінансовою кризою були, в середньому, близькими до оптимальних рівнів, в той же час, дані резерви у країнах, що економікою, що розвивається не був таким очевидним [47]. Тим не менш, переважали неоднорідності по регіонам з точки зору безпеки: Латинська Америка була ближче за всіх щодо оптимальних рівнів, в той час як запаси в країнах Східної Європи знаходилися нижче оптимального рівня, а ті, що знаходяться в Азії – вище рівня.

Отже, існують й інші мотиви для накопичення резерву: вважаємо, що відмінності між аналізованим резервом і оптимальним резервом пояснюються присутністю кредитора останньої інстанції, або показника, такого як наявність виробника нафти. Тим не менш, немає чітких доказів, що підтверджують так званий неомеркантилістський мотив для накопичення резерву.

Сучасні фінансові кризи як у країнах, що розвиваються, так і у розвинених країнах показують збільшення вразливості фінансових ринків і інститутів за останні три десятиліття.

Дана нестабільність, напевно, могла б частково пояснюватися хвилями фінансового дерегулювання та регулювання, у свою чергу остання веде до «гонки на виживання». У контексті іпотечної кризи було очевидно, що «тіньові банки» могли стати часткою позикових коштів шляхом (юридичної) відмови від правил, що застосовуються до банків, які захищені центральними банками – хоча вони в кінцевому підсумку були захищені центральними банками за принципом, що вони «занадто великі, щоб збанкрутувати».

Фінансова нестабільність була до недавнього часу проігнорована основними макроекономічними моделями. Останні події не залишають сумнівів, що фінансова нестабільність може призвести до глибоких переривань кредитних потоків, незважаючи на напружені зусилля для запобігання цього через стандартну макроекономічну політику. Зупинка видачі кредитів призводить до різкого скорочення оборотного капіталу та інвестиційних фондів, у результаті чого відбувається значна втрата обсягів виробництва і зайнятості.

Раптове, глибоке і багато в чому несподіване скорочення потоків міжнародного капіталу отримало назву «Sudden Stop» («Раптова зупинка»).

«Раптова зупинка» визначається як раптове уповільнення припливу капіталу і відповідно різкий поворот від великих дефіцитів рахунку поточних операцій до менших показників дефіцитів [100, 165].

Термін «раптова зупинка» був введений банкірами Рудігером Дорнбушем і Олександром Вернером. «Раптові зупинки», як правило, супроводжуються значним збільшенням реального обмінного курсу, який призводить у свою чергу до хаосу у країнах.

Незважаючи на численні офіційні заяви про необхідність знайти нову «фінансову архітектуру», особливо після раптового краху Азіатських Тигрів в

1997 році [62], мало що було зроблено для поліпшення стійкості ринків, що розвиваються проти «раптової зупинки». Це дало центральним банкам сильні стимули для самострахування шляхом накопичення міжнародних резервів. Стійкість резервів під час іпотечної кризи знайшла місце для перевірки стратегії самострахування, наприклад, частина такого регулювання під час кризи Lehman прийняла форму проїдання резервів.

Міжнародні резерви прийняли форму валютних державних зобов'язань, як правило, представляючи низьку прибутковість у порівнянні з іншими інвестиційними проектами відкритих для ринків, що розвиваються [70].

Таким чином, навіть якщо важко заперечувати актуальність накопичення резервів для ринків, що розвиваються від наслідків «раптової зупинки», сучасні запаси і продовження тенденції до більшого накопичення золотовалютних резервів, починають піднімати питання чи ця стратегія самострахування вже досягла точки зниження граничного доходу [68].

У дисертаційному дослідженні розглядається питання оптимального рівня золотовалютних резервів з точки зору статистичної моделі, в якій резерви впливають як на ймовірність «раптової зупинки», так і на супутні витрати.

З іншого боку, альтернативна вартість міжнародних резервів передбачається рівним розповсюдженням державних облігацій за відсотки, отримані від золотовалютних авуарів.

Основні результати дослідження показують, що надмірне накопичення резервів на ринках, що розвиваються, не є очевидним. З 27 розглянутих нами країн з економікою, що розвивається тільки 10 показують золотовалютні резерви, які були вище, ніж відповідний оптимальний рівень до світової фінансової кризи.

Мотиви для відхилення від оптимальних рівнів міжнародних резервів пов'язані з мотивом обережності. Деякі з емпіричних даних представлені нижче припускають, що країни-експортери нафти можуть утримувати резерви на

надлишкових рівнях, базуючись на мотивах обережності, можливо, в якості інструменту для інтертемпоральних трансфертів нафтових ресурсів.

Також, сприйняття страхування типу кредитора останньої інстанції може пояснити відхилення від оптимальних рівнів резервів типу мотиву обережності.

Істотне збільшення міжнародних резервів у деяких країнах з ринками, що розвиваються після випадків «раптової зупинки», мотивували відродження зацікавленості в моделях, що пов'язують міжнародні золотовалютні резерви з мотивами обережності.

Незважаючи на те, що джерело потрясінь може тепер бути різним, концепція володіння міжнародними резервами з причин обережності не нова. Дана концепція була проаналізована Хеллером [85], який мотивував необхідність володіння резервами шляхом введення стресів відносно торгового балансу, наприклад, падіння зовнішнього попиту на експорт країн – хоча його структура може згладити будь-який зовнішній дисбаланс.

Робота Хеллера одна з перших визначила кількість оптимального рівня резервів для великої групи країн шляхом визначення урегулювання витрат від зовнішніх дисбалансів, які не можуть бути задоволені резервами по відношенню до вартості резервів.

Інша група моделей щодо золотовалютних авуарів з'явилася пізніше і базується на стохастичних інвентаризаційно-теоретичних структурах, запозичених з установок моделювання грошових активів (таких, як Міллер і Орр).

Одними з першопрохідців у цьому напрямку були Френзель і Йованович, які розглядали резерви як резервний запас для розміщення стохастичних коливань у зовнішніх операціях. У випадку зростання регулювання витрат i , коли запаси досягають нижньої межі, то оптимальним буде утримати рівень резервів, який може впоратися з волатильністю зовнішніх транзакцій і уникнути такого регулювання.

У цій конфігурації, оптимальні запаси являються функцією коригування витрат і волатильності приросту Вінера у процесі резервування. Емпіричні зміни, як і у Флуда і Маріона, покращилися й у Френкель і Йованович шляхом більш точного вимірювання волатильності резерву [94].

Зовсім нещодавно, науковець Лі, базуючись на теорії ціни опціонів, оцінював оптимальний рівень міжнародних резервів за умови, що загальна вартість страхування еквівалентна сумі короткострокового зовнішнього боргу, необхідного для попереджувальних факторів.

Передбачаючи, що цей загальний рівень страхування буде досягнутий частково за рахунок ринкового страхування і частково самострахування, тобто накопичення резервів, він отримує рівні оптимального самострахування для розвинених країн.

Використовуючи дану стратегію в якості орієнтира, він протиставляв існуючі рівні резервів в країнах, що розвиваються, тим країнам, економіки яких розвинені, покриваючи близько 50 відсотків короткострокового зовнішнього боргу за рахунок накопичення резервів. Лі вважав, що для груп країн з ринками, що розвиваються, надлишкові резерви нараховують до 17 відсотків ВВП. Лі пояснює це слабкістю інституційного розвитку і довірою до політики в країнах, що розвиваються.

Дулі, Фолкерц-Ландау і Гарбер дотримуються іншої думки і слідують сучасному меркантилістичному підходу щодо накопичення міжнародних резервів як частини стратегії розвитку, в якій резерви виступають в якості застави для заохочення прямих іноземних інвестицій.

Тим не менш, Айзенман і Лі підтримують той факт, що хоча меркантилістичні ефекти є значними, вони мають менший вплив відносно змінних, пов'язаних з застережувальними ефектами (такими, як показники кризи) у визначенні рівня резервів.

Знову фокусуючись на застережувальному підході, Джин та Рансьєр у 2006 році передбачали сучасну мотивацію для накопичення міжнародних резервів шляхом побудови моделі, яка включає в себе користь володіння міжнародними резервами у підтриманні внутрішнього споживання в періоди «раптової зупинки» в потоках капіталу [94].

Для того, щоб отримати емпіричні оцінки оптимальних резервів вони обчислюють очікувані витрати, пов'язані з «раптовою зупинкою» шляхом оцінки «пробітної моделі» ймовірності «раптової зупинки», на основі набору макроекономічних змінних, і беручи повноваження за витрати «раптової зупинки». За допомогою цих очікуваних витрат, виміру можливості затрат фонду резервів, розрахунку середнього розміру інверсій рахунку операцій з капіталом, та припущення ступеня ризику уряду, вони отримують рівень оптимальних резервів для середньостатистичної країни.

Однак, при переході на регіональні середні показники, вони оцінюють оптимальний рівень запасів для кожної країни, встановлюючи розмір «раптової зупинки» до його середнього значення в кожному регіоні, зберігаючи витрати «раптової зупинки» постійною.

Хоча їх модель корисна як інструмент, що стабілізує внутрішнє споживання, їх підхід не враховує роль резервів ані у впливі на ймовірність раптової зупинки, ані на вартість кризи.

Визнаючи, що розмір витрат на «раптову зупинку» був більшим в Азії, ніж ті, що використовували Жан і Рансьєр у 2006 році, і що ці країни стикалися з меншим розподілом, Руїз-Арранц і Заваджил могли б пояснити значну суму різниці між рівнями спостережуваних і оптимальних запасів. Однак, за їхніми оцінками, вони використовують як ймовірність «раптової зупинки», так і витрати на кризу екзогенними.

Гонсалес у 2007 році розширив структуру Жана і Рансьєра, включивши покриття зняття доларового депозиту під час «раптової зупинки», як додаткового

елементу для розгляду під час вибору оптимальних резервів, і припускав, що банки підбирають до їх власних резервів еквівалент доларових депозитів від нерезидентів, але тільки частку доларових депозитів у руках резидентів, забезпечуючи додаткову роль для накопичення резервів урядом. Тим не менше, ця структура не включає ні ролі для резервів, ні ймовірність впливу «раптової зупинки» чи вартості кризи.

Наскільки нам відомо, одними з небагатьох досліджень про оптимальні резерви, які включають міжнародні резерви у визначенні ймовірності кризи, є дослідження Гарсія і Сото, які використовують відношення резервів до короткострокових зобов'язань в своїх оцінках.

Вони дають підстави для цього, заявивши, що великі обсяги міжнародних резервів могли б означати, що країни уникають дорогої ліквідації активів. Вони продовжують оцінювати оптимальні резерви для групи з чотирьох азіатських країн і Чилі, в рамках альтернативних припущень про витрати на кризу, від 5% до 15% від ВВП. Крім того, вони ставлять питання, чи витрати на кризу мають бути на поточних рівнях запасів, щоб вважатися оптимальними.

Тим не менш, механізм, при якому накопичення резервів працює задля зниженні ймовірності «раптової зупинки» точно не визначений, і показники зовнішніх зобов'язань – фактор, який може вважатися актуальним в плані накопичення резервів, виявляється незначним у їх оцінках.

Крім того, технічні характеристики оптимальних резервів не покладаються на оцінки детермінантів вартості кризи, в тому числі міжнародних резервів, а, скоріше, спираються на аналіз чутливості до альтернативних розмірів витрат на кризу.

Науковець Джин також розглядав міжнародні резерви як детермінант ймовірності кризи, але вважає, що, хоча вони дійсно допомагають у зниженні ймовірності валютної кризи, вони не спричиняють істотного впливу на ймовірність «раптової зупинки».

Дане наукове дослідження ґрунтується на вищезазначених підходах, зсилаючись на «раптові зупинки» і пропонує наступні внески та вдосконалення: ендогенізуємо як ймовірність «раптової зупинки», так і втрати від кризи за допомогою емпіричних моделей, пов'язаних з ефектами балансів.

Більш того, надаємо обґрунтування для включення міжнародних резервів у визначення ймовірності «раптової зупинки», також як і затрати, так як запаси формують інструмент, який компенсує потенціал ефектів балансу, що впливає з вітчизняного зобов'язання доларизації (ВЗД).

У цьому сенсі, детермінанти ймовірності кризи - в тому числі міжнародні резерви – і самі по собі є детермінантами вартості кризи. Такий підхід повністю узгоджується з теоретичними основами, розробленими Дурду та Мендосом у 2007 році, які стверджують, що накопичення іноземних активів виправдано оптимальним самострахуванням у зв'язку з ризиком ендогенної «раптової зупинки» в країнах із зобов'язаннями доларизації і додаткових обмежень. В їх моделі застережливий попит на іноземні активи бере до уваги те, що запаси іноземних активів змінюють ймовірність та величину «раптової зупинки» [94].

Ще однією перевагою нашого підходу є те, що замість вибору параметрів для калібрування умови першого порядку, підбираємо середні дані витрат і золотовалютних авуарів, беремо як ймовірність «раптової зупинки», так і функції витрат для конкретної інформації країни про їх детермінанти, засновані на емпіричних моделях [199].

Потім ми використовуємо нашу першочергову умову зібрати ці частини разом, без подальших припущень про параметри.

У певному сенсі, цей підхід щодо отримання оптимального рівня золотовалютних резервів є більш амбітним, і він не обов'язково буде «вписуватися» в дані. Тим не менш, припущення повинні бути зроблені у відношенні рівня страхування, яку центральні банки хотіли б використовувати при ухваленні рішення про оптимальний рівень резервів.

Отже, наша відправна точка ґрунтується на припущенні, що міжнародні резерви відповідають двом ключовим цілям.

З одного боку, вони можуть вплинути на ймовірність «раптової зупинки» у притоках капіталу. З іншого боку, вони можуть мати вплив на витрати, пов'язані з фінансовою кризою. У цьому випадку, центральному банку потрібно буде орієнтуватися на такий рівень міжнародних резервів, який порівнює вплив накопичення резервів на очікувані витрати «раптової зупинки» у відношенні до можливості витрат золотовалютних запасів.

Отже, розглянемо випадок, в якому грошово-кредитне регулювання мінімізує наступні функції витрат $L(R)$ [196]:

$$L(R) = P(SS = 1 / R) K (R / SS = 1) + \rho R, \quad (3.14)$$

де R – міжнародні резерви як частка продукції;

$P (SS = 1 / R)$ – ймовірність раптової зупинки, зумовленої резервами R ;

$K(R | SS = 1)$ – затратність виникнення раптової зупинки;

ρR – можливі витрати резервів, де ρ є відсотки від урядових облігацій, отримані від резервів.

Припустимо, що ймовірність раптової зупинки і витрати виробництва є функцією міжнародних резервів, тобто $P (SS = 1) = F (R)$ і $K (SS = 1) = K (R)$. У цьому випадку ми формально визначаємо оптимальні резерви (R^*), як:

$$R^* \equiv \arg \min_{R > 0} L (R) = F(R) K(R) + \rho R, \quad (3.15)$$

Будь-який варіант рішення повинен задовольняти умову першого порядку:

$$F'(R^*) K (R^*) + K'(R^*) F (R^*) + \rho = 0, \quad (3.16)$$

Для окремих випадків, в яких $F(R)$ виходить з оцінки пробіт-моделі, і вартісна функція $K(R)$ є лінійною у R , або:

$$F(R) = \int_{-\infty}^{aR} \frac{1}{\sqrt{2\pi}} e^{-t^2/2} dt, \quad K(R) = \phi R, \quad (3.17)$$

то рівняння (3.16) прийме вигляд:

$$\frac{\alpha\phi}{\sqrt{2\pi}} e^{-(\alpha R^*)^2/2} R^* + \phi \int_{-\infty}^{aR} \frac{1}{\sqrt{2\pi}} e^{-t^2/2} dt + \rho = 0, \quad (3.18)$$

яка визначає рівень оптимальних резервів R^* . Для того, щоб переконатися, що цей рівень запасів є оптимальним, умова другого порядку вимагає наступне:

$$\frac{\alpha\phi}{\sqrt{2\pi}} e^{-(\alpha R^*)^2/2} (2 - \alpha^2 R^{*2}) > 0 \quad (3.19)$$

яка припускає, що $\alpha < 0$ і $\phi < 0$, тому потрібно:

$$R^{*2} < 2/\alpha^2, \quad (3.20)$$

Емпіричні результати оптимальних резервів у відповідності з вищевказаною схемою потребує оцінки пробітної моделі, що описує вірогідність «раптової зупинки», а також як і моделі, що зв'язує витрати «раптової зупинки» з міжнародними резервами та іншими потенційно відповідними змінними.

Слід розглянути емпіричне оцінювання даної стратегії. Робота Кальво, Іскьердо і Мехія припускає, що внутрішні зобов'язання доларизації (ВЗД) (Domestic Liability Dollarization) [192] разом з можливими змінами у реальному ефективному обмінному курсі (РЕОК) після «раптової зупинки» – РЕОК [104], що зміг би привести дефіцит поточного рахунку до нуля – є ключовими

детермінантами ймовірності системної «раптової зупинки», захоплюючи потенційні ефекти балансів після кризи в іноземному фінансуванні [181].

Однак їх робота не розглядає потенційний вплив, який міжнародні резерви могли б мати в якості компенсації небезпеки, спричиненою ВЗД.

Для того, щоб дослідити цей потенціальний компенсуючий ефект, ми будемо спиратися на їх оцінки, але представляти поняття чистої ВЗД, яка віднімає запаси золотовалютних резервів від показників ВЗД.

Таким чином, ми оцінюємо пробіт типу [194]:

$$P(SS_t = 1) = \Phi(\alpha_0 + \alpha_1(1 - \omega_{t-1}) + \alpha_2(NetDLD_{t-1}) + X\beta + \sum_i \eta_i time_dum_i), \quad (3.21)$$

де системна раптової зупинки (PЗ) визначається як зниження потоків капіталу перевищуючи два стандартні відхилення нижче середнього, що збігаються зі сплеском регіонального розповсюдження (або «системної» PЗ) – це стандартний кумулятивний розподіл, чистий прибуток ВЗД представляє прибуток ВЗД за вирахуванням міжнародних резервів;

$(1 - \omega)$ являє собою зміну в ВЗД, що є результатом від припинення фінансування дефіциту поточного рахунку;

X являє собою набір контрольних змінних, таких як прямі іноземні інвестиції, портфельні інтеграції, умови зростання торгівлі, урядовий баланс, режим обмінного курсу, співвідношення $M2$ до резервів і зовнішнього боргу як частки ВВП;

$NetDLD$ - чистий дохід внутрішньої доларизації.

З метою скорочення потенційних ендегенних проблем, всі змінні відстають на один період. Використовуючи ту ж базу даних, що і в Кальво, Іскьердо і Мехія, яка охоплює 110 країн.

Слід звернути увагу на те, що коефіцієнт, супроводжуючий чистий прибуток ВЗД, є за оцінками значущим на рівні одного відсотка, перевіряючи релевантність міжнародних резервів у зниженні ймовірності «раптової зупинки».

Друга складова цього емпіричного підходу до визначення оптимального резерву вимагає оцінки функції вартості залежної від золотовалютних запасів. Можна було б стверджувати, що скорочення фінансування в іноземній валюті негативно впливає на підприємства, які мають заборгованість в тій же валюті, що призвело до зниження виробництва або призвело прямо до дефолту, як наслідок значного впливу балансу – може бути зменшений від надання кредитування центральним банком в іноземній валюті за рахунок використання раніше накопичених міжнародних резервів.

Насправді, ця політика була широко використана Бразилією з успішними результатами під час фінансової кризи у 2008 – 2009 роках. Оцінка такої функції витрат спочатку вимагає визначення виробничих витрат. Більшість підходів спрацьовує зосередившись на середньому падінні виробництва у зв'язку з наслідками кризи. Однак ці заходи не враховують відмінності щодо тренда, те, що вважаємо більш необхідним і що включаємо в наші оцінки нижче.

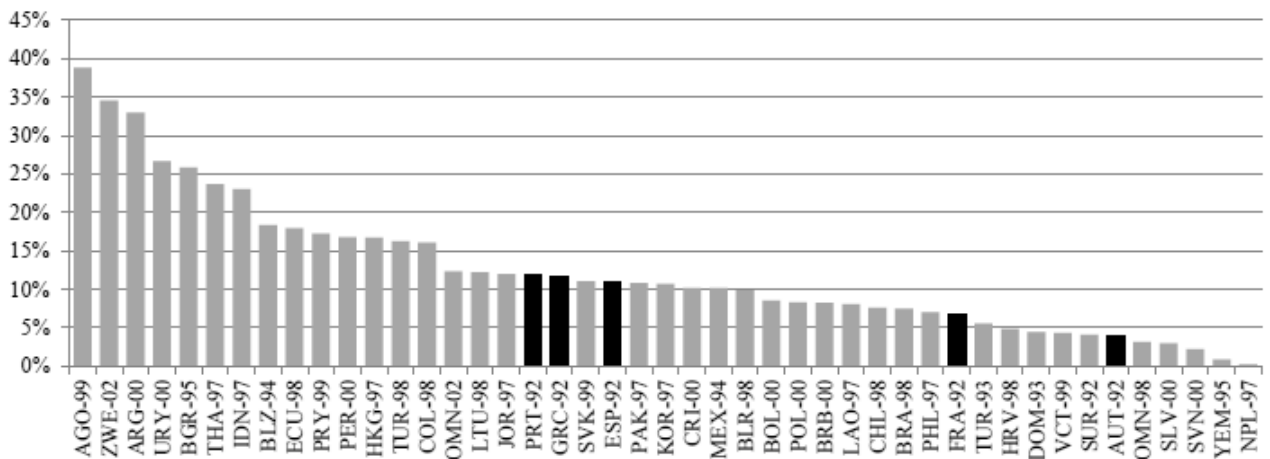
Пропонуємо діяти наступним чином: по-перше, для кожної країни, включеної в наше пробітне оцінювання; обчислюємо дисконтовані суми будь-яких суміжних негативних похибок, як різниця у відсотках між спостережуваними ВВП і його відповідним *HP* трендом (*HP* тенденція розраховується за період 1980-2010).

У всякому разі, ця методика має тенденцію недооцінення вихідних збитків, тенденція *HP* має тенденцію до падіння обсягів виробництва, а механічно, коли, по суті, лежать в основі факторів визначення виходу тенденції не можуть істотно розрізнятися. Ми використовуємо коефіцієнт дисконтування в розмірі 10%).

Для кожного етапу, позначимо T як період, що безпосередньо передує до падіння ВВП нижче тренда. За допомогою цієї інформації, ми потім вибираємо ті

етапи, в яких «раптова зупинка» відбувається раз в 3 роки з центром в точці T , так що обрані етапи відповідають падінням обсягів виробництва, які виникають після або під час «раптової зупинки» [203].

На рис. 3.2 представлений ряд витрат кризи для групи країн у нашій вибірці, що мали досвід «раптової зупинки». Він визначає 45 випадків, з виходом витрат в межах від 0,3 до 38,8 відсотка ВВП.



Чорним кольором виділено країни з розвинутою економікою

Рисунок 3.2 – Вихідні витрати системної раптової зупинки серед проблемних країн (складено автором)

З визначеними витратами виробництва, ми приступаємо до рівняння оцінки детермінантів цих витрат, використовуючи регресію типу:

$$K_{Ti} = \phi_0 + \phi_1 (1 - \omega_{T,i}) + \phi_2 (NetDLD_{T,i}) + X_{T,i} \gamma + \sigma ShockSize + \varepsilon_{T,i}, \quad (3.22)$$

де K_{Ti} – представляє виробничі витрати для країни;

i – Ці витрати вважаються вразливістю країни до «раптової зупинки»;

$NetDLD$ – чистий дохід внутрішньої доларизації;

$ShockSize$ – рівень потрясіння.

З емпіричної оцінки рівняння (3.21) і (3.22), тепер можна об'єднати їх разом, у визначенні оптимального рівня золотовалютних резервів. Враховуючи даний факт, ми використовуємо додаткові змінні:

$$\frac{\alpha_2}{\sqrt{2\pi}} e^{-A^2/2} B + \phi_2 \int_{-\infty}^A \frac{1}{\sqrt{2\pi}} e^{-t^2/2} dt + \rho = 0, \quad (3.23)$$

де

$$A = \alpha_0 + \alpha_1 (1 - \omega) + \alpha_2 (NetDLD) + X\beta + \eta, \quad (3.24)$$

$$B = \phi_0 + \phi_1 (1 - \omega_{Ti}) + \phi_2 NetDLD_{Ti} + X_{Ti} \gamma + \sigma ShockSize, \quad (3.25)$$

$$NetDLD = DLD - R^*, \quad (3.26)$$

де η – це приблизний коефіцієнт часу, який відображає глобальні фінансові умови;

R^* – оптимальний рівень резервів;

$NetDLD$ – чистий дохід внутрішньої доларизації;

DLD – дохід внутрішньої доларизації.

За допомогою рівняння (3.23) – (3.26) можна оцінити рівень оптимальних резервів, контролюючи при цьому інші фактори, що впливають як на ймовірність так і вартість «раптової зупинки».

Використовуючи приблизні параметри на основі бази даних Кальво, Іскьердо і Мехія [201, 202], ми обчислюємо оптимальний рівень міжнародних резервів станом на 2007 рік для 27 країн, що розвиваються (вказані в табл. 3.3), з метою оцінки того, наскільки добре підготовлені ці країни до протистояння світовій фінансовій кризі 2008 - 2009 років.

Таблиця 3.3 – Країни з кризовими економічними процесами

Азія	Латинська Америка	Європа	Інші
Китай	Аргентина	Україна	Єгипет
Індонезія	Бразилія	Болгарія	Нігерія
Корея	Чилі	Чехія	ПАР
Малайзія	Колумбія	Угорщина	
Філіппіни	Домініканська республіка	Польща	
Таїланд	Мексика	Румунія	
	Перу	Росія	
	Уругвай	Словаччина	
	Венесуела	Туреччина	

Оскільки існує багато дискусій про потенційно надмірне накопичення резервів навколо країн з ринками, що розвиваються, ми орієнтуємося на країни, які належать до ринку облігацій JP Morgan [198].

Останнім елементом для того, щоб обчислити оптимальні запаси в кожен момент часу є те, що хоча зміни конкретної країни, використані в обох пробітних і продуктивних витратах, оцінки можуть вибиратися для кожного моменту часу.

Крім того, слід визнати, що центральні банки можуть зіткнутися з невизначеністю у виборі між різними характеристиками ймовірності «раптової зупинки» (рівняння (3.21)) і вартості функції «раптової зупинки» (рівняння (3.22)).

З метою вирішення цих питань, припустимо, що центральний банк країни здійснює здорову політику шляхом мінімізації цільової функції, описаної в рівнянні (3.14) для найбільш консервативної моделі, тобто передбачається, що центральний банк країни зустрічається з невизначеністю моделі (де кожна модель визначається як трійка пробітного рівняння, вартості функції і певного розміру зовнішнього шоку) і вибирає оптимальні рівні резервів по найконсервативнішій моделі [200].

Слідуючи цьому підходу обчислюємо для кожної країни оптимальні резерви для комбінації пробітних оцінювань (3.14), (3.15) і (3.16) з табл. 3.3, і функції оцінених витрат (3.14) і (3.15) з параметрів Кальво, Іскьердо і Мехія, беручи до уваги максимальний розмір зовнішнього шоку в обох випадках. Ми тільки використовуємо це оцінювання, тому що всі інші оцінювання включають елементи контролю, які не є значними. Потім ми вибираємо комбінацію, яка дає більший рівень оптимальних резервів, який виявляється самим ощадливим.

У цьому стандартному випадку, чистий дохід внутрішньої доларизації (NetDLD) і потенційні зміни в реальному обмінному курсі при раптовій втраті у фінансуванні поточних рахунків залишаються ключовими факторами, що визначають вірогідність «раптової зупинки», а NetDLD і сальдо бюджету є ключовими факторами, що визначають вихід затрат «раптової зупинки». Цей оптимальний рівень запасів за 2007 рік потім порівнюється з даними спостережень (Додаток Г [231]). Оптимальні і спостережувані запаси резервів є, в середньому, в тій же величині для значної кількості країн.

Отже, середній запас міжнародних резервів в нашій вибірці до 2007 року складав 21% від ВВП, в той час як середній оптимальний рівень запасів складав 25,7% від ВВП.

Цей результат є не поганим, враховуючи, що, на відміну від інших досліджень, наша методологія не вимагає калібрування параметрів у відповідності до зразків. Тим не менш, слід визнати, що, хоча середні результати схожі, існує значна різниця між країнами.

Більше того, наші розрахунки показують, що надмірне накопичення резервів у країнах з ринками, що розвиваються не є очевидними [197]. Із 27 розглянутих країн з економікою, що розвивається тільки у 10 спостерігали резерви, які є вищими ніж їх відповідний оптимальний рівень. Що стосується азійських економік, ми вважаємо, що деякі країни, як Індонезія, Філіппіни і Корея є близькими до рівнів їх оптимальних резервів, у той час як інші країни, такі як

Таїланд, Малайзія, Китай, мали набагато більший рівень запасів ніж ті, які вважаються оптимальними.

Україна в цьому сегменті проявила себе як країна з середнім значенням реальних досліджуваних золотовалютних резервів, який склав 22%, але в той же час рівень оптимальних золотовалютних резервів майже в два рази вище, ніж реальний досліджуваний, - 48%.

Даний факт свідчить про те, що оптимальні золотовалютні резерви України є недостатніми - підвищується чутливість до економічних стресів, низький рівень самострахування.

У середньому, відхилення між спостережуваними резервами і оптимальними резервами є позитивним і еквівалентним 14 % від ВВП, що свідчить про перенакопичення. З іншого боку, ряд країн Латинської Америки (за виключенням Уругваю) лежать набагато ближче до 45 градусної лінії, показуючи оптимальні запаси спостережуваних рівнів (наприклад, у випадку Аргентини, Перу і Венесуели).

Фактично, розбіжність між аналізованими реальними і оптимальними резервами для країн Латинської Америки є в середньому негативною і еквівалентна 6 % від ВВП, в 2,3 рази менше за абсолютною величиною, ніж у своїх азійських колег.

Особливо цікаво відзначити, що Перу, з доларизованою економікою, володіє найбільшим рівнем запасів в регіоні. Однак, це може мати тлумачення як повної відповідності оптимальності резервів.

У випадку країн Східної Європи, бачимо, що, за винятком Росії, всі ці країни показують набагато нижчі резерви, ніж оптимальні. Дійсно, середня різниця між спостережуваними і оптимальними резервами є негативною, і еквівалентна до 17% від ВВП – майже в три рази більше по абсолютній величині, ніж у країнах Латинської Америки, означаючи низький рівень самострахування. Цей факт відкриває можливість для альтернативних пояснень, припускаючи, що присутність

Європейського союзу (ЄС) як де-факто кредитора останньої інстанції могли б пом'якшити необхідність самострахування.

Ще одна група може бути ідентифікована, де золотовалютні резерви перевищують оптимальні запаси, в таких країнах, як Росія і Нігерія, які є традиційними експортерами нафти. Країни-експортери нафти можуть накопичувати резерви для інших цілей.

Той факт, що деякі групи країн показують набагато більші, або набагато менші рівні резервів по відношенню до застережувальних оптимальних резервів, також інші мотиви обговорені вище, можуть впливати на розмір спостережуваних резервів.

У дослідженні вивчаємо чи є відхилення спостережуваних резервів і застережувальних оптимальних резервів пов'язане з політикою ЄС як останньої кредитної інстанції, чи є меркантилістичними цілями.

Вважаємо включити відхилення реального обмінного курсу від свого попереднього п'ятирічного періоду для того, щоб пояснити той факт, що країни з меркантилістським підходом, можливо, захочуть тримати агресивно-занижений реальний валютний курс, щоб збільшити експорт та далі накопичувати резерви.

Результати показують, що, дійсно, країни, які надмірно використовували кредитування ЄС схильні до володіння меншої кількості резервів щодо оптимального рівня. Коефіцієнт, що супроводжує заходи експортерів нафти виявляється позитивним і значущим, показуючи, що виробники нафти, як правило, накопичують більше резервів, ніж ті, які вважаються оптимальними з точки зору безпеки. Однак, повноваження для реального обмінного зміщення не виявляється значним.

У цілому, ці результати показують, що, в середньому, країни Латинської Америки і Азії були у кращому становищі в 2007 році, щоб витримати «раптову зупинку» по відношенню до країн Східної Європи [195]. До речі, результати узгоджуються з відносними показниками цих країн після фінансової кризи в

США в 2008 році, після чого Латинська Америка та Східна Азія вийшли неушкодженими, в той час як Східна Європа впала в глибоку рецесію.

З більш загальної точки зору, важливо відзначити, що наш аналіз порівнює оптимальний рівень жорсткої валютної ліквідності з міжнародними резервами. В цілому, при ухваленні рішення щодо валютних резервів центральні банки можуть розглянути альтернативні джерела, якщо криза ліквідності вдарить по економіці.

Наприклад, в декількох випадках банки можуть тримати значні резерви, щоб зустріти потенційне зняття доларових депозитів. Крім того, центральні банки можуть розраховувати на доступ до коштів з різних установ.

В даному контексті, дане міркування має особливе значення. Після фінансової кризи 2008 р., фінансові установи, зокрема МВФ, зайняли більш активну роль в якості кредиторів останньої інстанції через надання гнучких кредитних ліній (FCL), які повинні бути додані до міжнародних резервів фонду країни. Однак, щоб це відбулося, кредитні лінії повинні розглядатися як «постійно доступні» [193].

Статистичні дані дозволяють розширити оцінку адекватності міжнародних резервів до 2011 року. У цьому випадку, і по тому ж набору країн, пропонуємо обчислити оптимальні резерви, встановлені нашою методологією і порівняти їх з спостережуваними запасами (Додаток Г [231]).

На відміну від попередніх результатів, бачимо, що, за винятком Кореї, Малайзії і Таїланду, всі інші країни у нашій вибірці відображають менший показник ніж оптимальні резерви.

В Україні дана тенденція прослідковується також, спостережувані резерви залишаються відносно постійними, а що стосується запасів оптимальних резервів, то вони збільшилися майже на 10% (з 48% до 58%). Для пояснення даної тенденції, ми аналізуємо зміни у факторах ризику в аналізованих країнах в період між 2007 і 2011 роками.

Вважаємо, що всі фактори ризику зросли в Латинській Америці та Азії. У Латинській Америці, баланс поточного рахунку змінився з позитивного на негативний, у той час як середній баланс уряду погіршився. У разі Європи, спостережуване скорочення дефіциту рахунку поточних операцій по відношенню до поглинання ринкових товарів ($1 - \omega$ в нашій моделі) більш ніж компенсується погіршенням балансу державного бюджету та збільшення валової внутрішньої доларизації.

Одним з важливих факторів, які слід враховувати при впровадженні цих результатів є те, що наслідки глобальної фінансової кризи ще не розсіялися повністю [189]. Зокрема, більшість країн, що застосували антициклічні фіскальні політики, в більшості випадків, не були повністю реалізовані. Крім того, слабке посткризове зростання у розвинених країнах і, як наслідок, слабкий зовнішній попит сприяв погіршенню рахунку поточних операцій на ринках з економіками, що розвиваються.

Якщо ця глобальна постановка проблеми повинна була залишитися в середньостроковій перспективі, то результати вказують на необхідність поліпшення фінансового становища та розширення доступу до ліквідності, або через накопичення резервів та забезпечення доступу до міжнародних ресурсів.

Таким чином, підведемо підсумок, як ми вже згадували вище управління золотовалютних резервів є одним із основних методів валютного регулювання, якими користується Національний банк виконуючи свої завдання.

Мета управління міжнародними золотовалютними резервами країни полягає у забезпеченні максимальної ефективності їх використання. Досягнення цієї мети потребує від органів валютного регулювання аналізу та обґрунтованих дій за такими напрямками.

У дисертаційній роботі досліджено оптимальність міжнародних золотовалютних запасів у структурі специфічної складної моделі, в якій резерви зменшують ймовірність «раптової зупинки» та її супутніх витрат. Розрахункова

модель, яка передбачає, що центральні банки максимізують цільову функцію, яку наша модель використовує для обчислення оптимальних резервів, відкалібрована для порівняння рівнів спостережуваних резервів.

За аналізований період з моменту входження в зону нестабільності економічного розвитку та протягом перебування в її межах в Україні оптимальний рівень золотовалютних резервів був недостатніми, динаміка взаємозв'язку аналізованих значень золотовалютних резервів та їх оптимальних результатів менша майже в два рази.

Слід відмітити, що вибір політики оптимальних резервів згідно запропонованої моделі надасть країні більш точно визначати їх необхідний рівень для ефективного виконання макроекономічних функцій в кінцевому результаті (формальне забезпечення національної валюти, підтримку стабільності зовнішньої торгівлі, забезпечення виплат за державним і приватному зовнішнім боргом).

3.3. Система валютного регулювання НБУ в умовах подальшої трансформації економіки

Діюча система валютного регулювання в Україні за останні роки зазнала певного коригування, виходячи з реалій макроекономічного розвитку країни. Зокрема, розширено перелік операцій, що здійснюються на валютному ринку (з банківськими металами, ввезення в Україну та вивезення за її межі валютних цінностей уповноваженими банками, здійснення переказів та вивезення іноземної валюти фізичними особами за кордон), спрощено процедуру купівлі іноземної валюти [190]. Запроваджені заходи дещо розширили можливості роботи на валютному ринку його учасників та лібералізували потоки капіталу в іноземній валюті, проте з урахуванням прогресуючої динаміки економічних процесів (як

внутрішніх, так і зовнішніх) у попередні роки, потребували одночасного удосконалення в системі попередження виникнення валютних та кредитних ризиків [188].

Національний банк України в умовах нестабільності економіки застосовував спеціальні упереджувальні заходи щодо впливу іноземної валюти за кордон, тому проаналізуємо сутність і значимість даних заходів [56, 59, 159, 163, 164].

Отже, розглянемо заходи Національного банку України за період 2008 – 2012 рр.

Упродовж січня-вересня 2008 року вдосконалення норм валютного регулювання було спрямовано на оптимізацію функціонування міжбанківського валютного ринку України, взаємовідносин банків та їх клієнтів при здійсненні операцій з купівлі та продажу валютних цінностей, що дозволило Національному банку України запровадити у режимі реального часу моніторинг попиту та пропозиції іноземної валюти на міжбанківському валютному ринку України, забезпечити прискорення зарахувань за міжнародними трансакціями на рахунки одержувачів, спростити для фізичних осіб процедуру здійснення переказів валютних коштів за межі України та адаптувати до норм законодавства ЄС вимоги щодо переміщення валютних цінностей через митний кордон України [166-167].

Таким чином, для нейтралізації негативних наслідків світової фінансової кризи Національним банком України, починаючи з жовтня 2008 року, було прийнято низку постанов (табл. 3.4).

Починаючи з 04.11.2008р. встановлено обов'язковий п'ятиденний строк розміщення на окремому аналітичному рахунку балансового рахунку банку коштів клієнтів, призначених для проведення купівлі іноземної валюти з метою повернення за межі України іноземних інвестицій (доходів від них), що сприяло посиленню з боку банків контролю за такими операціями.

Таблиця 3.4 – Антикризові Постанови Правління Національного банку України 2008 року

Дата впровадження	Назва нормативного акту	Зміст антикризових заходів
11.10.2008р. №319	«Про додаткові заходи щодо діяльності банків»	НБУ заборонив дострокове закриття депозитів як фізичними так і юридичними особами, щоб припинити швидке вилучення коштів з вітчизняної банківської системи
23.10.2008р. №336	«Про внесення зміни до Положення про порядок та умови торгівлі іноземною валютою»	Уповноважені банки з метою здійснення контролю за відповідністю операції законодавству зобов'язані попередньо зарахувати кошти в гривнях на окремий аналітичний рахунок балансового рахунку 2900 «Кредиторська заборгованість за операціями з купівлі-продажу іноземної валюти, банківських та дорогоцінних металів для клієнтів банку». З цього рахунку кошти можуть бути перераховані для купівлі іноземної валюти в режимі T+5 днів, тобто виключно на шостий день з дня зарахування гривень на цей рахунок
04.12.2008р. №413	«Про окремі питання діяльності банків, спрямовані на упередження безпідставного впливу іноземної валюти за кордон, а також зниження негативних ринкових очікувань»	Спрямована на фінансове оздоровлення банків, їхнє діагностичне обстеження згідно визначених нормативів та врегулювання окремих питань у валютній сфері
18.12.2008р. №435	«Про функціонування безготівкового міжбанківського валютного ринку України»	Встановлено новий порядок функціонування міжбанківського валютного ринку України, яким введено заборону на здійснення банками спекулятивних операцій з іноземною валютою між собою, що сприяло обмеженню попиту на іноземну валюту

Водночас відповідно до постанови Правління Національного банку України від 18.12.2008р. №435 «Про функціонування безготівкового міжбанківського валютного ринку України» встановлено новий порядок функціонування міжбанківського валютного ринку України, яким введено заборону на здійснення

банками спекулятивних операцій з іноземною валютою між собою, що сприяло обмеженню попиту на іноземну валюту.

З метою підвищення прозорості валютних інтервенцій Національного банку України з грудня 2008 року започатковано проведення валютних аукціонів.

У рамках взятих Україною зобов'язань перед Європейським Союзом (ЄС) щодо спрощення процедури інвестування коштів резидентів України в країни ЄС вдосконалено порядок видачі Національним банком України індивідуальних ліцензій на здійснення інвестицій за кордон (Інструкція про порядок видачі індивідуальних ліцензій на здійснення інвестицій за кордон, затверджена постановою Правління Національного банку України від 16.03.1999 року № 122), зокрема в частині зменшення кількості документів, необхідних для отримання відповідної ліцензії, та скасування окремих вимог щодо їх оформлення.

На удосконалення системи регулювання експорту-імпорту позичкового капіталу та поліпшення моніторингу короткострокових зовнішніх запозичень уповноважених банків було спрямовано зміни, внесені до порядку отримання резидентами кредитів, позик в іноземній валюті від нерезидентів і реєстрації договорів, які набули чинності з 01.01.2008 року та згідно з якими, зокрема, було запроваджено реєстрацію договорів про одержання короткострокових кредитів уповноваженими банками від нерезидентів.

Щодо вжиття заходів упереджувального характеру, то в 2008 році в умовах розгортання світової фінансової кризи Національний банк України використовував широкий спектр відповідних інструментів та механізмів валютного регулювання експорту-імпорту капіталу.

Для обмеження короткострокових зовнішніх запозичень, які мали підвищену нестійкість і здатні внаслідок цього провокувати суттєві валютні дисбаланси, було тимчасово (з 01.08.2008р. по 13.10.2008р.) запроваджено 20-відсоткове резервування банками коштів за короткостроковими зовнішніми кредитами, депозитами зі строком, що не перевищував 183 доби.

Враховуючи подорожчання запозичень на зовнішніх ринках капіталу, що ускладнило підтримання банками їх обсягів на прийнятних умовах, з 27.10.2008 року обмеження щодо граничної вартості зовнішніх запозичень резидентів у іноземних валютах 1 групи Класифікатора іноземних валют та банківських металів застосовувалися лише для короткострокових кредитів, позик - не вище 11 % річних.

Розглядаючи дії Національного банку України у 2009 році, слід зазначити, що система валютного регулювання протягом звітного року була спрямована на стабілізацію валютного ринку, а саме було запроваджено заходи з удосконалення правил і процедур роботи на валютному ринку його учасників з одночасним удосконаленням механізмів контролю за проведенням валютних операцій (табл. 3.5).

Таблиця 3.5 – Антикризові Постанови Правління Національного банку України 2009 року

Дата впровадження	Назва нормативного акту	Зміст антикризових заходів
17.11.2009 р. № 678	Постанова НБУ «Про запровадження Національним банком України валютних аукціонів»	запроваджено відповідальність банків за використання не за призначенням іноземної валюти, купленої у Національного банку України під час проведення цільових валютних інтервенцій
28.02.2009 р. № 107 та №109	Постанова НБУ «Про внесення змін до деяких нормативно-правових актів Національного банку України та встановлення лімітів відкритої валютної позиції банку»	запроваджено нову методику розрахунку дотримання банками лімітів відкритої валютної позиції банків
14.08.2009 р. № 475	Постанова НБУ «Про внесення змін до деяких нормативно-правових актів Національного банку України	переглянуто порядок застосування заходів впливу за порушення цих лімітів
28.02.2009 р. № 108	Постанова НБУ «Про внесення змін до деяких нормативно-правових актів	обмежено виключно міжбанківським кредитуванням операції банків-резидентів з кредитування нерезидентів-позичальників

Продовження таблиці 3.5		
	Національного банку України»	
17.11.2009 р. № 678	Постанова НБУ «Про запровадження Національним банком України валютних аукціонів»	надано можливість розміщення іноземними інвесторами інвестиційних вкладів у гривні, отриманій ними від продажу іноземної валюти
24.12.2009 р. № 769	Постанова НБУ «Про внесення змін до деяких нормативно-правових актів Національного банку України та встановлення лімітів відкритої валютної позиції банку»	обмежено здійснення резидентами окремих валютних операцій капітального характеру за рахунок купленої іноземної валюти
30.04.2009 р. № 265	Постанова НБУ «Про внесення змін до деяких нормативно-правових актів Національного банку України	спрощено механізм купівлі іноземної валюти за операціями, пов'язаними з поверненням іноземних інвестицій
21.07.2009 р. № 16	Постанова НБУ «Про внесення змін до деяких нормативно-правових актів Національного банку України»	запроваджено торгівлю іноземною валютою за гривні на умовах «форвард» на міжбанківському валютному ринку України
19.08.2009 р. № 491	Постанова НБУ «Про внесення змін до Положення про порядок видачі резидентами індивідуальних ліцензій на переказування іноземної валюти за межі України з метою придбання облігацій зовнішніх державних позик України»	переглянуто порядок видачі індивідуальних ліцензій на переказування іноземної валюти за межі України з метою придбання облігацій зовнішніх державних позик України
15.10.2009 р. № 614	. Лист «Щодо постанови Правління Національного банку України»	відновлено граничні розміри вартості зовнішніх запозичень резидентів у вигляді кредитів, позик в іноземній валюті, які тимчасово не застосовувались у період з 27.10.2008 р. по 15.11.2009 р
пункту 2 розділу II Закону України від 23.06.2009 р. № 1533-VI	«Про внесення змін до деяких законів України з метою подолання негативних наслідків фінансової кризи»	запровадження порядку державної реєстрації Національним банком України іноземних інвестицій, удосконалення порядку здійснення іноземних інвестицій в Україну, а також порядку купівлі іноземної валюти за операціями щодо повернення іноземних інвестицій за кордон

Враховуючи поступове зменшення дефіциту іноземної валюти на міжбанківському ринку України, скасовано низку заходів, ініційованих для попередження безпідставного відпливу капіталу з України в умовах фінансової нестабільності, викликаній впливом світової фінансової кризи, а саме:

- заборону на купівлю іноземної валюти під оплату імпорту товарів без їхнього ввезення в Україну;

- обмежено суми переказів за межі України фізичними особами, а також суми купівлі іноземної валюти на міжбанківському валютному ринку України за дорученням фізичних осіб – резидентів і нерезидентів з метою переказу валютних коштів за межі України за поточними валютними неторговельними операціями.

Із урахуванням нестабільності міжнародних фінансових ринків та значних ризиків банкрутства окремих банківських установ інших країн, національна валюта яких не є вільно конвертованою, Національний банк України запровадив вимогу, відповідно до якої банк-резидент мав право тримати іноземну валюту І групи Класифікатора іноземних валют та банківських металів на кореспондентському рахунку «Ностро» в іноземних банках тих країн, валюта яких належить до І групи Класифікатора інших валют.

Для запобігання штучному завищенню обмінних курсів продажу готівкової іноземної валюти, а також для створення рівних можливостей щодо купівлі населенням іноземної валюти та з метою вдосконалення валютного контролю за проведенням операцій із купівлі та продажу готівкової іноземної валюти було внесено зміни до Інструкції про порядок організації та здійснення валютно-обмінних операцій на території України, згідно з якими запроваджено:

- вимогу щодо встановлення єдиних по системі банку і затверджених наказом голови правління банку (фінансової установи) курсів купівлі та продажу готівкових іноземних валют за гривні, які не можуть змінюватись протягом робочого дня;

- заборону на здійснення операцій із продажу іноземної валюти через касу банку (фінансової установи) одній особі в один операційний (робочий) день у сумі, що перевищує в еквіваленті 80 000 гривень;

- ідентифікацію клієнтів, які здійснюють валютно-обмінну операцію на суму від 50 000 до 80 000 гривень, при цьому копія сторінок паспорта залишається в документах дня банку під час здійснення операцій на суму, що перевищує 50 000 гривень;

- пряму заборону на стягнення банками комісійної винагороди під час здійснення операцій з купівлі-продажу готівкової іноземної валюти.

У 2009 році було запроваджено відповідальність банків за використання не за призначенням іноземної валюти, купленої у Національного банку України під час проведення цільових валютних аукціонів (Постанова Правління Національного банку України від 17.11.2009 р. № 678).

Крім того, Національним банком України у 2009 році було запроваджено комплекс заходів, спрямованих на стабілізацію функціонування валютного ринку України, зокрема:

- для збалансування валютної структури балансових вимог та зобов'язань банків запроваджено нову методику розрахунку дотримання банками лімітів відкритої валютної позиції банків (Постанови Правління Національного банку України від 28.02.2009 р. № 107 та № 109.) та переглянуто порядок застосування заходів впливу за порушення цих лімітів (Постанова Правління Національного банку України від 14.08.2009 р. №475);

- обмежено виключно міжбанківським кредитуванням операції банків-резидентів з кредитування нерезидентів-позичальників (Постанова Правління Національного банку України від 28.02.2009 р. № 108);

- із метою поліпшення інвестиційного клімату надано можливість розміщення іноземними інвесторами інвестиційних вкладів у гривні, отриманій

ними від продажу іноземної валюти (Постанова Правління Національного банку України від 17.11.2009 р. № 678);

– обмежено здійснення резидентами окремих валютних операцій капітального характеру за рахунок купленої іноземної валюти, зокрема під час виконання зобов'язань на території України або за нерезидентів-боржників, а також за гарантіями, за кредитами в іноземній валюті, на підставі індивідуальної ліцензії (Постанови Правління Національного банку України від 28.02.2009 р. № 108 та від 24.12.2009 р. № 769);

– спрощено механізм купівлі іноземної валюти за операціями, пов'язаними з поверненням іноземних інвестицій (у тому числі доходів, прибутків та інших коштів, одержаних іноземними інвесторами від здійснення цих інвестицій), що були здійснені іноземними інвесторами у цінні папери, включені до першого рівня лістингу на українських фондових біржах (організаторах торгівлі) (Постанова Правління Національного банку України від 30.04.2009 р. № 265);

– з метою хеджування уповноваженими банками та резидентами – суб'єктами зовнішньоекономічної діяльності ризику зміни валютного курсу до гривні з 26.10.2009 р. запроваджено торгівлю іноземною валютою за гривні на умовах «форвард» на міжбанківському валютному ринку України (Постанова Правління Національного банку України від 21.07.2009 р. № 16);

– для зниження тиску на платіжний баланс та запобігання непередбачуваному витрачанням золотовалютних резервів переглянуто порядок видачі індивідуальних ліцензій на переказування іноземної валюти за межі України з метою придбання облігацій зовнішньої державної позики України (Постанова Правління Національного банку України від 19.08.2009 р. № 491);

– виходячи з необхідності нейтралізації впливу нестабільності в зовнішньому фінансовому середовищі на стан валютного ринку, посилення контролю за динамікою та структурою валового зовнішнього боргу, відновлено граничні розміри вартості зовнішніх запозичень резидентів у вигляді кредитів,

позик в іноземній валюті, які тимчасово не застосовувались у період з 27.10.2008 р. по 15.11.2009 р. (Постанова Правління Національного банку України від 15.10.2009 р. № 614);

– на виконання пункту 2 розділу II Закону України від 23.06.2009 р. № 1533–VI «Про внесення змін до деяких законів України з метою подолання негативних наслідків фінансової кризи» передбачено запровадження порядку державної реєстрації Національним банком України іноземних інвестицій, удосконалення порядку здійснення іноземних інвестицій в Україну, а також порядку купівлі іноземної валюти за операціями щодо повернення іноземних інвестицій за кордон.

Основним завданням системи валютного регулювання в 2010 році була стабілізація валютного ринку України, поліпшення очікувань на ньому, сприяння розвитку міжнародних розрахунків та зниження рівня інфляції (табл. 3.6).

Таблиця 3.6 – Антикризові Постанови Правління Національного банку України 2010 року

Дата впровадження	Назва нормативного акту	Зміст антикризових заходів
25.08.2010 р. № 395	«Про скасування вимог щодо утримання банками, яким було надано кредитну підтримку, середньозваженого та середнього курсу гривні до долара США»	вимоги щодо утримання банками, яким було надано кредитну підтримку, середньозваженого курсу гривні до долара США за безготівковими операціями його купівлі-продажу на міжбанківському валютному ринку України, а також додержання середнього курсу гривні до долара США за операціями його купівлі-продажу на готівковому валютному ринку
14.12.2010 р. № 543	«Про визнання такими, що втратили чинність, постанов Правління Національного банку України»	Відновлено режим функціонування кореспондентських рахунків банків-нерезидентів у гривнях
14.12.2010 р. № 544	«Про внесення змін до нормативно-правових актів з питань торгівлі іноземною валютою»	Національний банк України оптимізував регуляторні норми, які мають вплив на операції на валютному ринку
22.10.2010 р. № 431	«Про внесення змін до постанови Правління	Встановлено вимогу щодо 20-процентного резервування банками у Національному банку

Продовження таблиці 3.6

	Національного банку України»	України коштів нерезидентів в іноземній валюті, розміщених у банках у вигляді кредитів, депозитів зі строками до 6 місяців
22.11.2010 р. № 504	«Про порядок проведення окремих операцій за кредитами, позиками, гарантіями в гривнях між резидентами України та Міжнародною фінансовою корпорацією (пілотний проект)»	врегульовано питання щодо порядку проведення через уповноважені банки розрахунків у гривнях між МФК та резидентами за договорами кредитування, гарантії
22.12.2010 р. № 572	«Про врегулювання питань щодо здійснення деяких валютних операцій»	комплексне внесення змін до нормативної бази регулювання валютних операцій, пов'язаних з інвестиційною діяльністю іноземних інвесторів на території України, для подальшого вдосконалення порядку проведення таких операцій

Для оптимізації торгівлі безготівковою іноземною валютою з 20 вересня 2010 року збільшено на 1 годину часові межі функціонування Системи підтвердження угод на міжбанківському валютному ринку України Національного банку України, що дало змогу уповноваженим банкам здійснювати купівлю-продаж безготівкової іноземної валюти як за дорученням клієнтів банків, так і з метою виконання власних зобов'язань з 10.00 до 17.00 години за київським часом.

Зважаючи на певну стабілізацію, що спостерігалася на міжбанківському валютному ринку України в 2010 році, Правлінням Національного банку України прийнято рішення:

1. Із 25.08.2010 р. скасувати (Постанова Правління НБУ від 25.08.2010 р. №395 «Про скасування вимог щодо утримання банками, яким було надано кредитну підтримку, середньозваженого та середнього курсу гривні до долара США») вимоги щодо утримання банками, яким було надано кредитну підтримку, середньозваженого курсу гривні до долара США за безготівковими операціями його купівлі-продажу на міжбанківському валютному ринку України, а також

додержання середнього курсу гривні до долара США за операціями його купівлі-продажу на готівковому валютному ринку;

2. Із 28.12.2010 р. відновити (Постанова Правління НБУ від 14.12.2010 р. №543 «Про визнання такими, що втратили чинність, постанов Правління Національного банку України») режим функціонування кореспондентських рахунків банків-нерезидентів у гривнях, встановлений розділом 4 Положення про відкриття та функціонування кореспондентських рахунків банків - резидентів та нерезидентів у іноземній валюті та кореспондентських рахунків банків-нерезидентів у гривнях (Затверджено постановою Правління Національного банку України від 26.03.1998 р. № 118 та зареєстровано в Міністерстві юстиції України 10.04.1998 р. за № 231/2671 (зі змінами)), тобто банкам-нерезидентам повернуто право здійснювати:

- розміщення міжбанківських депозитів у гривнях в уповноважених банках;
- власні операції з перерахування гривень на інший кореспондентський рахунок цього ж банку-нерезидента, відкритий в іншому уповноваженому банку;
- міжбанківські операції з іншими банками-нерезидентами через їх кореспондентські рахунки, відкриті в уповноважених банках.

З огляду на позитивні тенденції на міжбанківському валютному ринку України та враховуючи зобов'язання України за Меморандумом про економічну і фінансову політику з МВФ від 16 липня 2010 року Національний банк України оптимізував регуляторні норми, які мають вплив на операції на валютному ринку (Постанова Правління Національного банку України від 14.12.2010 р. № 544 «Про внесення змін до нормативно-правових актів з питань торгівлі іноземною валютою», зареєстрована в Міністерстві юстиції України 24.12.2010 р. за №1329/18624):

- встановлено право Національного банку України проводити інтервенції на міжбанківському валютному ринку України шляхом проведення з уповноваженими банками операцій купівлі-продажу безготівкової іноземної

валюти на умовах «своп» строком до трьох місяців. Запровадження такого заходу надасть можливість як клієнтам уповноважених банків, так і самим банкам здійснювати хеджування валютних ризиків;

– відновлено норму щодо використання купленої за гривні на міжбанківському валютному ринку України іноземної валюти (або обмінаної на іншу іноземну валюту) не пізніше як за десять робочих днів після дня її зарахування на поточний рахунок клієнта;

– відновлено норму, скасовану на початку 2009 року під час розгортання в Україні фінансової кризи, щодо можливості здійснювати купівлю безготівкової іноземної валюти на міжбанківському валютному ринку України для забезпечення виконання операцій, право на проведення яких надано індивідуальною ліцензією Національного банку України;

– скасовано вимогу щодо пред'явлення з метою купівлі безготівкової іноземної валюти акта цінової експертизи Державного інформаційно-аналітичного центру моніторингу зовнішніх товарних ринків, якщо загальна вартість послуг (робіт, прав інтелектуальної власності) за зовнішньоекономічним договором перевищує 100 000 євро;

– конкретизовано перелік документів, на підставі яких фізичні особи-нерезиденти здійснюють підтвердження джерел походження національної валюти з метою купівлі іноземної валюти за рахунок коштів на поточному рахунку в національній валюті;

– закріплено норму щодо здійснення обміну іноземної валюти в межах однієї групи Класифікатора іноземних валют та банківських металів (Затвердженого постановою Правління Національного банку України від 04.02.1998 р. № 34 (у редакції постанови Правління Національного банку України від 02.10.2002 р. №378, зареєстрованої у Міністерстві юстиції України від 24.10.2002 р. за №841/7129)., далі – Класифікатор (ця норма діяла на підставі

тимчасової Постанови Правління Національного банку України від 04.12.2008 р. № 413 «Про окремі питання діяльності банків»).

Зазначене обмеження не поширюється на операції, що здійснюються на міжбанківському валютному ринку та на міжнародних валютних ринках для забезпечення виконання договорів з імпорту, а також на міжнародних валютних ринках з купівлі іноземної валюти I групи Класифікатора за іноземну валюту інших груп Класифікатора.

У 2010 році Національним банком України було застосовано превентивний захід для обмеження припливу в банківську систему мінливого короткострокового капіталу. Для цього відновлено (Постанова Правління Національного банку України від 22.10.2010 р. № 431 «Про внесення змін до постанови Правління Національного банку України від 04.12.2008 р. № 413») вимогу щодо 20-процентного резервування банками у Національному банку України коштів нерезидентів в іноземній валюті, розміщених у банках у вигляді кредитів, депозитів зі строками до 6 місяців (вимога не поширюється на кошти, що залучаються на строк не більше одного робочого дня або під державні гарантії чи від міжнародних фінансових організацій, членом яких є Україна), згідно з Правилами резервування коштів за залученими уповноваженим банком депозитами і кредитами (позиками) в іноземній валюті від нерезидентів (Затверджені постановою Правління Національного банку України від 18.06.2008р. № 171, зареєстровані в Міністерстві юстиції України 09.07.2008 р. за №617/15308 (зі змінами)).

У комплексі заходів щодо сприяння кредитній підтримці реального сектору економіки України Національний банк України погодився із пропозицією Міжнародної фінансової корпорації (МФК) про запровадження нею на території України програми з надання резидентам кредитів та гарантій у гривнях. У зв'язку з цим Постановою Правління Національного банку України від 22.11.2010 р. №504 «Про порядок проведення окремих операцій за кредитами, позиками,

гарантіями в гривнях між резидентами України та Міжнародною фінансовою корпорацією (пілотний проект)» було врегульовано питання щодо порядку проведення через уповноважені банки розрахунків у гривнях між МФК та резидентами за договорами кредитування, гарантії.

З метою подальшого впровадження заходів щодо створення сприятливого інвестиційного клімату й активізації інвестиційної діяльності в Україні, Правлінням Національного банку України 22.12.2010 р. було затверджено Постанову № 572 «Про врегулювання питань щодо здійснення деяких валютних операцій», якою передбачається комплексне внесення змін до нормативної бази регулювання валютних операцій, пов'язаних з інвестиційною діяльністю іноземних інвесторів на території України, для подальшого вдосконалення порядку проведення таких операцій, а також приведення нормативних приписів у відповідність із Законом України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо стимулювання іноземних інвестицій та кредитування».

Зазначеною постановою зокрема передбачено:

– скасування вимоги щодо обов'язкового (п'ятиденного) строку розміщення на окремому аналітичному рахунку балансового рахунку банку коштів клієнта, які використовуються для здійснення купівлі іноземної валюти (передбачено планом заходів з лібералізації валютного ринку в рамках реалізації програми «Стенд-бай» між Україною та МВФ);

– максимальне спрощення вимог до пакета документів, який вимагається при репатріації дивідендів іноземним інвесторам;

– анулювання обов'язку щодо надання підтвердження повноти сплати податків з доходів іноземних інвесторів;

– удосконалення порядку повернення іноземних інвестицій за операціями щодо купівлі-продажу цінних паперів на українських фондових біржах.

У 2011 році заходи валютного регулювання спрямовувалися на досягнення пріоритетів грошово-кредитної політики, визначених законодавством України (табл. 3.7).

Таблиця 3.7 – Антикризові Постанови Правління Національного банку України 2011 року

Дата впровадження	Назва нормативного акту	Зміст антикризових заходів
13.04.2011р. №111	«Про внесення змін до деяких нормативно-правових актів Національного банку України»	здійснення арбітражні операції з іншими банками на міжбанківському валютному ринку України; здійснення власні операції в межах установлених лімітів відкритої валютної позиції без наявності зобов'язань; включення позабалансові вимоги та зобов'язання до розрахунку відкритої валютної позиції банків
11.08.2011р. №278	«Про затвердження змін до Інструкції про порядок організації та здійснення валютно-обмінних операцій на території України»	збільшено суму продажу готівкової іноземної валюти одній особі через касу банку протягом одного дня в еквіваленті з 80 000 гривень до 150000 гривень; банкам надано право купувати готівкову іноземну валюту в населення за кошти в національній валюті через банкомати
22.06.2011р. №205	«Про встановлення лімітів відкритої валютної позиції банку»	для уповноважених банків було встановлено ліміт загальної довгої відкритої валютної позиції – не більше 5% та ліміт загальної короткої відкритої валютної позиції – не більше 10%
22.06.2011р. №204	«Про внесення змін до деяких нормативно-правових актів Національного банку України»	зобов'язав банки щоденно дотримуватися лімітів відкритих валютних позицій; застосовував заходи впливу за порушення значення встановлених лімітів на щоденній основі; зобов'язав банки в разі перевищення встановленого ліміту загальної довгої відкритої валютної позиції продати суму такого перевищення не пізніше наступного банківського дня

Прогнозована ситуація на валютному ринку України давала змогу поетапно здійснювати його лібералізацію. Зокрема, в умовах збільшення пропозиції

іноземної валюти на ринку Національний банк України надав уповноваженим банкам право (Постанова Правління Національного банку України від 13.04.2011 № 111 «Про внесення змін до деяких нормативно-правових актів Національного банку України», зареєстрована в Міністерстві юстиції України 06.05.2011 за №546/19284):

з 20.05.2011 р.:

– здійснювати арбітражні операції з іншими банками на міжбанківському валютному ринку України;

– здійснювати власні операції в межах установлених лімітів відкритої валютної позиції без наявності зобов'язань;

– включати позабалансові вимоги та зобов'язання до розрахунку відкритої валютної позиції банків;

з 30.05.2011 р. проводити між собою торгівлю іноземною валютою на умовах «своп».

Також Національний банк України здійснив лібералізацію готівкового сегмента валютного ринку України. Зокрема, з 23.09.2011 р. (Постанова Правління Національного банку України від 11.08.2011 № 278 «Про затвердження змін до Інструкції про порядок організації та здійснення валютно-обмінних операцій на території України», зареєстрована в Міністерстві юстиції України 06.09.2011 за №1050/19788.):

– збільшено суму продажу готівкової іноземної валюти одній особі через касу банку протягом одного дня в еквіваленті з 80 000 гривень до 150000 гривень;

– банкам надано право купувати готівкову іноземну валюту в населення за кошти в національній валюті через банкомати.

Також Національним банком України було удосконалено порядок проведення готівкових валютно-обмінних операцій та підвищено дієвість контролю за їхньою правомірністю, зокрема за рахунок запровадження ідентифікації фізичних осіб - учасників таких операцій.

З метою забезпечення стабільності грошової одиниці України Національний банк вживав заходи, спрямовані на упередження різких курсових коливань на міжбанківському валютному ринку. Зокрема для уповноважених банків було встановлено ліміт загальної довгої відкритої валютної позиції – не більше 5% та ліміт загальної короткої відкритої валютної позиції – не більше 10% (Постанова Правління Національного банку України від 22.06.2011 № 205 «Про встановлення лімітів відкритої валютної позиції банку»).

Також для забезпечення стабільності на валютному ринку України Національний банк України з 29.06.2011 р. (Постанова Правління Національного банку України від 22.06.2011 № 204 «Про внесення змін до деяких нормативно-правових актів Національного банку України», зареєстрована в Міністерстві юстиції України 23.06.2011 за № 753/19491):

- зобов'язав банки щоденно дотримуватися лімітів відкритих валютних позицій;
- застосовував заходи впливу за порушення значення встановлених лімітів на щоденній основі;
- зобов'язав банки в разі перевищення встановленого ліміту загальної довгої відкритої валютної позиції продати суму такого перевищення не пізніше наступного банківського дня;
- заборонив банкам у разі порушення значення ліміту загальної довгої відкритої валютної позиції здійснювати купівлю іноземної валюти в Національного банку України під час здійснення валютних інтервенцій на міжбанківському валютному ринку України;
- дозволив банкам здійснювати операції з купівлі іноземної валюти в межах встановленого ліміту загальної довгої відкритої валютної позиції виключно за умови дотримання порядку формування обов'язкових резервів за попередній звітний період.

Розглядаючи антикризові заходи у 2012 році слід зазначити, що 6 листопада 2012 року вступив в дію Закон України № 5480-VI «Про внесення змін у деякі законодавчі акти України щодо розширення інструментів впливу на грошово-кредитний ринок», згідно з яким НБУ надається право тимчасово (на термін до 6 місяців) запроваджувати (з подальшим скасуванням після стабілізації ситуації на внутрішньому валютному ринку і урівноваження платіжного балансу України) норми про обов'язковий продаж частини надходжень в іноземній валюті.

Крім того, згідно даного закону, НБУ має право тимчасово змінювати терміни розрахунків за операціями експорту та імпорту товарів. Даний законопроект сприятиме тому, що грошові кошти резидентів в період погіршення стану платіжного балансу зможуть сприяти покращенню вітчизняної економіки за рахунок скорочення термінів інвестування (кредитування) економіки інших держав.

Таким чином 19 листопада 2012 року вступили в дію дві постанови НБУ: від 16.11.2012 року № 475 «Про зміну строків розрахунків за операціями з експорту та імпорту товарів і запровадження обов'язкового продажу надходжень в іноземній валюті» [6], а також постанова № 479 «Про встановлення розміру обов'язкового продажу надходжень в іноземній валюті». Згідно постанови № 479 введено обов'язковий продаж 50% валютної виручки експортерів. «Надходження в іноземній валюті 1-ої групи класифікатора іноземних валют і банківських металів... і в російських рублях, на які розповсюджуються вимоги постанови №475, підлягають обов'язковому продажу на міжбанківському валютному ринку України у розмірі 50 відсотків». Постановою №475 Нацбанк вирішив ввести обов'язковий продаж валютної виручки експортерів та скоротив термін повернення виручки з 180 до 90 днів.

Також Національний банк України зобов'язав фізичних осіб продавати закордонні валютні перекази, які перевищують 150 тис. грн. в місяць. Згідно з постановою, уповноважений банк повинен здійснювати продаж валютних

надходжень без доручення клієнта не пізніше ніж на наступний робочий день після зарахування надходжень. Гривневий еквівалент повинен бути зарахований на поточний рахунок одержувача переказу не пізніше наступного робочого дня після здійснення обов'язкового продажу.

Проте, основним недоліком валютного регулювання в Україні, є те, що валюта України та номіновані в ній платіжні документи були зараховані до безумовних валютних цінностей без зазначення, що такими вони стають лише в момент перетину кордону. Прийняте формулювання автоматично поширює правила валютного контролю і на національну валюту, що на практиці просто ігнорується через явну невідповідність логіці.

Проблемою України є також достатньо гнучке ліберальне фінансове законодавство та спрощена процедура банківських операцій. Тому, останнім часом з'явилися нові офшорні фінансові центри, такі як Гонконг, Сінгапур, Бахрейн, Багамські Острови тощо, що пов'язано насамперед з економічною свободою та лібералізацією національних фінансових ринків. Ці ринки привабливі для багатьох учасників завдяки ліберальному фінансовому і валютному законодавству, конфіденційності (анонімності) банківських рахунків, відсутності валютних застережень та контролю за валютними операціями.

Цікавим практичним аспектом регулювання валютних операцій, який є досить актуальним на даний момент в Україні можна назвати проект закону про введення 15% податку на продаж валюти. Наразі Податковий кодекс виключає з розрахунку загального місячного оподаткованого доходу фізичних осіб доходи від операцій з валютними цінностями (окрім цінних паперів), пов'язаних із переходом права власності на такі валютні цінності. Крім того, від оподаткування звільнено дохід від зміни курсу гривні до долара за випущеними в 2012 році дебютними валютними казначейськими зобов'язаннями.

Головною метою законопроекту є боротьба з валютними спекуляціями й стабілізація курсу гривні. До речі, у країнах ЄС поширена практика, відповідно до

якої при продажі валюти потрібно платити значну комісію. Експерти стверджують, що введення збору може привести до скорочення надходження валюти на ринок.

Крім того, новий збір буде стимулювати ріст обсягу «чорного» ринку. Фактично платити цей збір будуть тільки ті, хто продає валюту у випадку появи гострої потреби в гривні. І кредит готівкою на місяць обійдеться дешевше 15%. Постраждають іноземці, які приїдуть в Україну з валютою.

Ми вважаємо, що норма податку на продаж валюти у розмірі 15% є занадто великою. Вона може призвести до абсолютної «тінізації» валютного ринку, а також скорочення або й припинення експорту та імпорту. Банки намагатимуться різними способами ухилятися від сплати такого податку, адже вони навчилися «обходити» податок на безготівкові операції з валютою при ставці у 0,5%.

Отже, регулювання валютних операцій – це діяльність держави та уповноважених нею органів, спрямована на підтримку рівноваги платіжного балансу та стабільності національної валюти за рахунок контролю за здійсненням валютних операцій. Проте, регулювання валютних операцій в Україні відзначається гнучким ліберальним фінансовим законодавством та спрощеною процедурою банківських операцій. Його недосконалість призводить до тінізації валютного ринку України, зокрема, зростання обсягу валютних спекуляцій та виведення валюти у офшорні фінансові центри. Тому, з метою боротьби з зростанням «чорного» ринку та покращенням стану платіжного балансу в Україні введено обов'язковий продаж 50% валютної виручки, а також планується введення 15% податку на продаж валюти.

Підвищенню ефективності чинної системи валютного регулювання в Україні сприятиме розробка концептуальних засад валютної політики, до яких відносяться: періодизація; побудова валютної політики у відповідності з тенденціями розвитку відповідних ринкових механізмів та визначеними загальними напрямками розвитку економіки країни; встановлення

взаємозалежності та взаємозв'язків між цілями короткострокової та довгострокової валютної політики та механізмами їх реалізації; виявлення факторів, які визначатимуть перспективи розвитку системи валютного регулювання, та наслідків реалізації валютної політики; урахування фінансово-економічних та політичних ризиків як на внутрішньому, так і на зовнішньому ринках, а також досвіду побудови систем валютного регулювання зарубіжних країн.

Важливе значення для створення дієвої системи валютного регулювання в Україні має узагальнення відповідного досвіду зарубіжних країн. Це дозволяє суттєво знизити державні витрати на пошук шляхів розв'язання існуючих проблем. Передумовами, які необхідні для ефективного використання досвіду валютного регулювання розвинених країн у постсоціалістичних країнах, є достатній ступінь розвитку ринкових відносин в постсоціалістичній країні; готовність економічних суб'єктів, в т.ч. держави, до змін; відповідність інструментів валютного регулювання розвинених країн умовам розвитку країни, яка планує їх запроваджувати.

Для характеристики перспектив розвитку системи валютного регулювання країни необхідно виділяти короткострокові (до 1 фінансового року) та довгострокові (на 4-5 років) цілі та пріоритети в цій сфері. Відповідно до них та з урахуванням поточних та стратегічних завдань розвитку національної економіки, мають розроблятися короткострокова та довгострокова валютні політики.

До основних цілей короткострокової валютної політики України доцільно віднести: удосконалення діючої системи валютного регулювання, забезпечення стабільного функціонування національної грошової одиниці, гармонізація інтересів експортерів та імпортерів.

Аналіз практики сучасного валютного регулювання, проведений в дисертаційній роботі, дозволив виділити такі напрями короткострокової валютної політики України: проведення гнучкої політики курсоутворення; вирішення

питання репатріації українських капіталів та створення сприятливого інвестиційного клімату для нерезидентів; дедоларизація економіки; поповнення золотовалютних резервів країни з одночасною стерилізацією надлишкового обсягу гривневих коштів та зниження ризику їх знецінення; створення стійкого позитивного сальдо платіжного балансу; удосконалення системи державних інститутів валютного регулювання та валютного законодавства

Метою довгострокової валютної політики України має бути забезпечення макроекономічної стабільності, створення та підтримання умов довіри до національної валюти. Розвиток системи валютного регулювання в Україні в найближчі 4 роки залежить від напряму стратегії економічного розвитку нашої країни та темпів реалізації передбачених нею заходів та завдань. Особливості економічного розвитку України обумовлюють існування ряду завдань, які мають на меті здійснення довгострокових структурних змін у системі валютного регулювання, але застосування яких у найближчій перспективі є об'єктивно неможливим та недоцільним (зокрема, це стосується підвищення рівня конвертованості гривні, зняття валютних обмежень, використання дисконтної політики з метою регулювання руху іноземних капіталів).

Аналіз прогнозів економічного розвитку України в найближчі роки дав змогу встановити фактори, які визначатимуть перспективи розвитку системи валютного регулювання нашої країни:

– внутрішні: продовження поступового економічного зростання; збереження позитивного сальдо рахунку поточних операцій платіжного балансу; збільшення надходження іноземних інвестицій завдяки дотриманню Урядом України жорсткої бюджетної політики і послідовному зменшенню податкового навантаження; скорочення відпливу капіталів; подальша лібералізація зовнішньої торгівлі; спрямування зусиль держави на посилення процесів інтеграції України до ЄС; сприятлива зовнішня кон'юнктура;

– зовнішні: збільшення темпів економічного зростання країн, які є головними торговельними партнерами України; поступове зростання процентних ставок більшості західних країн з метою недопущення розгортання інфляційних процесів; посилення глобальної конкуренції завдяки технологічній революції в комунікаціях.

Разом з цим, нами визначені можливі ризики прогнозів розвитку сфери валютних відносин, серед яких: світові політичні та фінансові кризи, зміна зовнішньої кон'юнктури не на користь України (коливання цін на енергоносії, процентних ставок на кредитному ринку та інші.), зміна умов співпраці з міжнародними організаціями – зовнішні ризики, а також кардинальна зміна курсу економічних реформ в країні, непередуманість та непослідовність державних рішень, розгортання енергетичної кризи, тощо – внутрішні ризики.

До основних наслідків реалізації довгострокової валютної політики України слід віднести: підвищення купівельної спроможності гривні та забезпечення стійкої рівноваги внутрішнього валютного ринку; збільшення обсягів іноземних інвестицій в Україну; зростання валютних резервів країни; використання дисконтної політики як форми валютного регулювання

Висновки до розділу 3

У третьому розділі роботи «Вдосконалення системи валютного регулювання в Україні у контексті фінансової нестабільності економіки» розроблено гібридну динамічну модель прогнозування оптимального валютного курсу, обґрунтовано модель визначення оптимального рівня золотовалютних резервів як методу страхування від «раптової зупинки» припливу капіталу, визначено перспективні

заходи антикризової політики Національного банку України у сфері валютного регулювання.

За результатами розділу можна зробити наступні висновки:

1. Автором аргументовано, що прогнозування валютного курсу є важливою макроекономічною проблемою, яка в сучасних умовах економічної нестабільності економіки привертає все більшу увагу через складність практичного застосування. У дисертаційному дослідженні порівнюються три моделі прогнозування обмінного курсу: регресія, спрощений алгоритм та ІМАКС (інтегрована модель авторегресії – ковзної середньої).

2. Емпіричні результати показали, що запропонований метод є більш досконалим, аніж звичайне прогнозування моделей. Автором доведено, що комбінована гібридна модель з показником середньоквадратичної похибки 0,0092 менше, ніж середньоквадратична похибка у «наївній» моделі (СКП = 0,0187) і квадратичній моделі регресії (СКП = 0,2312). Автором обґрунтовано, що середньоквадратична похибка для комбінованого прогнозу краща, ніж для будь-якого індивідуального методу прогнозування. Спираючись на цей результат, можна записати наступну систему рівнянь.

3. На підставі розроблених моделей у дисертації запропоновано механізм екстраполяційного прогнозування обмінного курсу, який ґрунтується на вивченні тенденцій минулого та їх поширенні на майбутнє. Прогнозування обмінного курсу виявляє необхідність введення додаткових змінних – макроекономічних показників, які впливають на валютний курс та його динаміку, а саме: ВВП, темпи його зростання, експорт, імпорт, міжнародні потоки капіталу, інфляція, рівень процентних ставок, середня зарплата тощо. Проаналізувавши тенденції 2008–2012 рр. та отримавши результат оптимального валютного курсу, дисертантом проведено екстраполяційне прогнозування динаміки курсових коливань. За результатами дослідження автором спрогнозовано, що у 2013–2014рр. не

відбудеться значних коливань, а середньорічний курс гривні відносно долара США не перевищуватиме 8,42 грн.

4. Автором запропоновано концепцію обчислення оптимального рівня золотовалютних резервів для України та для 27 країн (у розрізі країн Азії, Латинської Америки, Європи та Африки), які взято у загальну вибірку за критерієм країн, що переживали періоди «раптової зупинки» притоку капіталу в системи валютного регулювання, з метою оцінки того, наскільки добре підготовлені дані країни до протистояння нестабільності економічних процесів та у порівняльному аспекті визначити відповідність резервів оптимальним значенням. Масив вхідних даних запропоновано використовувати із приблизних параметрів Г. Кальво, А. Іскьердо і Л. Мехія та аналізувати за допомогою спеціальних формул MSOfficeExcel.

5. На основі застосування можливостей моделювання за аналізований період 2008–2012 рр. в Україні, з моменту входження в зону нестабільності економічного розвитку та протягом перебування в її межах, оптимальний рівень золотовалютних резервів був недостатнім, динаміка взаємозв'язку аналізованих значень золотовалютних резервів та їх оптимальних результатів менша майже в два рази.

6. На основі аналізу практики сучасного валютного регулювання автором визначено основні напрями короткострокової політики валютного регулювання в Україні: поступовий перехід до політики гнучкого курсоутворення; вирішення питання репатріації українських капіталів та створення сприятливого інвестиційного клімату для нерезидентів; дедоларизація економіки; поповнення золотовалютних резервів країни; забезпечення збалансованості платіжного балансу; удосконалення системи державних інститутів валютного регулювання та валютного законодавства.

Основні положення даного розділу дисертації опубліковані в роботах [81, 92, 94, 98].

ВИСНОВКИ

У дисертації наведено теоретичне узагальнення і нове вирішення наукової задачі, що виявляється в обґрунтуванні і розробці науково-методичних засад і практичних рекомендацій щодо розвитку вітчизняної системи валютного регулювання в умовах нестабільності економіки.

Основні висновки виконаного дисертаційного дослідження полягають у наступному.

1. Сучасні події на світовій економічній арені демонструють тісний зв'язок валютної і фінансової сфери, синхронність процесів, що в них відбуваються, показують глобальність їх географічного розповсюдження, а також масштаб їхнього впливу на ключові сфери економіки. Світова історія валютно-фінансових криз за останні десятиліття показала, наскільки сильно впливає валютно-фінансовий сектор на економіку, а також продемонструвала проблеми розробки механізмів антикризового валютного регулювання. Сучасне економічне зростання має бути ключовою метою антикризового валютного регулювання, а підходи до регулювання мають бути орієнтовані не тільки на подолання наслідків кризи, але і на забезпечення трансформаційних змін в економіці до та під час економічної кризи. Таким чином, на нашу думку, застосування антикризового валютного регулювання має особливу актуальність в умовах сучасної світової фінансової кризи.

2. Розроблений підхід до розуміння економічного змісту поняття валютного регулювання на основі цілісного підходу тетрабазисного методу, який являє собою площинну схему, яка в свою чергу включає об'єкт дослідження та чотири компоненти: економічне, правове, організаційне і науково-методичне забезпечення. Даний системний опис об'єкта дослідження є багаторівневим, тобто деталізація одного рівня проводиться шляхом проведення аналогічних операцій

(побудови тетрабазиса) з усіма чотирма її компонентами. Побудова багаторівневих схем дозволяє більш повно розкрити сутність і зміст об'єкта дослідження.

3. Із проаналізованого зарубіжного досвіду можна зробити висновок про те, що лібералізація не повинна бути скороспішною і повинна підкріплюватися відповідними макроекономічними умовами. На сучасному етапі розвитку економіки України, на наш погляд, ослаблення ролі державного регулювання в сфері валютного законодавства, наприклад, скасування або зниження обов'язкового нормативу продажу експортної валютної виручки – міра передчасна. Україна поки не готова до лібералізації валютного режиму. Кожне рішення щодо реалізації концепції дерегулювання фінансових ринків в умовах несприятливого інвестиційного клімату може зробити далеко не однозначний вплив на різні сектори економіки та види діяльності: платіжний баланс, параметри грошово-кредитної системи та валютного ринку, інвестиційний і споживчий попит, розвиток реального сектора економіки, процеси імпортозаміщення і т.д. Більше того, в ті періоди, коли в економіці починають розвиватися негативні тенденції, на наш погляд, необхідно повертатися до заходів з посилення валютного регулювання.

4. Існуючі теорії не в змозі визначити коло нормативних моделей, причин нормативних невдач, механізмів вимірювання та їх запобігання. Неспроможність моделей валютного регулювання і відсутність постійного моніторингу системи попередження, що в свою чергу підриває економічний і соціальний розвиток, виявляє необхідність нової пристосованої теорії поетапного підходу до лібералізації, який спочатку оцінює потенціал для проведення ефективного нагляду, перш ніж застосовувати захистні міри. Провал традиційних цілей економічного і соціального розвитку, які в результаті призводили до фінансових криз, привели до переосмислення ролі уряду в регулюванні валютної системи

задля більш ефективного сприяння таких цілей і запобігання таким кризам, як у країнах з розвинутою, перехідною та економікою, що розвивається.

5. Одним з головних завдань Національного банку України є забезпечення зовнішньої стабільності національної грошової одиниці, що виражається у підтримці стабільності обмінного курсу гривні. Найважливішим моментом для реалізації цього завдання є визначення оптимального режиму валютного курсу. Проблема вибору ефективного валютно-курсового режиму набуває особливої актуальності для країн з трансформаційною моделлю економічного розвитку, в тому числі і для України. Пояснюється це тим, що з однієї сторони спостерігається макроекономічна невизначеність, а з іншої – обмеженість у виборі інструментів валютного регулювання.

6. Таким чином, у роботі встановлено, що вибір режиму обмінного курсу є одним з основних інструментів системи валютного регулювання, завдяки якому забезпечується виконання наступних основних завдань:

- забезпечення рівноваги платіжного балансу;
- підтримка стабільного рівня цін, стримування темпів інфляції;
- забезпечення стабільності внутрішнього валютного ринку;
- сприяння динамічному розвитку зовнішніх товарообмінних операцій;
- створення сприятливих умов для припливу іноземних інвестицій;
- забезпечення високого ступеня конвертованості національної валюти;
- підтримка купівельної спроможності національної валюти.

7. На підставі проведеного аналізу валютно-курсової політики Національного банку України виявлено, що в Україні фактично використовується режим «жорсткого плавання», який регулюється НБУ за допомогою інструментів девізної політики та адміністративних інструментів. Оптимальний вибір режиму валютного курсу для національної економіки є одним із головних завдань валютної політики і має спиратися на ґрунтовний аналіз переваг і недоліків кожного з можливих варіантів реалізації валютно-курсової політики. Отже,

правильне обрання форми реалізації валютно-курсової політики є досить непростим завданням. Вибір режиму валютного курсу визначається станом економіки, грошового обігу і платіжного балансу країни, її участю у міжнародному поділі праці та світовій торгівлі, динамікою імпорту й експорту, масштабами зовнішніх інвестицій і величиною зовнішнього боргу, наявністю належних запасів золотовалютних резервів, співвідношенням темпів інфляції в країні й за кордоном, відхиленням внутрішніх процентних ставок від ставок на світових фінансових ринках.

8. Як свідчать факти, Національний банк України активно проводив політику протидії девальваційному тиску шляхом проведення валютних інтервенцій та ініціював проведення цільових аукціонів із продажу валюти населенню для підтримання його кредитних зобов'язань в іноземній валюті, на яких здійснювався продаж доларів США, євро і швейцарських франків. Виявлено, що їх регулярне проведення в заздалегідь визначені терміни мало важливе значення для стабілізації ринкових очікувань, різкого зниження ажіотажного попиту на іноземну готівку та загального впорядкування валютного ринку, а також зменшення необхідності купівлі населенням іноземної готівки заздалегідь, до настання фактичного строку планових платежів.

9. У дисертаційній роботі обґрунтовано, що платіжний баланс відіграє важливу роль у розробленні та реалізації валютної політики. Як модель зовнішньоекономічних зв'язків країни він дає ґрунтовну інформаційну базу для оцінки стану та перспектив розвитку валютних відносин. Зокрема, рівень та динаміка його збалансованості за звітний рік дають можливість визначити причини погіршення кон'юнктури валютного ринку та курсу національної валюти у відповідному році та ймовірну динаміку їх на перспективу.

10. Досліджено особливості прогнозування валютного курсу в умовах кризових потрясінь в контексті розробки пропозицій щодо формування ефективного та найточнішого механізму прогнозування. Встановлено, що

головною проблемою використання тільки одного методу прогнозування призводить до втрати масиву інформації, що міститься у відхиленому прогнозі, тому жоден метод окремо не є досконалим.

11. У роботі сформовано комплекс концептуальних підходів: ендогенізуємо як ймовірність «раптової зупинки», так і затрати кризи з допомогою емпіричних моделей, пов'язаних з ефектами балансів. Більш того, надаємо обґрунтування для включення міжнародних резервів у визначення ймовірності «раптової зупинки», також як і затрати, так як запаси формують інструмент, який компенсує потенціал ефектів балансу, що впливає з вітчизняного зобов'язання доларизації.

Таким чином, використання розробленого теоретичного та науково-методичного забезпечення дозволить підвищити рівень обґрунтованості заходів щодо регулювання валютних відносин в Україні в умовах нестабільності економіки.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Азаренкова Г.М. Аналіз фінансових потоків банків: регіональний аспект / Азаренкова Г. М. // Фінанси України. – 2008. – № 8. – С. 104-113.
2. Азаренкова Г.М. Порівняльна оцінка руху фінансових потоків вітчизняного банківського сектору економіки за підсумками 2007-2008 років / Азаренкова Г. М. //Актуальні проблеми економіки. – 2009. – № 7. – С. 208-216.
3. Азаренкова Г.М. Сучасні тенденції розвитку світових фондових ринків / Азаренкова Г.М., Іванова М. В. //Актуальні проблеми економіки. – 2010. – № 6. – С. 61-72.
4. Алисов Е. Правовое регулирование валютных отношений в Украине / Алисов Е. – Х. : Консул, 1998. – 142 с.
5. Амириди Ю. Интеграция требует хорошего сценария / Ю. Амириди, К.Булгаков, Е. Лукутина // Банковские технологии. – 2007. – № 10. – С. 20–29.
6. Аникин А. Финансовые кризисы в России, Азии, Латинской Америке / / Мировая экономика и международные отношения. - 2000. - №12. - ст.15-22.
7. Артемов Н. Валютный контроль / Артемов Н. – М. : Профобразование, 2001. – 126 с.
8. Ачкасов А. И. Типы валютных операций и другие виды сделок на международных денежных рынках / Ачкасов А. И. – М. : Консалтбанкир, 1994. – 62 с.
9. Балабанов И. Т. Валютные операции / Балабанов И. Т. – М. : Финансы и статистика, 1993. – 256 с.
10. Банківські операції : підручник / за ред. В. І. Міщенко, Н. Г.Слав`янської. – К. : Знання, 2006. – 727 с.
11. Банковское дело : учебник / под ред. О. И. Лаврушина. – М. : Финансы и статистика, 1998. – 576 с.

12. Барамія В. Н. Валютно-курсова політика країн з перехідною економікою (приклад України) : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.05.01 / В. Н. Барамія ; Київ. Нац. ун-т ім. Т.Шевченка. – К., 2002. – 20 с.
13. Барановський О.І. Європейські банки: під тиском боргової кризи / О.Барановський // Вісник Національного банку України. - 2011. - № 12. - С. 16-23.
14. Бездітко Ю. М. Валютне регулювання : навч. посіб. / Бездітко Ю.М. , Мануйленко О.О., Стасюк Г.А. – Херсон : ОЛДІ-плюс, 2004. – 272 с.
15. Белінська Я.В. Взаємодія валютного курсу та інфляції в перехідній економіці України : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.01.01 «Економічна теорія» / Я. В. Белінська. – К., 2001. – 20 с.
16. Белінська Я. В. Проблеми валютно-курсової стабільності в Україні / Белінська Я. В. // Актуальні проблеми економіки. – 2009. – № 8. – С. 201-207.
17. Белінська Я. Можливості і наслідки валютно-фінансової лібералізації в Україні / Белінська Я. // Вісник Національного банку України. – 2006. – №1. – С.28-34.
18. Белінська Я. Валютний механізм і принципи його структурування / Белінська Я. // Економіка України. – 2006. – № 5. – С. 19-27.
19. Береславська О. Тенденції розвитку валютного ринку на початок 1998 року / Береславська О. // Вісник Національного банку України. – 1998. – № 5. – С.22-24.
20. Береславська О. Під знаком девальвації / Береславська О. // Вісник Національного банку України. – 1999. – № 2. – С. 16-20.
21. Береславська О. Стабілізація гривні як чинник розвитку економіки / Береславська О. // Вісник Національного банку України. – 2002. – № 10. – С. 54-57.
22. Береславська О. Тенденції розвитку фінансових ринків у 2002 році та їх вплив на економіку України / Береславська О. // Вісник Національного банку України. – 2003. – № 2. – С. 54-57.

23. Береславська О. Курсова стабільність і макроекономічні досягнення в Україні / Береславська О. // Вісник Національного банку України. – 2004. – № 2. – С. 18-23.
24. Береславська О. Тенденції валютного ринку України у 2004 році / Береславська О. // Вісник Національного банку України. – 2005. – № 2. – С. 18-22.
25. Береславська О. Інтервенції на валютних ринках як інструмент курсової та грошово-кредитної політики / Береславська О. // Вісник Національного банку України – 2005. – № 10. – С. 36-44.
26. Береславська О. Ревальвація гривні: вплив на інфляційні процеси в Україні та рівень доларизації економіки / Береславська О. // Вісник Національного банку України. – 2006. – № 2. – С.20-23.
27. Берлач А. І. Організаційно-правові основи біржової діяльності : навч. посібник / Берлач А. І., Берлач Н. А., Ілларіонов Ю. В. – К.: Фенікс, 2000. – 336 с.
28. Білова Н. Іноземна валюта: правила купівлі та продажу / Білова Н. // Податки та бухгалтерський облік. – 2009. – № 7. – С. 6-15.
29. Богомаз Г. О. Інституційні засади функціонування сучасного валютного ринку / Богомаз Г. О. // Регіональна економіка. – 2008. – № 4. – С. 169-176.
30. Боринець С. Я. Міжнародні валютно-фінансові відносини : підручник / Боринець С. Я. – К. : Знання, 1999. – 305 с.
31. Боринець С. Я. Міжнародні фінанси : підручник / Боринець С. Я. – К. : Знання, 2006. – 494 с.
32. Бровков С. М. Валютно-фінансові механізми в міжнародному бізнесі: світовий досвід та українська практика / Бровков С. М., Руденко Л. В. – К. : Агентство Україна, 2001. – 380 с.
33. Бункина М. К. Основы валютных отношений / Бункина М. К., Семенов А. М. – М. : Юрайт, 1998. – 205 с.
34. Бутук О. І. Валютно-фінансові відносини : навч. посіб. / Бутук О. І. – К. : Знання, 2006. – 349 с.

35. Бюлетень Національного банку України : щомісячне аналітично-статистичне видання / Національний банк України. – 2010. – № 8 (201). – 165 с.
36. Валютне регулювання: зарубіжний досвід та пропозиції щодо України. – К. : Українсько-європейський консультативний центр, 2002. – 34 с.
37. Васильченко З. М. Теорія і практика укладання строкових валютних контрактів / Васильченко З. М. // Банківська справа. – 1998. – № 1. – С. 46-55.
38. Васильченко З. М. Порівняння форм і методів національного регулювання банківської діяльності / Васильченко З. М. // Вісник Академії праці і соціальних відносин Федерації профспілок України. – 2002. – Вип. 1. – С. 99-105.
39. Васильченко З. М. Сучасні форми конвергенції в міжнародних фінансах / Васильченко З. М. // Вісник Київського університету імені Тараса Шевченка. Серія: Економіка. – 2002. – Вип. 61. – С. 100-103.
40. Васильченко З. М. Банківська діяльність в умовах глобалізації економіки / Васильченко З. М. // Фінанси України. – 2004. – № 5. – С. 124-131.
41. Васильченко З. М. Структурні диспропорції у розвитку банківської системи України / Васильченко З. М. // Фінанси України. – 2005. – № 9. – С. 140-150.
42. Васильченко З. М. Лібералізація фінансового ринку України в контексті впливу на банківський сектор / Васильченко З. М. // Вісник Київського університету імені Тараса Шевченка. Серія: Економіка. – 2005. – Вип. 80. – С. 17-21.
43. Васильченко З. М. Компаративний аналіз закордонного та вітчизняного досвіду капіталізації банківських систем в умовах глобалізації / Васильченко З.М., Криклій А. С.// Економіка і держава. – 2008. – № 2. – С. 12-15.
44. Васюренко О. В. Механизм осуществления банковских операций с иностранной валютой / Васюренко О. В. – Харьков : Гриф, 1997. – 176 с.
45. Вахненко Т. Визначальні фактори формування обмінних курсів / Вахненко Т. // Вісник Національного банку України. – 2004. – № 8. – С. 31-36.

46. Верников А. В. Иностранные банки в Восточной Европе / Верников А. В. // Мировая экономика и международные отношения. – 2003. – №8. – С. 97-107.
47. Володин Ф. Г. Валютная политика ЦБ: структурный анализ и новации / Володин Ф. Г. // Банковские услуги. – 2004. – № 5. – С. 2-8.
48. Волоцька І. С. Аналіз чинного валютного законодавства України / Волоцька І. С. // Формування ринкових відносин в Україні. – 2004. – № 2. – С. 48-53.
49. Вожжов А. П. О проблемах и возможностях эмиссионного финансирования экономического роста / А.П. Вожжов, Д. В. Черемисинова // Актуальні проблеми економіки. – 2012. – № 2. – С. 234-249.
50. Вожжов А. П. О возможностях развития экономики Украины / А.П.Вожжов, Д. В. Черемисова // Науковий вісник: фінанси, банки, інвестиції : наук.-практ. журнал. – 2011. – № 3. – С. 6-16.
51. Вожжов А. П. Проблемы формирования ресурсов банками Украины в кризисный период/ А. П. Вожжов, И. И. Костенко, Ю. А. Круговая // Вісник СевНТУ. Серія: Економіка і фінанси. – 2011. – Вип. 116. – С. 25-32.
52. Владичин У. В. Элементы системы державного регулювання іноземного банківництва / У. В. Владичин // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : зб. наук. праць / ДВНЗ «УАБС НБУ». - Суми , 2010. – Вип. 28. - С. 129-137.
53. Гальчинська Т. А. Вплив курсової політики на стан торговельного балансу та ефективність експорту / Гальчинська Т. А., Чепурнова Н. І., Корнієнко Є. С. // Финансовые риски – № 3(27) – 2001. – С. 30-34.
54. Гальчинський А. С. Макроекономічні та монетарні передумови політики зростання / Гальчинський А. С. // Вісник Національного банку України. – 2004. – № 8. – С. 7-8.
55. Грищенко О. О. Основные направления формирования интегрированной отчетности как фактора устойчивого развития банковской системы /

О. О. Грищенко // Вісник Житомирського державного технологічного університету. – 2012. – Вип. 2 (60). – С. 291-293.

56. Господарський кодекс України від 16. 01. 2003 р. № 436-IV. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=436-15>.

57. Гроші та кредит: підручник / М. І. Савлук, А.М. Мороз, М.Ф. Пуховкіна та ін.; за заг. ред. М.І. Савлука. – К.: КНЕУ, 2001. – 604 с.

58. Грошово-кредитна політика в Україні / за ред. В. І. Міщенко. – 2-ге вид., перероб. і доп. – К. : Знання : КОО, 2003. – 421 с.

59. Декрет Кабінету Міністрів України «Про систему валютного регулювання і валютного контролю» від 19.02.1993 № 15-93. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : // <http://rada.gov.ua>.

60. Державне регулювання економіки: навчальний посібник / С.М. Чистов, А.Є. Никифоров, Г. Ф. Куценко та ін.. – Вид. 2-ге, доопрац. і доп. – К.: КНЕУ, 2005. – 440с.

61. Державне управління в Україні : навч. посіб. / за заг. ред. проф. В.Б.Авер'янова. – К. : СОМИ, 1999. – 266 с.

62. Державна служба статистики України [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Державної служби статистики України. – Режим доступу: <http://ukrstat.gov.ua/>. – Назва з екрану.

63. Джанбаев Д. Валютная политика США как фактор дестабилизации мировой финансовой системы / Д. Джанбаев // Культура народов Причерноморья. – 2005. – № 59. – С. 102-103.

64. Дзюблюк О. В. Валютна політика : підручник / Дзюблюк О. В. – К. : Знання, 2007. – 422 с.

65. Дзюблюк О. В. Проблеми реалізації валютної політики в умовах трансформаційних змін економіки України / Дзюблюк О. В. // Журнал європейської економіки. – 2006. – № 3. – С. 317-327.

66. Дідківська Л.І. Державне регулювання економіки: навч. посібник / Дідківська Л.І., Головка Л.С. – К.: Знання-Прес, 2000. – 428 с.

67. Дмитриченко Л. І. Вплив валютного регулювання на розвиток зовнішньоекономічної діяльності в Україні / Дмитриченко Л. І. // Збірник наукових праць Донецького державного університету управління. – Донецьк, 2008. – Вип. 104. Том 9. – С. 13-19.

68. Домрачев В. Стосовно оптимізації короткострокової валютної політики в Україні на базі портфельної теорії / Домрачев В., Жабський Д. // Финансовые риски. – 2006. – № 3. – С. 73-78.

69. Дорофеев Б. Ю. Валютное право России / Дорофеев Б. Ю., Земцов Н. Н., Пушин В. А. – М. : НОРМА, 2001. – 360 с.

70. Єпіфанова М. А. Науково-методичні засади класифікації валютно-курсних режимів / Єпіфанова М. А. // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: Збірник наукових праць. Випуск 29. – Суми: ДВНЗ «УАБС НБУ», 2010. – С. 295-302.

71. Єпіфанова М. А. Інструменти валютного регулювання: сутність, класифікація, характеристика / Єпіфанова М. А. // Вісник Української академії банківської справи. – 2010. – № 2 (29). – С. 17-21.

72. Єпіфанова М. А. Валютне регулювання в системі державного регулювання економіки / Єпіфанова М. А. // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: Збірник наукових праць. Випуск 30. – Суми: ДВНЗ «УАБС НБУ», 2010. – С. 169-183.

73. Єпіфанова М. А. Організаційні засади системи валютного регулювання / Єпіфанова М. А. // Міжнародна банківська конкуренція: теорія і практика: збірник тез доповідей V Міжнародної науково-практичної конференції (27-28 травня 2010 р.) : у 2-х т. / Державний вищий навчальний заклад «УАБС НБУ». – Суми: ДВНЗ «УАБС НБУ», 2010. – Т.1. – С. 76-77.

74. Єпіфанова М. А. Основи класифікації валютно-курскових режимів / Єпіфанова М. А. // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: збірник тез доповідей XIII Всеукраїнської науково-практичної конференції (28-29 жовтня 2010 р.) : у 2 т. / Державний вищий навчальний заклад «УАБС НБУ». – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2010. – Т. 2. – С. 77-78.

75. Журавка Ф. О. Деякі пропозиції щодо вдосконалення системи валютного контролю в Україні / Журавка Ф. О. // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : збірник наукових праць. Т. 8. – Суми : УАБС, 2003. – С. 166-167.

76. Журавка Ф. О. Проблемні аспекти вибору оптимального режиму валютного курсу в Україні / Журавка Ф. О. // Вісник Української академії банківської справи. – 2007. – № 1(22). – С. 14-18.

77. Журавка Ф. О. Ключові аспекти впровадження механізму переходу до більшої гнучкості обмінного курсу в Україні / Журавка Ф. О. // Экономические проблемы и перспективы стабилизации экономики Украины. Актуальные проблемы реформирования экономики в регионе : сборник научных трудов. / НАН Украины, Институт экономики промышленности; Краматорский экономико-гуманитарный институт. – Донецк, 2007. – С. 239-249.

78. Журавка Ф. О. Проблемні аспекти сучасного розвитку валютного ринку України / Ф. О. Журавка, А. В. Колдовський // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : зб. наук. праць / ДВНЗ «УАБС НБУ». – 2011. – Вип. 31. – С. 80 – 89.

79. Журавка Ф. О. Сучасні тенденції формування та управління золотовалютними резервами / Ф. О. Журавка, А. В. Колдовський // Вісник Університету банківської справи Національного банку України : Сучасна наукова економічна думка / УБС НБУ. – Київ, 2012. – С. 78 – 82.

80. Журавка Ф. О. Валютно-курсова політика Національного банку України в умовах трансформаційної економіки : монографія / Журавка Ф. О. – Суми : Ділові перспективи : УАБС НБУ, 2007. – 70 с.

81. Журавка, Ф. О. Методика визначення оптимального обмінного курсу у країнах СНД / Ф. О. Журавка, А. В. Колдовський // Міжнародна банківська конкуренція : теорія і практика : збірник тез доповідей VII Міжнародної науково-практичної конференції (24 - 25 травня 2012 р.). : у 2-х т. / Державний вищий навчальний заклад «Українська академія банківської справи Національного банку України». – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2012. - Т. 2. - С. 62-63.

82. Журавка Ф. О. Сучасні тенденції розвитку валютного ринку України / Журавка Ф. О., Школьник І. О. // Європейський вектор економічного розвитку: збірник наукових праць. – Д. : Вид-во ДУЕП, 2008. – Вип. 1(4). – С. 16-21.

83. Журавка Ф. А. Проблемные аспекты выбора оптимальной модели валютно-курсовой политики в Украине / Журавка Ф. А. // БизнесИнформ. – 2008. – № 6. – С. 85-87.

84. Журавка Ф. О. Валютна політика в умовах трансформаційних змін економіки України : монографія / Журавка Ф. О. – Суми : Ділові перспективи : ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2008. – 334 с.

85. Завальна Ж. В. Валютне право України : навч. посіб. / Завальна Ж. В., Старинський М. В. – Суми : Університетська книга, 2005. – 304 с.

86. Ионова И. В. Вопросы формирования валютной политики и регулирования валютной деятельности в России и за рубежом / Ионова И. В. // Расчеты и операционная работа в коммерческом банке. – 2003. – № 9. – С.77-90.

87. Информационно-аналитический доклад [Электронный ресурс] / Тематическая группа по взаимодействию в банковской сфере, Москва – международный финансовый центр. – 2011. – Режим доступа: http://www.mfc-moscow.com/assets/files/analytics/doklad_svod.pdf. - Название с экрана.

88. Кабанець О.І. Валютне регулювання та контроль в Україні / Кабанець О.І., Кольга В.Д. – Донецьк: Донеччина, 2000. – 224 с.

89. Ковтун О.І. Державне регулювання економіки: навч. посібник / Ковтун О.І. – Львів: «Новий світ - 2000», 2007. – 432 с.

90. Колдовський А. В. Зарубіжний досвід управління золотовалютними резервами / А. В. Колдовський // Ефективна економіка. – 2013. – № 2. – Режим доступу до журналу : <http://www.economy.nayka.com.ua>

91. Колдовський А. В. Особливості валютного регулювання у країнах СНД / А. В. Колдовський // Науково-практичний журнал «Інвестиції: практика та досвід». - Київ: ТОВ «ДКС центр», 2013. – № 6. – С. 49 – 52.

92. Колдовський А. В. Гібридна динамічна модель прогнозування як інструмент дослідження оптимального валютного курсу в системі валютного регулювання / А. В. Колдовський // Науково інформаційний журнал «Бізнес Інформ». – 2013. – №3. – С. 173 - 176.

93. Колдовський А. В. Оптимальний рівень золотовалютних резервів як метод страхування «раптової зупинки» припливу капіталу в системі валютного регулювання / А. В. Колдовський // Всеукраїнський науково-виробничий журнал «Інноваційна економіка». – 2013. – №3 [41]. – С. 284 - 290.

94. Колдовський А. В. Антикризове управління золотовалютними резервами центральними банками світу та Національним банком України / А.В. Колдовський // Збірник наукових праць «Економічний аналіз». – 2013. – №12. – С. 206 - 211.

95. Колдовський А. В. Шляхи вдосконалення світової валютно-фінансової системи / А. В. Колдовський // Міжнародна банківська конкуренція : теорія і практика: збірник тез доповідей V Міжнародної науково - практичної конференції (27 - 28 травня 2010 р.) : у 2 т. / Державний вищий навчальний заклад «УАБС НБУ». – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2010. - Т. 2. - С. 82-84.

96. Колдовський А. В. Обґрунтування необхідності державного регулювання валютних відносин / А. В. Колдовський // Проблеми і перспективи розвитку

банківської системи України : збірник тез доповідей XIII Всеукраїнської науково-практичної конференції (28-29 жовтня 2010 р.) : в 2-х т./ Державний вищий навчальний заклад «Українська академія банківської справи Національного банку України». – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2010. - Т. 2. - С. 90-92.

97. Колдовський А. В. Зарубіжний досвід управління золотовалютними резервами / А. В. Колдовський // Міжнародна банківська конкуренція: теорія і практика : збірник тез доповідей VI Міжнародної науково-практичної конференції (26-27 травня 2011 р.) : у 2-х т. / Державний вищий навчальний заклад «Українська академія банківської справи Національного банку України». – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2011. - Т. 2. - С. 120-121.

98. Колдовський А. В. Емпіричний аналіз моделей щодо валютного регулювання в умовах нестабільності економіки / Банківська система України в умовах глобалізації фінансових ринків : збірник тез VII Міжнародної науково-практичної конференції (18-19 жовтня 2012 р.) / ЧІБС УБС НБУ. - Черкаси, 2012. – С. 98-101.

99. Колдовський А. В. Аналіз практичних підходів НБУ до регулювання обмінного курсу гривні в умовах нестабільності економіки / А.В.Колдовський // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : збірник тез доповідей XV Всеукраїнської науково-практичної конференції (8–9 листопада 2012 р.) / Державний вищий навчальний заклад «Українська академія банківської справи Національного банку України». – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2012. – С. 102 – 104.

100. Контроль: інспектування, аудит, банківський нагляд : Монографія / В. С. Стельмах, А. О. Єпіфанов, І. В. Сало, М. А. Єпіфанова. – Суми: ВТД «Університетська книга», 2006. – 432 с.

101. Корнева І. В. Регулювання валютного курсу в умовах світової фінансової кризи / Корнева І. В. // Актуальні проблеми економіки. – 2009. – № 8. – С. 233-238.

102. Кравченко Л. М. Валютне регулювання і валютний контроль в Україні : навч. посібн. / Кравченко Л. М., Шапошников О. О. – К. : Київ. нац. торг.-екон. ун-т, 2001. – 102 с.

103. Круш П. В. Стабілізація в транзитивних економіках: валютна політика / Круш П. В. // Формування ринкових відносин в Україні. – 2005. – № 2. – С. 11-13.

104. Крючкова І. Фундаментальні чинники зміцнення реального ефективного обмінного курсу гривні / Крючкова І. // Вісник Національного банку України. – 2005. – №1. – С. 16-21.

105. Кузнецова В. В. Валютная политика Китая / Кузнецова В. В. // Банковское дело. – 2002. – № 12. – С. 28-35.

106. Лапчук Б.Ю. Фактори вибору валютного режиму в країнах Центральної та Східної Європи : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.05.01 «Світове господарство і міжнародні економічні відносини» / Б.Ю.Лапчук. – К., 2004. – 20 с.

107. Линдерт П. Х. Экономика мирохозяйственных связей / Линдерт П. Х. – М. : Прогресс, 1992. – 520 с.

108. Лібералізація руху капіталу в ході євроінтеграції: досвід країн Центральної Європи : монографія / А.О. Єпіфанов, С.М. Козьменко, М.І.Макаренко, Ф.І. Шпиг та ін. ; за заг. ред. д-ра екон. наук А. О. Єпіфанова. – Суми : УАБС НБУ, 2007. – 109 с.

109. Лупін О. Б. Інвестиційне планування в Національному банку України / Лупін О. Б. // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. Т.12. – Суми : Мрія-1 ЛТД : УАБС, 2005. – С. 94-98.

110. Лупін О. Б. Інвестиційне планування в Національному банку України / Лупін О. Б. // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. Т.12. – Суми : Мрія-1 ЛТД : УАБС, 2005. – С. 94-98.

111. Лэттер Т. Выбор режима валютного курса / Лэттер Т. – Лондон : Центр по Изучению Деятельности Центральных Банков Англии, 1996. – 33 с.

112. Лютий І. О. Валютна політика як складова монетарної політики / Лютий І. О. // Академічний огляд. – 1999. – № 2. – С. 43-47.

113. Лютий І. О. Валютна політика та перспективи входження України в міжнародне економічне співтовариство / Лютий І. О. – К.: Курс, 2000. – 60 с.

114. Макро- і мікроекономічні складові розвитку : Монографія / В.С.Стельмах, А. О. Єпіфанов, І. В. Сало, І. І. Д'яконова, М. А. Єпіфанова. – Суми: ВТД «Університетська книга», 2006. – 505 с.

115. Максименцев М.Г. Механізм валютно-курсової політики в європейських країнах з перехідною економікою : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.05.01 «Світове господарство і міжнародні економічні відносини» / М. Г. Максименцев. – К., 2000. – 21 с.

116. Маняхин Т. В. Мировая практика валютного регулирования: основные методы и проблемы их применения / Маняхин Т. В. // Финансы и кредит. – 2004. – № 25. – С. 66-72.

117. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения : учебник / под ред. Л. Н. Красавиной. – 2-е изд., перераб. и доп. – М. : Финансы и статистика, 2000. – 608 с.

118. Международный валютный фонд [Електронний ресурс]. Режим доступу : <http://www.imf.org>.

119. Михайличенко С. Механізм курсоутворення та деякі аспекти його застосування до гривні / Михайличенко С. // Вісник Національного банку України. – 2004. – № 4. – С. 10-19.

120. Мишкін Ф. С. Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків : пер. з англ. / Мишкін Ф. С. – К. : Основи, 1998. – 963 с.

121. Мищенко С. В. Влияние финансового кризиса на реализацию денежно-кредитной политики центральных банков / Мищенко С. В. // Актуальні проблеми економіки. – 2009. – № 9. – С. 209-219.

122. Міщенко В. І. Особливості посткризового реформування фінансового сектору України / В. І. Міщенко // Фінанси України. – 2010. – № 10. – С. 3–14.

123. Міщенко В. І. Валютне регулювання / Міщенко В. І., Науменкова С.В. – Суми : Слобожанщина, 1995. – 52 с.

124. Міхасюк І., Мельник А., Крупка М., Залога З. Державне регулювання економіки / за ред. д-ра екон. наук, проф. акад. АН Вищої школи України І.Р.Михасюка. – Львівський національний університет ім. І.Франка, Львів: «Українські технології», 1999. – 640 с.

125. Мочерний С. В. Основи економічних знань / С.В. Мочерний // Вісник Національного банку України. - К.: Феміна, 1995.- т.14, 2.

126. Мусієнко Т. Особливості валютного регулювання в Україні / Мусієнко Т. // Вісник Національного банку України. – 1999. – № 5. – С. 22-25.

127. Мусієнко Т. Необхідні передумови і форми взаємодії країн – учасниць СЕП у сфері грошово-кредитної та валютної політики / Мусієнко Т. // Вісник Національного банку України. – 2005. – № 1. – С. 22-25.

128. Наговицин А. Г. Валютная политика / Наговицин А. Г. – М. : Экзамен, 2000. – 512 с.

129. Науменкова С. В. Валютне регулювання : навч. посіб / Науменкова С. В., Журавка Ф. О., Міщенко В. І. – Суми : УАБС НБУ, 1997. – 92 с.

130. Ніздельська І.А. Передумови запровадження в Україні режиму плаваючого валютного курсу / Ніздельська І. А. // Економіка та регіони. Науковий вісник ПНТУ ім. Ю. Кондратюка. – 2008. – № 4. – С. 106-110.

131. Ніздельська І. Валютна політика: основні етапи та особливості її реалізації в Україні / Ніздельська І. // Банківська справа. – 2009. – № 4. – С. 12-18.

132. Основні засади грошово-кредитної політики на 2007 рік [Електронний ресурс] : затверджені рішенням Ради Національного банку України від 01.01.2006 р. – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua/doccatalog /document?id=44375>.

133. Основні засади грошово-кредитної політики на 2008 рік [Електронний ресурс] : затвержені рішенням Ради Національного банку України №18 від 28.11.2007 р. – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=50273>.

134. Основні засади грошово-кредитної політики на 2009 рік [Електронний ресурс] : затвержені рішенням Ради Національного банку України №14 від 15.00.2008 р. – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=52802>.

135. Основні засади грошово-кредитної політики на 2010 рік [Електронний ресурс] : затвержені рішенням Ради Національного банку України №10 від 10.09.2009 р. – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=64992>.

136. Основні засади грошово-кредитної політики на 2011 рік [Електронний ресурс] : затвержені рішенням Ради Національного банку України №14 від 15.09.2010 р. – Режим доступу : [http // www.bank.gov.ua/Rada_NBU/OsnovZasad-2010.pdf](http://www.bank.gov.ua/Rada_NBU/OsnovZasad-2010.pdf).

137. Основні засади грошово-кредитної політики на 2012 рік [Електронний ресурс] : затвержені рішенням Ради Національного банку України №7 від 26.04.2011 р. – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=114668>.

138. Офіційний веб-сайт «IBC Consulting Ltd.» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.globalcompanybusiness.com.ua/>. – Назва з екрану.

139. Офіційний веб-сайт Національного банку України [Електронний ресурс] / Економічні матеріали. – Режим доступу: <http://bank.gov.ua>. – Назва з екрану.

140. Офіційний веб-сайт Світового банку [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://data.worldbank.org/>. – Назва з екрану.

141. Паценко О.Ю. Конкурентоспроможність національної економіки і валютний курс: оцінка впливу, прогнозування динаміки: автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.02.03 «Організація управління, планування і регулювання економікою» / О. Ю. Паценко. – К., 2001. – 19 с.

142. Пашко Е. А. Интеграция Украины в мировой валютный рынок / Пашко Е. А. // Економіка: проблеми теорії та практики : збірник наукових праць. – Дніпропетровськ : Дніпропетровський Національний Університет , 2002. – Вип. № 163. – С. 224-231.

143. Пашко Є. О. Механізм інтеграції України до світового валютного ринку / Є. О. Пашко ; Донецький нац. ун-т. – Донецьк, 2004. – 226 с.

144. Пашко Є. О. Оцінка тенденцій та передумов інтеграції України до світового валютного ринку / Пашко Є. О. // Проблеми розвитку зовнішньоекономічних зв'язків та залучення іноземних інвестицій: регіональний аспект . Ч. 2. – Донецьк : ДонНУ, 2004. – С. 591-597.

145. Погасий С. С. Исследование динамики обменного курса гривны к доллару США методом R/S-анализа / С. С. Погасий // Економіка: проблеми теорії та практики: зб. наук. праць. – Дніпропетровськ : ДНУ, 2003. – Т. 2, № 182. – С.477 – 482.

146. Погасий С. С. Потенциал синергетической логистики в управлении валютными рынками / С. С. Погасий // Вісник національного технічного університету «ХПІ». – 2002. – № 8–2. – С. 189–191.

147. Погасий С. С. Концепция управления валютными операциями коммерческих банков Украины / С.С. Погасий // Економіка: проблеми теорії та практики: зб. наук. праць. – Дніпропетровськ : ДНУ, 2003. – Т.2, №183. – С.362 – 368.

148. Постанова Правління НБУ «Про додаткові заходи щодо діяльності банків» від 11.10.2008 р. № 319. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : // [http:// zakon1.rada.gov.ua](http://zakon1.rada.gov.ua).

149. Постанова Правління Національного банку України «Про функціонування безготівкового міжбанківського валютного ринку» від 18.12.2008 р. № 435. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : // <http://zakon1.rada.gov.ua>.

150. Постанова Правління НБУ «Про внесення змін до деяких нормативно-правових актів Національного банку України та встановлення лімітів відкритої валютної позиції банку» від 28.02.2009 р. № 107. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : // <http://zakon1.rada.gov.ua>.

151. Постанова Правління НБУ «Про внесення змін до деяких нормативно-правових актів Національного банку України» від 14.08.2009 р. № 475. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : // <http://zakon1.rada.gov.ua>.

152. Постанова Правління НБУ «Про внесення змін до деяких нормативно-правових актів Національного банку України» від 30.04.2009 р. № 265. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : // <http://zakon1.rada.gov.ua>.

153. Постанова Правління НБУ «Про внесення змін до деяких нормативно-правових актів Національного банку України» від 21.07.2009 р. № 416. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : // <http://zakon1.rada.gov.ua>.

154. Постанова Правління НБУ «Про внесення змін до Положення про порядок видачі резидентам індивідуальних ліцензій на переказування іноземної валюти за межі України з метою придбання облігацій зовнішніх державних позик України» від 19.08.2009 р. № 491. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : // <http://zakon1.rada.gov.ua>.

155. Постанова Правління НБУ «Про окремі питання здійснення реєстрації кредитних договорів (договорів позик) в іноземній валюті, укладених між резидентами-позичальниками і нерезидентами» від 15.10.2009 р. № 614. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : // <http://zakon1.rada.gov.ua>.

156. Постанова Правління НБУ «Про врегулювання питань щодо здійснення та реєстрації іноземних інвестицій» від 23.12.2009 р. № 762. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : // <http://zakon1.rada.gov.ua>.

157. Постанова Правління НБУ «Про внесення змін до Положення про валютний контроль» від 05.11.2009 р. № 654. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : // <http://zakon1.rada.gov.ua>.

158. Пресняков В. Валютное регулирование в зарубежных странах / Пресняков В., Соколов В. – М. : Год планеты, 1995. – 386 с.

159. Про зовнішньоекономічну діяльність [Електронний ресурс] : закон України від 16 квітня 1991 року № 959-ХІІ. – Режим доступу : <http://www.rada.gov.ua>.

160. Про систему валютного регулювання і валютного контролю : декрет Кабінету Міністрів України від 19 лютого 1993 р. № 15-93 (з наступними змінами та доповненнями) // Відомості Верховної Ради України. – 1993. – № 17.

161. Про валютне регулювання та валютний контроль в Україні [Електронний ресурс] : проект Закону України від 23.05.97 № 921. – Режим доступу : <http://www.kmu.gov.ua>.

162. Про Національний банк України [Електронний ресурс] : закон України від 20 травня 1999 року № 79-ХІV. – Режим доступу : <http://www.rada.gov.ua>.

163. Про банки і банківську діяльність [Електронний ресурс] : закон України від 7 грудня 2000 року № 2121-ІІІ. – Режим доступу : <http://www.rada.gov.ua>.

164. Про вдосконалення валютного регулювання [Електронний ресурс] : указ Президента України від 22 серпня 1994 року №457/94. – Режим доступу : http://www.zakon.nau.ua/doc/?doc_id=461840.

165. Про заходи щодо запобігання легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом [Електронний ресурс] : указ Президента України від 10 грудня 2001 року №1199/2001. – Режим доступу : <http://www.zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi>.

166. Про встановлення офіційного курсу гривні до іноземних валют та курсу банківських металів [Електронний ресурс] : Положення, затверджене постановою

Правління Національного банку України від 12 листопада 2003 р. № 496. – Режим доступу : [http : //www.rada.gov.ua](http://www.rada.gov.ua).

167. Про затвердження Методики розрахунку рівня економічної безпеки України [Електронний ресурс] : наказ Міністерства економіки України від 2 березня 2007 року № 60. – Режим доступу : [http: //www.dfp.gov.ua](http://www.dfp.gov.ua).

168. Рогач Ф. Щодо цілей валютно-курсового регулювання в Україні / Рогач Ф. // Економіст. – 2008. – № 1. – С. 25-28.

169. Савченко А. Мы собираемся переходить к более гибкому курсообразованию / Савченко А. // Бізнес. – 2006. – №47 (722). – С. 56-61.

170. Савченко Т. Г. Оцінка ефективності інструментів валютного регулювання в Україні / Т. Г. Савченко, М. А. Єпіфанова // Актуальні проблеми економіки. – 2011. – № 2. – С. 161-170.

171. Самсонова К. Особливості та проблеми формування валютної системи України / Самсонова К., Фрунза С. // Вісник Кіровоградського національного технічного університету. – 2008. – №7. – С. 51-55.

172. Саркисянц А. Г. Либерализация валютного регулирования: мировой опыт / Саркисянц А. Г. // Вопросы экономики. – 2002. – №5. – С. 7-10.

173. Сас Б.Б. Центральний банк в системі валютного регулювання : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.04.01 «Фінанси, грошовий обіг і кредит» / Б. Б. Сас. – Тернопіль, 2007. – 21 с.

174. Симионов Ю. Ф. Валютные отношения / Симионов Ю. Ф., Носко Б. П. – Ростов-на-Дону : Феникс, 2001. – 320 с.

175. Стельмах В. Обмінний курс, інфляція та конкурентоспроможність економіки / Стельмах В., Петрик О. // Вісник Національного банку України. – № 9. – 2001. – С. 3-6.

176. Стельмащук А.М. Державне регулювання економіки : навчальний посібник / Стельмащук А.М. – Тернопіль : ТАНГ, 2000. – 315 с.

177. Степанова Д.И. Валютное регулирование : российский и зарубежный опыт / Д. И. Степанова // Банковские услуги. – 2005. – № 9. – С. 2-32.
178. Стеченко Д.М. Державне регулювання економіки: навч. посібник / Стеченко Д.М. – К.: МАУП, 2000. – 176 с.
179. Стратегія інфляційного таргетування в грошово-кредитній політиці держави : монографія / М. І. Макаренко, І. І. Д'яконова, Ф. О. Журавка та ін. – Суми : ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2008. – 108 с.
180. Узлюк Т. А. Державне регулювання валютної системи в Україні / Узлюк Т. А // Фінанси України. – 1999. – № 8. – С. 114-120.
181. Унковська Т. Моделювання впливу змін обмінного курсу національної валюти на підприємства експортного, імпортного та внутрішнього секторів економіки / Унковська Т. // Вісник Національного банку України. – 2005. – № 6. – С. 12-16.
182. Унковська Т. Моделювання впливу валютних та цінових шоків на формування експорту. Ефект гістерезису / Унковська Т., Данилова К. // Вісник Національного банку України. – 2006. – № 8. – С. 59-63.
183. Хисайнов С. Д. Развитие валютных, расчетных и платежных отношений в условиях интеграционных процессов в СНГ / Хисайнов С. Д. // Деньги и кредит . – 2001. – № 11. – С. 31-35.
184. Центральний банк та грошово-кредитна політика : підручник / за ред. А. М. Мороза, М. Ф. Пуховкіної. – К. : КНЕУ, 2005. – 556 с.
185. Циганов С. А. Генезис банківських систем у трансформаційних економіках: структурно-функціональний аналіз : монографія / Циганов С. А. – К. : Академпрес, 2006. – 412 с.
186. Чирак І. Вплив фінансової кризи на банківську систему України / І. Чирак // Економічний аналіз. – 2011. – № 8. – С. 421-424.
187. Ющенко В. А. Валютне регулювання: навч. посіб. / Ющенко В. А., Міщенко В. І. – К. : Знання, 1999. – 359 с.

188. Banking Information & Regulation [Электронный ресурс] / Board of Governors of the Federal Reserve System. – Режим доступа : <http://www.federalreserve.gov/pf/pdf/frspurp/pdf>.

189. Britain and the Single Currency [Электронный ресурс]. Режим доступа : <http://www.globalbritain.org/BNN/BN01.htm>.

190. Buiters, Willem H. and Clemens Grafe. 2001. Central Banking and the Choice of Currency Regime in Accession Countries. – European Bank for Reconstruction and Development Working Paper 17-01-2001.

191. Chetwin W. The Reserve Bank's local-incorporation policy / W. Chetwin // Reserve Bank of New Zealand: Bulletin. – 2006. – Vol. 69, № 4.

192. Corker, Robert et al. 2001. «Exchange Rate Regimes in Selected Advanced Transition Economies – Coping with Transition, Capital Inflows, and EU Accession,» // IMF Discussion Paper, April.

193. Curtis, Elisabeth S., Gardner, Roy and Waller, Christopher J. 2002. «Dollarization in Ukraine: 1991 to the Present.» Paper for Fordham University conference on «Euro and Dollarization: Forms of Monetary Union in Integrating Regions.» April 5-6.

194. European Commission [Electronic resource] / Eurostat. – Mode of Access: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/>. – Title from the screen.

195. Exchange rate mechanism (ERM II) between the euro and participating national currencies [Электронный ресурс] – Режим доступа : http://europa.eu/legislation_summaries/economic_and_monetary_affairs/institutional_and_economic_framework/125082_en.htm.

196. Ghosh, Atish, Anne-Marie Gulde, Jonathan Ostry, and Holger Wolf. Does the Nominal Exchange Rate Regime Matter? // IMF Working Paper. – 1995. – Vol. 121.

197. 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.

198. Orłowski, Lucjan. 1998. «Exchange Rate Policies in Central Europe and Monetary Union» Comparative Economic Studies, XXXX, No.3, pp. 58-78.

199. Paterson K. Mexico's Other Crisis: Foreign Banks [Electronic resource] / K. Paterson // Holding Corporations Accountable. – 2009. – Mode of Access: <http://www.corpwatch.org/article.php?id=15356>. - Title from the screen.

200. Pringle R., Carver N. RBS Reserve Management Trends, 2007 // Central banking publications. – 2007. – 169 p.

201. Regulatory Guide for Foreign Banks in the United States [Electronic resource] / Washington Regulatory Advisory Services. PricewaterhouseCoopers. – Mode of Access: http://www.pwc.com/en_US/us/banking-capital-markets/publications/assets/regguide_0506.pdf. - Title from the screen.

202. Rogoff. The Purchasing Power Parity Puzzle // Journal of Economic Literature. – 1996. – Vol. 34. – P. 647- 668.

203. Vasylieva T. World financial crisis and Ukraine / T. Vasylieva, S. Leonov, L. Ostapenko // World financial crisis: causes, consequences, ways of overcoming / ed. Serhiy Kozmenko. – Sumy : Business Perspectives, 2009. - P. 122-148.

Додаток А

Систематизація науково-методичних підходів щодо трактування поняття
«валютний ринок»

Таблиця А.1 – Окремі визначення поняття «валютний ринок»

Автор, джерело	Розуміння сутності поняття «валютний ринок»
О.В. Дзюблюк	Валютний ринок – це система економічних відносин, що виникають при здійсненні операцій із купівлі-продажу іноземної валюти за курсом, що формується на основі попиту і пропозиції» [64].
Ф.О. Журавка	Валютний ринок – це система економічних відносин між його суб'єктами щодо здійснення операцій з купівлі-продажу валют і валютних цінностей за допомогою сучасних засобів фінансової телекомунікації, де цінами виступають встановлені під впливом попиту і пропозиції валютні курси [80].
В.А. Ющенко та В.І. Міщенко	Валютний ринок як економічна категорія відображає певну сукупність відносин щодо здійснення операцій з купівлі-продажу іноземної валюти, інших валютних цінностей, цінних паперів у іноземній валюті та руху іноземних капіталів. З практичної точки зору під валютним ринком розуміють офіційні фінансові центри, в яких зосереджено здійснення валютних операцій» [191].
А.М. Мороз	Валютний ринок за своїм економічним змістом – це сектор грошового ринку, на якому урівноважуються попит і пропозиція на такий специфічний товар, як валюта» [184].
С.В. Мочерний в «Економічному словнику-довіднику»	Валютний ринок – важлива сфера економічних відносин з приводу купівлі-продажу іноземних валют і платіжних документів (чеків, векселів, акредитивів, телеграфних і поштових переказів). На ринку здійснюються операції щодо зовнішньої торгівлі, розрахунків, міграції капіталів та робочої сили, туризму [125].
С.Я. Боринець	Валютний ринок – це переважно міжбанківський ринок, адже саме в процесі проведення міжбанківських операцій здійснюється основний обсяг угод з купівлі-продажу іноземних валют [330].
І.Н. Платонова	Валютний ринок у широкому розумінні слова – це сфера економічних відносин, яка проявляється при здійсненні операцій з купівлі-продажу іноземної валюти, а також операцій інвестування валютного капіталу. Саме на валютному ринку відбувається узгодження інтересів продавців і покупців валютних цінностей [39].

Додаток Б

Систематизація науково-методичних підходів щодо трактування поняття
«валютне регулювання»

Таблиця Б.1 – Окремі визначення поняття «валютне регулювання»

Автор, джерело	Розуміння сутності поняття «валютного регулювання»
Ст.1 Закону України «Про валютне регулювання та валютний контроль в Україні»	Валютне регулювання - інструмент валютної політики, за посередництвом якого здійснюється регулювання валютних відносин шляхом регламентації міжнародних розрахунків та порядку проведення валютних операцій [161].
І. Платонова	Валютне регулювання як комплекс заходів (законодавчих, адміністративних, економічних та організаційних), що є частиною валютної політики держави, спрямованої на встановлення порядку проведення операцій з валютними цінностями та входження країни у світовий валютний ринок [39].
В.А. Ющенко	Валютне регулювання – це регламентація державою та уповноважених нею органів міжнародних розрахунків і порядку проведення валютних операцій [191].
А.М.Мороз	Валютне регулювання – це діяльність держави в особі уповноважених нею органів, що передбачає проведення законодавчих, економічних та організаційних заходів, котрі визначають порядок здійснення операцій з валютними цінностями на території країни [184, с. 476].
Б.Б. Сас	Валютне регулювання – це сукупність нормативних документів, встановлених органами валютного регулювання у законодавчому та адміністративному порядку, спрямованих на регулювання потоків капіталу в країну з країни, а також валютних операцій, що здійснюються в межах держави, з метою підтримання стабільного курсу національної грошової одиниці, стабільного рівня валютних резервів і збалансування міжнародних платежів. У більш широкому розумінні валютне регулювання означає частину макроекономічної політики держави, яка стосується сфери валютно-фінансових зв'язків резидентів окремої держави та саму державу [173].
О.В. Дзюблук	Діяльність держави в особі уповноважених нею органів, що передбачає проведення законодавчих та організаційних заходів, котрі визначають порядок здійснення операцій з валютними цінностями на території країни [64].
Н.М. Артемов	Спосіб реалізації валютної політики, режим державного регулювання порядку здійснення зовнішніх розрахунків, операцій з валютою на внутрішньому ринку, золотом та інших подібних процесів [7].

Додаток В

Вихідні дані окремих рядів динаміки валютного курсу гривні відносно долара США

Таблиця В.1 – Динаміка валютного курсу гривні відносно долара США за період 2007 – 2012 рр.

This screenshot shows the initial data for the exchange rate dynamics of the Ukrainian hryvnia against the US dollar from 2007 to 2012. The spreadsheet includes columns for years (A-O) and rows for various economic indicators and exchange rates. The data is organized into several sections, with the first section containing the main exchange rate data and subsequent sections containing related economic indicators and coefficients.

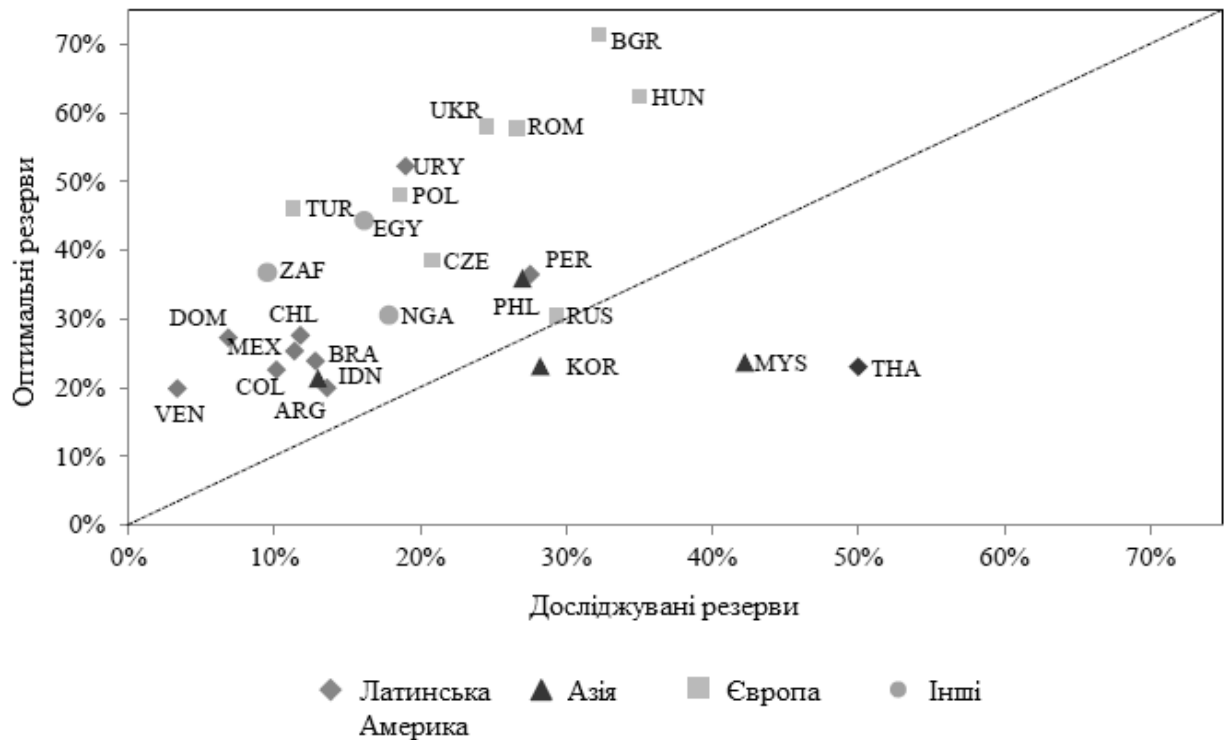
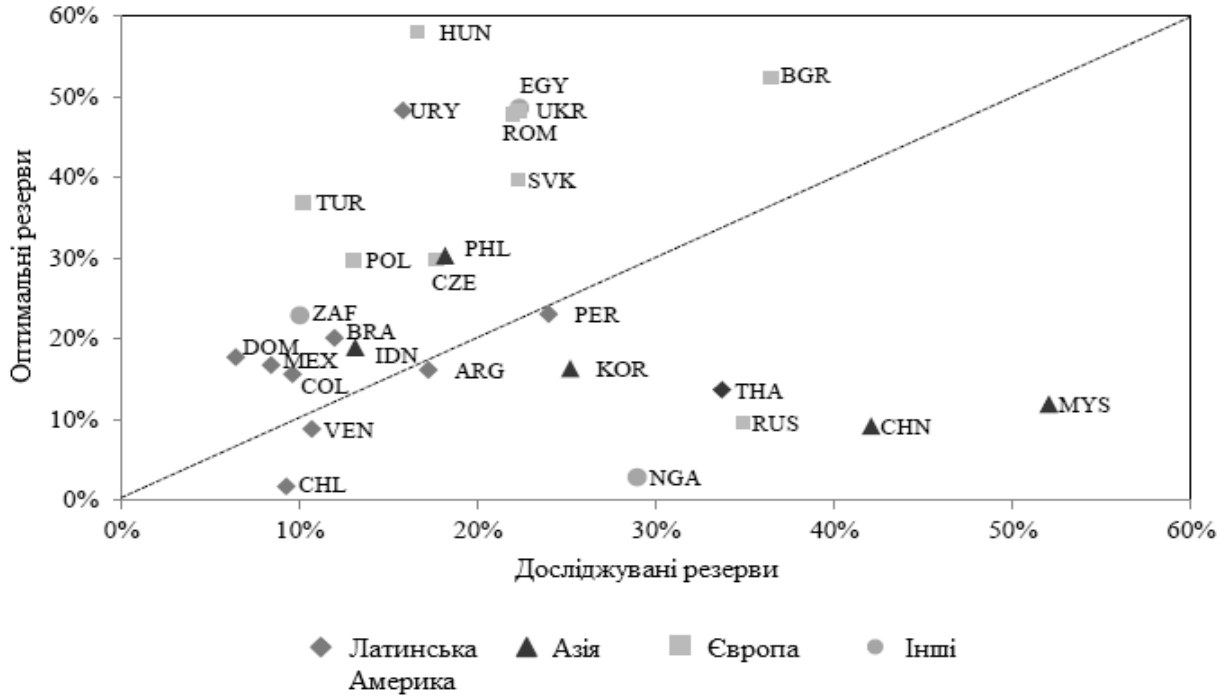
This screenshot shows the continuation of the initial data for the exchange rate dynamics of the Ukrainian hryvnia against the US dollar from 2007 to 2012. The spreadsheet includes columns for years (A-O) and rows for various economic indicators and exchange rates. The data is organized into several sections, with the first section containing the main exchange rate data and subsequent sections containing related economic indicators and coefficients.

This screenshot shows the continuation of the initial data for the exchange rate dynamics of the Ukrainian hryvnia against the US dollar from 2007 to 2012. The spreadsheet includes columns for years (A-O) and rows for various economic indicators and exchange rates. The data is organized into several sections, with the first section containing the main exchange rate data and subsequent sections containing related economic indicators and coefficients.

This screenshot shows the continuation of the initial data for the exchange rate dynamics of the Ukrainian hryvnia against the US dollar from 2007 to 2012. The spreadsheet includes columns for years (A-O) and rows for various economic indicators and exchange rates. The data is organized into several sections, with the first section containing the main exchange rate data and subsequent sections containing related economic indicators and coefficients. A line graph is also visible, showing the trend of the exchange rate over time.

Додаток Г

Оптимальні і реальні золотовалютні резерви по відношення до ВВП у 2007р. (1) та у 2011р. (2)



Додаток Д

Довідки по впровадженню результатів дисертаційного дослідження



Національний банк України
ЦЕНТР НАУКОВИХ ДОСЛІДЖЕНЬ

04070, м. Київ, вул. Андріївська, 1, тел. +380 (044) 462-5342, факс +380 (044) 462-5342

04.09.2013 № 53-117/175

На _____ **ДОВІДКА**

про впровадження результатів дисертаційного дослідження на тему:
«Система валютного регулювання в контексті фінансової нестабільності економіки» аспіранта кафедри бухгалтерського обліку і аудиту
ДВНЗ «Українська академія банківської справи
Національного банку України»
Колдовського Артема Володимировича

Лібералізація фінансових ринків, зростаюча інтернаціоналізація господарської діяльності, дедалі більша взаємозалежність національних економік, а також вплив світової кризи на валютну систему обумовлюють посилення ролі валютної політики як інструмента реалізації фінансової політики держави. Збільшення обсягів валютних операцій в Україні, ефективна організація зовнішньоекономічної діяльності суб'єктів господарювання, розбудова національної валютної системи та повноцінного валютного ринку загострюють проблему діалектичного поєднання ринкових та адміністративних методів управління економікою та вимагають підсилення державного регулятивного впливу на діяльність суб'єктів валютних відносин.

Враховуючи необхідність інфраструктурної адаптації сучасного валютного регулювання, і як результат – подолання наслідків світової фінансової кризи та виходу на якісно новий рівень розвитку, особливої актуальності набуває питання формування адаптованої цілісної системи валютного регулювання в умовах фінансової нестабільності економіки країни. Вищезазначена постановка проблеми обумовлює необхідність пошуку механізмів впливу на систему економічних відносин у валютній сфері.

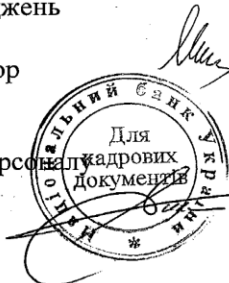
Внесені з урахуванням зарубіжного досвіду пропозиції автора щодо вдосконалення нормативно-правового забезпечення вітчизняної системи валютного регулювання з метою мінімізації впливу негативних наслідків світової фінансової кризи використано Центром наукових досліджень НБУ.

Директор Центру наукових досліджень
Національного банку України,
доктор економічних наук, професор

В.І. Міщенко

Підпис В.І. Міщенка засвідчую:
Заступник директора Департаменту персоналу
Національного банку України

А.В. Тихий





Перший
Український

Висл. № 61 від 08.02.13р.

Голові спеціалізованої вченої ради Д55.081.01

Державного вищого навчального закладу

«Українська академія банківської справи

Національного банку України»

д.е.н., проф. Козьменко С.М.

ДОВІДКА

**про впровадження науково-практичних розробок дисертації на
здобуття ступеня кандидата економічних наук
Колдовського Артема Володимировича
на тему «Система валютного регулювання в контексті фінансової
нестабільності економіки»**

Результати наукових досліджень автора, а саме пропозиції щодо гібридної динамічної моделі прогнозування як інструмент дослідження оптимального валютного курсу, розглянуті та прийняті до уваги менеджментом банку.

Використання в практичній діяльності запропонованого концептуального підходу щодо прогнозування оптимального валютного курсу, в основу якого покладено гібридну динамічну модель, складену злиттям регресійних, спрощених алгоритмічних економіко-математичних та інтегрованих моделей авторегресії є дієвим інструментом прогнозування оптимального обмінного курсу з урахуванням стохастичних змін зовнішнього середовища, зокрема, динаміку розвитку валютного ринку України. Це, в свою чергу, дозволяє не тільки оцінити наявну ситуацію на валютному ринку України, але й сформуванати аналітичну базу для створення адекватних прогнозних результатів, приймати виважені тактичні та стратегічні рішення.

Керуючий відділенням №1 в м. С...
філії у м. Харкові АТ «Перший український
міжнародний банк»



Приходько О.М.



**РУССКИЙ
СТАНДАРТ**
БАНК

Публічне акціонерне товариство «Банк Руский Стандарт»
вул. Половецька 3/42, м. Київ, Україна, 04107,
тел/факс: 0 (44) 390-88-11, <http://www.rsb.ua>
e-mail: info@bank-rs.com.ua
Ідентифікаційний код 34186061

Public Joint Stock Company «Russian Standart Bank» 3/42,
Polovetska str., Kyiv, Ukraine, 04107,
phone/fax: +380 44 3908811, <http://www.rsb.ua>,
e-mail: info@bank-rs.com.ua

08.02.2013, № 22/51-06-00015

На № _____ від _____

Голові спеціалізованої вченої ради Д55.081.01
Державного вищого навчального закладу
«Українська академія банківської справи
Національного банку України»
д.е.н., проф. Козьменко С.М.

ДОВІДКА

**про впровадження науково-практичних розробок дисертації
на здобуття ступеня кандидата економічних наук
Колдовського Артема Володимировича
на тему «Система валютного регулювання
в контексті фінансової нестабільності економіки»**

У дисертаційному дослідженні Колдовського Артема Володимировича пропонуються науково-теоретичні пропозиції та практичні рекомендації щодо факторів впливу на курсоутворення, оцінки та управління валютними ризиками в умовах нестабільності економіки.

На основі проведеного дослідження автором встановлено, що побудова ефективної системи ризик-менеджменту валютних активів неможлива без урахування розуміння взаємозв'язків між етапами управління валютним ризиком та факторів, що впливають на його величину. Саме тому дослідження сутності валютного ризику як економічної категорії, його оцінка та визначення елементів системи управління валютним ризиком мають важливе практичне значення. Це дозволило ідентифікувати валютний ризик, провести оцінку його величини, здійснити його моніторинг, контролювати та лімітувати відкриті валютні позиції у банку, врахувати взаємозв'язок валютного ризику з рештою видів ризиків, впровадити ефективний процес управління валютним ризиком шляхом моделювання відповідних бізнес-процесів та чіткого розподілу обов'язків між суб'єктами.

Начальник Сумського відділення № 1
ПАТ «Банк Руский Стандарт»



Р.Л. Лиштван

Виконавець:
Лиштван Р.Л.,
тел.: (0542) 70-22-19



№ 1827 в г 08.08.2013

Голові спеціалізованої вченої ради Д55.081.01
 Державного вищого навчального закладу
 «Українська академія банківської справи
 Національного банку України»
 д.е.н., проф. Козьменко С.М.

ДОВІДКА

**про впровадження науково-практичних розробок дисертації на
 здобуття ступеня кандидата економічних наук
 Колдовського Артема Володимировича
 на тему «Система валютного регулювання в контексті фінансової
 нестабільності економіки»**

В дисертаційному дослідженні Колдовського А.В. пропонуються науково-теоретичні пропозиції та практичні рекомендації щодо прогнозування економічного розвитку України в 2014-2017 рр. в сегменті валютних відносин, які надали змогу встановити фактори, які визначатимуть перспективи розвитку валютного регулювання у країні.

На основі проведеного дослідження автором встановлений перелік внутрішніх та зовнішніх факторів впливу економічного розвитку в розрізі валютної сфери. Разом з цим, визначені можливі ризики прогнозів розвитку сфери валютних відносин. Це дозволить адекватно прогнозувати на перспективу діяльність установи щодо валютних відносин, враховуючи світові політичні та фінансові кризи, зміну зовнішньої кон'юнктури не на користь України, зміна умов співпраці з міжнародними організаціями – зовнішні ризики, а також кардинальна зміна курсу економічних реформ в країні, непродуманість та непослідовність державних рішень, розгортання енергетичної кризи, тощо – внутрішні ризики.

Начальник Сумського відділення №4
 АТ «Дельта Банк»



Бірюк П.П.

З А Т В Е Р Д Ж У Ю
 Проректор Державного навчального закладу
 «Українська академія банківської справи
 Національного банку України», д.е.н., проф.



І.О. Шкільник

А К Т

про впровадження результатів дисертаційного дослідження
 Колдовського Артема Володимировича
 на тему «Система валютного регулювання в контексті фінансової
 нестабільності економіки»
 у навчальний процес факультету банківських технологій
 ДВНЗ «Українська академія банківської справи Національного банку
 України»

від 21.11.2012р., м. Суми

Акт складено комісією у складі:

Голова: декан факультету банківських технологій, кандидат економічних наук, доцент Гончарук Т.І.
 Члени комісії: завідувач кафедри міжнародної економіки, доктор економічних наук, професор Макаренко М.І.
 завідувач кафедри економічної кібернетики, кандидат технічних наук, доцент Гриценко К.Г.

Комісія провела роботу по визначенню фактичного впровадження результатів дисертаційного дослідження Колдовського Артема Володимировича на тему «Система валютного регулювання в контексті фінансової нестабільності економіки» у навчальний процес факультету банківських технологій ДВНЗ «Українська академія банківської справи Національного банку України».

Комісія розглянула такі матеріали:

1. Дисертаційну роботу Колдовського Артема Володимировича на тему «Система валютного регулювання в контексті фінансової нестабільності економіки».
2. Робочі програми навчальних дисциплін:
 - «Міжнародна економічна діяльність України» (викладається на денній формі навчання для студентів ОКР «Бакалавр» за напрямом підготовки 6.030503 «Міжнародна економіка»);
 - «Міжнародні розрахунки та валютні операції» (викладається на денній формі навчання для студентів ОКР «Магістр» за спеціальністю 8.03050301 «Міжнародна економіка»);

- «Економіко-математичні методи і моделі» (викладається на денній формі навчання для студентів ОКР «Бакалавр» за напрямками підготовки 6.030502 «Економічна кібернетика», 6.030508 «Фінанси і кредит», 6.030509 «Облік і аудит», 6.030503 «Міжнародна економіка»).

3. Навчально-методичні матеріали для вивчення перелічених дисциплін.


За результатами проведеної роботи комісією встановлено:

Розроблені в дисертаційній роботі Колдовського Артема Володимировича науково-теоретичні положення та практичні рекомендації впроваджені як розділи курсів таких дисциплін:

- «Міжнародна економічна діяльність України». Розділи: «Міжнародні валютно-фінансові операції»; «Регулювання міжнародної економічної діяльності»; «Україна у світових інтеграційних процесах»;
- «Міжнародні розрахунки та валютні операції». Розділи: «Основи організації міжнародних розрахунків»; «Валютний ринок та валютні операції», «Управління валютним ризиком»;
- «Економіко-математичні методи і моделі». Розділи: «Оптимізаційні економіко-математичні моделі»; «Нелінійні оптимізаційні моделі економічних систем»; «Лінійні моделі множинної регресії».

Застосування в навчальному процесі факультету банківських технологій Державного вищого навчального закладу «Українська академія банківської справи Національного банку України» матеріалів дисертаційного дослідження Колдовського Артема Володимировича на тему «Система валютного регулювання в контексті фінансової нестабільності економіки» дало змогу адаптувати перелічені дисципліни до сучасних тенденцій розвитку економіки, поглибити їх теоретико-методичні основи та в кінцевому підсумку – підвищити якість підготовки фахівців.

Голова комісії



Т.І. Гончарук

Члени комісії:



К.Г. Гриценко

М.І. Макаренко

М.І. Макаренко