

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

На правах рукопису

**ЖУРАВКА ФЕДІР ОЛЕКСАНДРОВИЧ**

УДК 336.748 (477)

**МЕХАНІЗМ РЕАЛІЗАЦІЇ ВАЛЮТНОЇ ПОЛІТИКИ  
В УКРАЇНІ**

Спеціальність 08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит

Дисертація  
на здобуття наукового ступеня  
доктора економічних наук

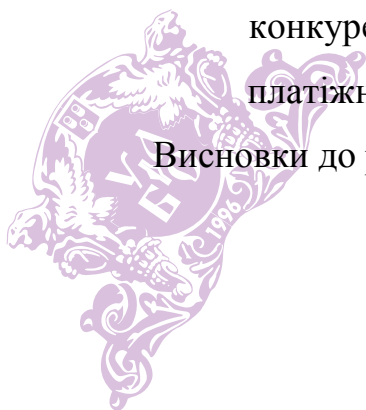
Науковий консультант:  
доктор економічних наук, професор  
Макаренко Михайло Ілліч

Суми – 2009



## ЗМІСТ

ВСТУП .....	4
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ФОРМУВАННЯ І РЕАЛІЗАЦІЇ ВАЛЮТНОЇ ПОЛІТИКИ .....	15
1.1. Сутність валютної політики, її цілі та механізм реалізації .....	15
1.2. Концептуальні засади вибору стратегії валютної політики .....	31
1.3. Особливості реалізації валютної політики у зарубіжних країнах .....	44
1.4. Валютна політика Національного банку України .....	58
Висновки до розділу 1 .....	70
РОЗДІЛ 2. МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ ВАЛЮТНО-КУРСОВОЇ ПОЛІТИКИ ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКУ КРАЇНИ .....	73
2.1. Обмінний курс як основний елемент валютно-курсової політики .....	73
2.2. Методологічні підходи до регулювання режимів валютних курсів .....	89
2.3. Аналіз валютно-курсової політики Національного банку України .....	108
2.4. Обґрунтування механізму переходу до волатильності обмінного курсу в Україні .....	127
Висновки до розділу 2 .....	138
РОЗДІЛ 3. ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС У МЕХАНІЗМІ РЕАЛІЗАЦІЇ ВАЛЮТНОЇ ПОЛІТИКИ .....	142
3.1. Платіжний баланс як вартісне вираження участі країни у світовому господарстві .....	142
3.2. Аналіз динаміки платіжного балансу України як структурного чинника системи валютного курсоутворення .....	151
3.3. Оцінка впливу валютно-курсової політики НБУ на конкурентоспроможність національної економіки та стан платіжного балансу України .....	163
Висновки до розділу 3 .....	175



## РОЗДІЛ 4. МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ

ЗОЛОТОВАЛЮТНИМИ РЕЗЕРВАМИ ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКУ ..... 178

4.1. Формування та управління міжнародними резервами країни  
як невід’ємна складова її валютної політики ..... 178

4.2. Особливості механізму управління золотовалютним резервом  
Національного банку України ..... 207

4.3. Проблемні аспекти вибору резервних валют при управлінні  
золотовалютними резервами НБУ ..... 220

Висновки до розділу 4 ..... 228

## РОЗДІЛ 5. РОЗВИТОК ДЕРЖАВНОГО РЕГУЛЮВАННЯ

ВАЛЮТНОГО РИНКУ В УКРАЇНІ..... 231

5.1. Валютний ринок у механізмі реалізації валютної політики..... 231

5.2. Методологічні засади та практичні аспекти хеджування  
валютно-курсових ризиків ..... 246

5.3. Проблеми становлення та сучасні тенденції розвитку  
валютного ринку України ..... 272

Висновки до розділу 5 ..... 286

РОЗДІЛ 6. ОЦІНКА СТУПЕНЯ ВПЛИВУ ІНСТРУМЕНТІВ ВАЛЮТНОЇ  
ПОЛІТИКИ НА ДИНАМІКУ ОБМІННОГО КУРСУ ГРИВНІ..... 289

6.1. Система інструментів валютної політики як рушійна сила  
механізму її реалізації..... 289

6.2. Дослідження монетарних каналів впливу на валютний  
курс в Україні ..... 292

6.3. Аналіз особливостей впливу економічних інструментів  
валютної політики на обмінний курс гривні..... 329

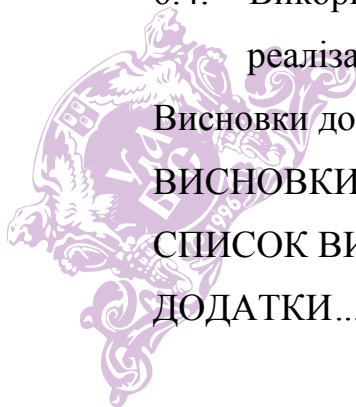
6.4. Використання адміністративних важелів у механізмі  
реалізації валютної політики в Україні ..... 351

Висновки до розділу 6 ..... 358

ВИСНОВКИ..... 361

СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ ..... 369

ДОДАТКИ..... 402

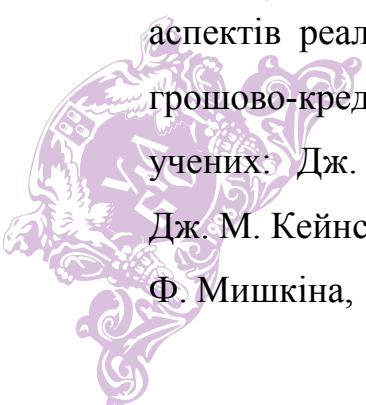


## ВСТУП

**Актуальність теми дослідження.** Динамічні процеси формування ринкових відносин у всіх сферах господарської діяльності, включаючи зовнішньоекономічні операції, потребують осмислення й оцінки всіх змін, що відбуваються під час становлення національної грошової і валютної системи у контексті розвитку світового господарства та подальшої інтеграції у нього економіки України. Розбудова повноцінного валютного ринку та ефективна організація валютних відносин в Україні визначаються необхідністю їх належного регулювання з боку держави. Одне з ключових місць у цьому процесі належить розробці механізму реалізації валютної політики, що охоплює всі необхідні важелі впливу на валютні відносини і є одним із найважливіших елементів у загальній системі заходів щодо підтримання макроекономічної стабільності в країні, стимулювання економічного зростання та підвищення добробуту населення. Валютна політика як одна з головних форм регулювання зовнішньоекономічних відносин набуває ключового значення у практичній реалізації державного впливу на перебіг усіх господарських процесів з метою реалізації стратегії економічного розвитку та розбудови в Україні ефективно функціонуючого ринкового механізму.

Важливість реалізації валютної політики як одного з ключових напрямів державного регулятивного впливу на економіку визнають у своїх працях провідні вітчизняні і зарубіжні науковці та практики.

Вивченню теоретичних і методологічних засад, розробці практичних аспектів реалізації валютної політики держави як невід'ємної складової її грошово-кредитної політики присвячено наукові праці відомих зарубіжних учених: Дж. Вільямсона, М. Голдстайна, Д. Діллона, М. Домбровські, Дж. М. Кейнса, Х. Колера, Л. Красавиної, П. Кругмана, П. Масона, Ф. Мишкіна, М. Мусси, А. Наговіцина, І. Носкової, М. Пейро,



П. Самуельсона, Р. Солоу, С. Фішера, М. Фрідмана, Е. Хансена та інших.

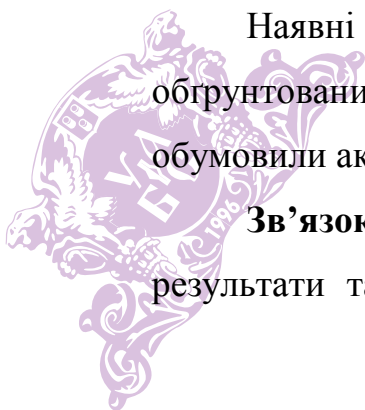
У вітчизняній економічній літературі ці проблеми відображені у працях відомих українських науковців та практиків: О. Береславської, С. Боринця, З. Васильченко, О. Васюренка, А. Вожжова, А. Гальчинського, В. Гейця, А. Гриценка, О. Дзюблюка, Л. Дмитриченко, С. Корабліна, В. Лисицького, О. Лупіна, І. Лютого, М. Макаренка, С. Михайличенка, А. Мороза, О. Петрика, Л. Примостки, М. Савлука, І. Сала, П. Сенища, О. Сохацької, В. Стельмаха, С. Циганова, А. Шаповалова, С. Яременка та інших.

Проте в існуючих дослідженнях, на нашу думку, поза увагою залишилися проблемні питання реалізації валютної політики в нестабільних умовах трансформаційного періоду із притаманними йому особливостями впливу тих інституційних зрушень, які позначаються як на всій економічній системі, так і на організації валютних відносин суб'єктів ринку. Зазначені обставини визначають актуальність дослідження механізму реалізації валютної політики в Україні, що нерозривно пов'язана із процесами становлення та розбудови нашої держави, а також є відображенням послідовності тих перетворень, які визначають ринкову трансформацію національної економіки і відмову від адміністративно-командних методів управління господарством.

Відсутність у вітчизняній економічній літературі єдиних концептуальних підходів до змісту механізму реалізації валютної політики не сприяє формуванню адекватної оцінки тих процесів, які мали місце у валютній сфері економічних відносин в Україні протягом усього перехідного періоду, а також відповідного впливу регулятивних державних органів на ці відносини.

Наявні теоретичні та практичні потреби у вивченні та розробці науково обґрунтованих засад механізму реалізації валютної політики в Україні обумовили актуальність, мету, завдання та зміст дослідження.

**Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами.** Наукові результати та висновки дисертаційного дослідження було використано у



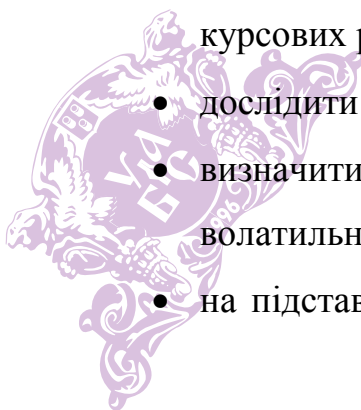
науково-дослідних роботах Державного вищого навчального закладу “Українська академія банківської справи Національного банку України”, а саме: “Сучасні технології фінансово-банківської діяльності в Україні” (№ держ. реєстрації 0102U006965); “Розвиток механізму функціонування банківської системи України під впливом іноземного капіталу” (№ держ. реєстрації 0107U012112); “Стан та перспективи розвитку банківської системи України” (№ держ. реєстрації 0190U044204).

До звітів за цими темами включені пропозиції автора щодо: необхідності використання суб'єктами валютного ринку України деривативів з метою хеджування валютно-курскових ризиків; запровадження стратегії переходу до волатильної системи валютного курсоутворення з урахуванням необхідності збереження стабільності на грошово-кредитному ринку України; визначення ступеня впливу інструментів валютної політики Національного банку України на динаміку обмінного курсу гривні.

**Мета і завдання дослідження.** Метою дисертаційного дослідження є розробка теоретико-методологічного забезпечення та практичних рекомендацій, спрямованих на удосконалення механізму реалізації валютної політики в Україні.

Відповідно до поставленої мети у роботі визначені та вирішені такі завдання:

- узагальнити теоретико-методологічні підходи та розкрити економічну сутність категорії “валютна політика”;
- обґрунтувати структуру механізму реалізації валютної політики;
- розкрити методологічні засади регулювання режиму обмінного курсу шляхом систематизації основних теоретичних підходів щодо валютно-курскових режимів;
- дослідити етапи розвитку валютно-курсової політики в Україні;
- визначити ключові аспекти запровадження механізму переходу до волатильної моделі валютно-курсової політики в Україні;
- на підставі аналізу платіжного балансу України оцінити вплив валютно-





курсової політики НБУ на конкурентоспроможність національної економіки;

- обґрунтувати науково-методичні засади впливу золотовалютних резервів на реалізацію девізної політики Національного банку України;
- узагальнити релевантні фактори вибору резервних валют при формуванні та управлінні офіційними резервами НБУ;
- дослідити сутність економічної категорії “валютний ринок” з погляду його функціонально призначення, інституційної побудови та організаційно-технічного забезпечення;
- оцінити ступінь впливу загальних і спеціальних інструментів валютної політики Національного банку України на динаміку обмінного курсу гривні.

*Об’єктом дослідження* є валютна політика України як невід’ємна складова її грошово-кредитної політики.

*Предметом дослідження* є теоретико-методологічні засади і науково-методичне забезпечення механізму реалізації валютної політики в Україні.

*Методи дослідження.* Методологічною основою дисертаційного дослідження є теоретичні напрацювання вітчизняної та світової економічної науки, концептуальні положення сучасної економічної теорії, наукові праці провідних вітчизняних і зарубіжних вчених-економістів, присвячені дослідженню проблем реалізації валютної політики.

У процесі дослідження використовувалися наступні методи дослідження та аналізу економічних процесів: при обґрунтуванні категоріального апарату – метод наукової абстракції; при дослідженні концептуальних засад вибору стратегії валютної політики – діалектичний метод; при визначенні закономірностей розвитку системи елементів механізму реалізації валютної політики, зокрема, платіжного балансу та валютного ринку – методи аналізу та синтезу, індукції та дедукції; при розгляді особливостей реалізації валютної політики у зарубіжних країнах з метою можливої адаптації в Україні – методи аналогії та абстракції; при

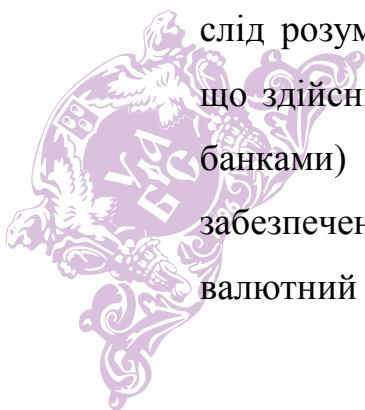
визначенні впливу інструментів реалізації валютної політики на динаміку обмінного курсу гривні – методи порівняння, групувань, вибірок; при дослідженні взаємозв'язків розвитку вітчизняного валютного ринку і світового ринку “форекс” – методи кореляційно-регресійного аналізу.

*Інформаційною базою* дослідження є законодавчі та нормативно-правові документи з питань реалізації грошово-кредитної та валютної політики, статистичні та аналітичні матеріали Міністерства фінансів України, Міністерства економіки України, Національного банку України, Державного комітету статистики України, Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку України, Асоціації банків України. Опрацьовано звітно-аналітичну інформацію міжнародних організацій і фінансових структур, в тому числі Міжнародного валютного фонду, Міжнародного банку реконструкції та розвитку, Європейського центрального банку, Федеральної резервної системи США, компаній Reuters, Bloomberg. Використано інформацію, зібрану автором під час особистого вивчення особливостей реалізації грошово-кредитної політики центральними банками Росії, Німеччини та Великобританії. Проаналізовані монографічні дослідження і статті зарубіжних та вітчизняних авторів.

**Наукова новизна одержаних результатів** полягає у вирішенні наукової проблеми розробки теоретико-методологічного забезпечення та практичних рекомендацій, спрямованих на удосконалення механізму реалізації валютної політики в Україні. Найбільш вагомими науковими результатами дисертаційного дослідження є такі:

*вперше:*

- запропоновано поняття “механізм реалізації валютної політики”, під яким слід розуміти систему заходів нормативного і регулятивного характеру, що здійснюються суб'єктами валютної політики держави (центральними банками) шляхом використання відповідних інструментів з метою забезпечення взаємозв'язку між її елементами та їхнього впливу на валютний ринок країни. Визначено, що ключовими (спеціальними)



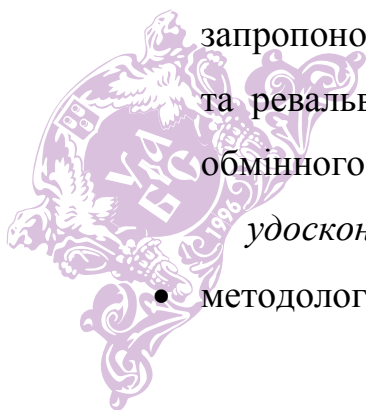


елементами механізму реалізації валютної політики виступають валютно-курсова політика та політика управління золотовалютними резервами, загальним елементом – політика регулювання платіжного балансу; об'єктом впливу є валютний ринок; рушійною силою механізму реалізації – сукупність загальних і спеціальних інструментів валютної політики;

- розроблено стратегію переходу до волатильної моделі валютно-курсової політики в Україні, яка має на меті збереження стабільності грошово-кредитного ринку та запроваджує монетарний режим таргетування інфляції замість існуючого режиму таргетування обмінного курсу, шляхом обґрунтування плану дій, згідно з яким система валютного курсоутворення повинна пройти визначені стадії перехідного періоду: 1) фіксована прив'язка; 2) обмежена волатильність; 3) значна волатильність; 4) вільне плавання;
- запропоновано науково-методичний підхід щодо оцінки ефективності мінімізації валютно-курсового ризику шляхом укладання депозитної угоди з форвардним покриттям, що надасть можливість використання суб'єктами валютних відносин похідних фінансових інструментів (форвардних угод, ф'ючерсних контрактів і валютних опціонів) з метою хеджування валютних ризиків. Це дало змогу обґрунтувати необхідність створення в Україні ринку фінансових деривативів;
- обґрунтовано необхідність врахування показника девальвації (ревальвації) гривні при розробці Національним банком України основних засад грошово-кредитної політики. На підставі проведених розрахунків показників депреціації та апреціації гривні щодо долара США запропоновано науково-методичний підхід щодо визначення девальвації та ревальвації валюти на основі не прямого, а зворотного котирування обмінного курсу;

*удосконалено:*

- методологічні засади регулювання режиму обмінного курсу шляхом

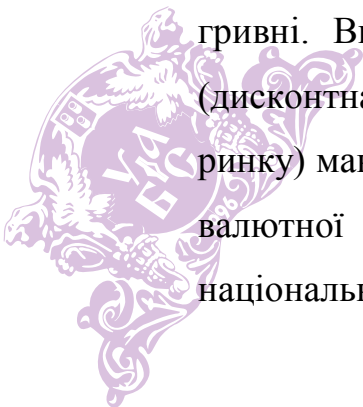


систематизації основних теоретичних підходів щодо валютно-курсових режимів. Запропоновано графічну модель прийняття рішень щодо режиму валютного курсу в країні, основний зміст якої полягає у побудові трикутника “кутових і проміжних рішень” з виділенням двох кутових режимів: “монетарний союз” (“monetary union”) і “вільне плавання” (“pure float”), а решту проміжних режимів розташовано між ними за принципом ступінчатої послідовності. При цьому встановлено, що в Україні використовується режим “жорсткого плавання”, який регулюється НБУ за допомогою інструментів девізної політики та адміністративних інструментів;

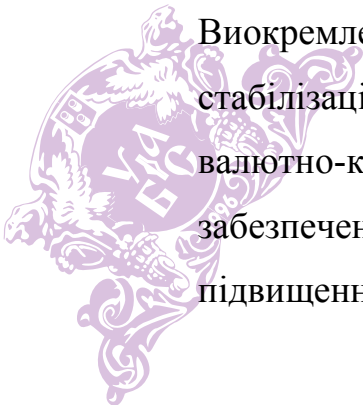
- сутнісну характеристику категорії “валютний ринок” як системи економічних відносин між його суб’єктами щодо здійснення операцій з купівлі-продажу валют і валютних цінностей за допомогою сучасних засобів фінансової телекомунікації, де цінами виступають встановлені під впливом попиту і пропозиції валютні курси;
- визначення поняття “валютна політика” як комплексу економічних, організаційних, правових, адміністративних та інших заходів, методів, форм, інструментів і механізмів, які використовуються державою у сфері валютно-фінансових і кредитних відносин відповідно до поточних та стратегічних цілей її загальної економічної політики з метою забезпечення стабільності обмінного курсу національної валюти та збалансованості платіжного балансу країни;

*набули подальшого розвитку:*

- методологічні основи оцінки впливу інструментів валютної політики НБУ через канали трансмісійного механізму на динаміку обмінного курсу гривні. Виявлено, що загальні інструменти монетарного регулювання (дисконтна політика, політика обов’язкових резервів, політика відкритого ринку) мають опосередкований характер впливу, а спеціальні інструменти валютної політики (девізна політика, політика девальвації (ревальвації) національної валюти, політика валютних обмежень) є найбільш дієвими;



- науково-методичні засади впливу золотовалютних резервів на реалізацію девізної політики НБУ з метою забезпечення курсової стабільності гривні та збереження рівноваги на міжбанківському валютному ринку України. Визначено, що зміна обсягу міжнародних резервів безпосередньо впливає на внутрішній грошовий обіг, оскільки золотовалютні резерви є основним видом активів НБУ і відповідно забезпеченням його зобов'язань, які визначають масштаби емісії національної валюти;
- методологічні підходи щодо оцінки впливу валютно-курсОВОї політики НБУ на конкурентоспроможність вітчизняної економіки. Обґрунтовано, що вартісним показником зовнішньої конкурентоспроможності України є її платіжний баланс, динаміка і пропорції якого формують волатильність валютного курсу, а ключовим інструментом коригування рівня цінової конкурентоздатності національної економіки виступає індекс реального ефективного обмінного курсу (РЕОК) гривні. Доведено необхідність підтримання відповідності між його динамікою та значенням офіційного валютного курсу;
- методичні підходи до визначення релевантних факторів вибору резервної валюти при формуванні та управлінні золотовалютними резервами центрального банку. Виявлено основні чинники, що впливають на процес оптимізації структури міжнародних резервів Національного банку України, а саме: 1) питома вага іноземної валюти у системі міжнародних розрахунків країни; 2) сальдо поточного рахунку платіжного балансу; 3) частка країни-партнера у загальному обсязі зовнішньої торгівлі України; 4) інтервенційна іноземна валюта;
- періодизація етапів розвитку валютно-курсОВОї політики в Україні. Виокремлено наступні етапи: зародження та становлення, розвитку, стабілізації, лібералізації. Визначено, що пріоритетним завданням валютно-курсОВОї політики в умовах лібералізації валютних відносин є забезпечення стабільності обмінного курсу гривні з поступовим підвищенням його волатильності та розширенням меж коливань за



рахунок мінімізації регулятивного впливу НБУ на механізм курсоутворення.

**Практичне значення одержаних результатів** полягає в тому, що теоретичні та методологічні розробки, висновки дисертаційної роботи можуть використовуватися у процесі формування та реалізації основних засад грошово-кредитної політики України з метою забезпечення курсової стабільності національної грошової одиниці – гривні.

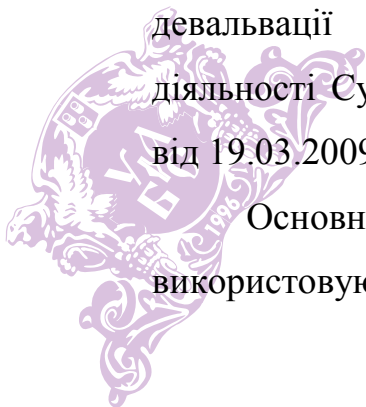
Внесені з урахуванням зарубіжного досвіду пропозиції щодо практичних аспектів вибору резервних валют при формуванні та управлінні золотовалютним резервом використані Департаментом з управління валютним резервом та здійснення операцій на відкритому ринку Національного банку України (довідка № 38-013/2411 – 7293 від 22.04.2009).

Дослідження автора щодо визначення ступеня впливу загальних і спеціальних інструментів валютної політики Національного банку України на динаміку обмінного курсу гривні використані Центром наукових досліджень НБУ при підготовці проектів регуляторних актів Національного банку України (довідка № 53-108/82 від 19.02.2009).

Пропозиції щодо управління валютною позицією банку з метою мінімізації валютно-курскових ризиків використовуються у практичній діяльності філії ЗАТ “ОТП Банк” в м. Суми (довідка № 100-01/387/1 від 25.02.2009).

Практичні рекомендації автора щодо застосування підприємствами-експортерами цінового фактору підвищення конкурентоспроможності своєї продукції на зовнішніх товарних ринках за допомогою інструментів валютно-курсової політики Національного банку України, зокрема девальвації гривні, використані Управлінням зовнішньоекономічної діяльності Сумської обласної державної адміністрації (довідка № 04-03/456 від 19.03.2009).

Основні теоретичні положення дисертаційної роботи використовуються регіональним центром підвищення кваліфікації

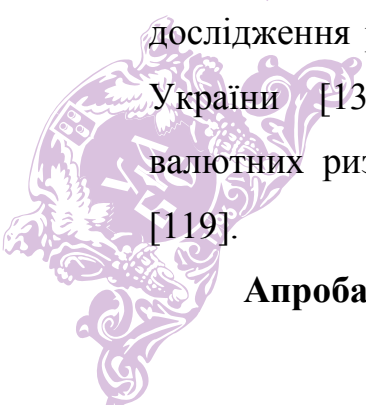


Державного вищого навчального закладу “Українська академія банківської справи Національного банку України” в процесі формування та реалізації програм підвищення кваліфікації спеціалістів територіальних управлінь Національного банку України (акт від 18.03.2009).

Результати наукових досліджень, викладені в дисертаційній роботі, використовуються у навчальному процесі кафедр міжнародної економіки та банківської справи ДВНЗ “Українська академія банківської справи Національного банку України” при викладанні курсів “Міжнародні валютно-кредитні відносини”, “Центральний банк і грошово-кредитна політика” та “Операції з фінансовими деривативами” (акт від 17.03.2009).

**Особистий внесок здобувача.** Дисертаційна робота є самостійним завершеним дослідженням. Результати наукового дослідження отримані автором особисто і знайшли відображення в опублікованих працях. З наукових праць, опублікованих у співавторстві, використані лише ті ідеї та положення, які є результатом власної роботи здобувача. Особистий внесок у працях, опублікованих у співавторстві, полягає у наступному: обґрунтування необхідності прогнозування довгострокових і короткострокових курсових коливань з метою хеджування валютного ризику [106]; дослідження особливостей використання основних інструментів хеджування валютних ризиків, зокрема деривативів [108]; визначення специфіки використання золотих і валютних застережень у зовнішній торгівлі [109]; дослідження проблем становлення та основних етапів розвитку валютного ринку України [128]; розгляд специфіки проведення дилінгових операцій банків [110]; аналіз специфіки проведення різних видів валютних аукціонів [111]; обґрунтування взаємозв'язку між валютним та іншими видами фінансового ризику [117]; дослідження ролі та місця валютного ринку у структурі фінансового ринку України [131]; обґрунтування необхідності хеджування операційних валютних ризиків, що виникають у діяльності підприємств-учасників ЗЕД [119].

**Апробація результатів дослідження.** Основні результати

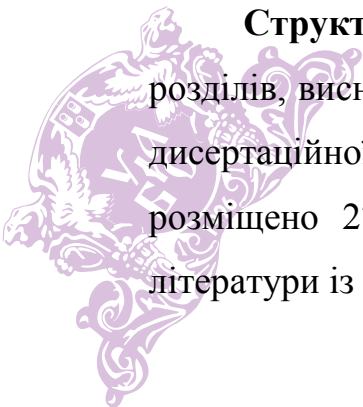




дисертаційного дослідження доповідались автором у 2000–2009 роках на науково-практичних конференціях. Серед них: Міжнародна науково-практична конференція “Макроекономічна політика в Україні: проблеми науки та практики” (2007 р., м. Харків); Міжнародна науково-практична конференція “Банківська система України в умовах глобалізації фінансових ринків” (2006, 2007 р., м. Черкаси); Всеукраїнська науково-практична конференція “Актуальні проблеми економіки” (2007 р., м. Київ); Міжнародна науково-практична конференція “Фінансові ринки та інститути” (2007 р., м. Харків); Всеукраїнська науково-практична конференція “Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України” (2000–2008 рр., м. Суми); Міжнародна науково-практична конференція “International Management: Theory and Practice” (2008 р., м. Бремен, Німеччина); Міжнародна науково-практична конференція “Інтеграція України в європейський та світовий фінансовий простір” (2008 р., м. Львів); Міжнародна науково-практична конференція “Государственное регулирование экономики и повышение эффективности деятельности субъектов хозяйствования” (2009 р., м. Мінськ, Республіка Беларусь); Міжнародна науково-практична конференція “Міжнародна банківська конкуренція: теорія і практика” (2006–2009 рр., м. Суми).

**Публікації.** Основні положення дисертації опубліковано у 42 друкованих виданнях, в тому числі 4 монографіях, з яких 2 є одноосібними, 1 підручнику; 26 статей опубліковано у наукових журналах і збірниках наукових праць, що визнані ВАК України фаховими з економіки; 10 – в інших виданнях. Загальний обсяг опублікованих робіт складає 119,8 друк. арк., з них особисто автору належить 41,2 друк. арк.

**Структура і обсяг дисертації.** Дисертація складається зі вступу, шести розділів, висновків, списку використаних джерел і додатків. Загальний обсяг дисертаційної роботи складає 418 сторінок, у тому числі на 126 сторінках розміщено 27 таблиць, 44 ілюстрації, 15 додатків, список використаної літератури із 355 найменувань.



# РОЗДІЛ 1

## ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ФОРМУВАННЯ І РЕАЛІЗАЦІЇ ВАЛЮТНОЇ ПОЛІТИКИ

### 1.1. Сутність валютної політики, її цілі та механізм реалізації

Глобалізація економічних процесів, поглиблення міжнародного розподілу праці, формування світових товарних і фінансових ринків, інтегрування національних господарств у світову економічну систему зумовлюють суттєве зростання ролі валютних відносин, а відтак підвищують значення властивих державі функцій з їх регулювання. Реалізація завдання щодо оптимального регулювання державою економічних процесів має застосовуватися передусім на засобах і методах валютної політики, яка на сьогодні є однією з головних складових економічної політики. Адже в умовах високого рівня участі економіки України у міжнародному розподілі праці значення зовнішньоекономічної діяльності й ефективної організації валютних відносин складно переоцінити. Отже, зростаюча інтернаціоналізація та глобалізація господарського життя суспільства, дедалі більша взаємозалежність національних економік є фактором посилення ролі валютної політики як інструменту економічної політики держави, що визначає активний вплив уповноважених регулятивних інститутів на діяльність суб'єктів ринку, яка тим або іншим чином пов'язана з валютними відносинами.

Політика (від грецького «politike» – мистецтво управління державою) трактується як правило як суспільна діяльність. У «Російському тлумачному словнику» дається неоднозначне трактування цього поняття. Політика розглядається як:

- діяльність держави в області внутрішнього життя країни і міжнародних

відносин, а також діяльність суспільних угруповань, партій, що визначається їх інтересами і цілями;

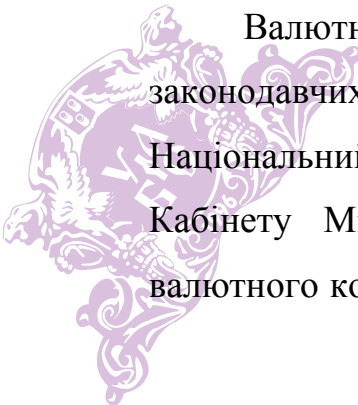
- питання і події суспільного державного життя;
- образ дій будь-кого, спрямованих на досягнення певних цілей.

«Філософський словник» визначає політику як «...участь у справах держави, визначення форм, завдань та змісту діяльності держави. До сфери політики відносять питання державного устрою, управління країною...».

Словник Вебстера тлумачить її саме як «встановлений курс», якого дотримується уряд, установа або приватна особа» та характеризує як «зваженість суджень в управлінні справами» і як «управління процедурами». Політика – це спосіб виконання послідовно пов'язаних дій, де принципи являють собою основу визначення відповідної політики та методів її здійснення.

Залежно від сфери суспільних стосунків, що є об'єктом політичної дії, можна говорити про економічну політику, соціальну, культурну, технічну та інші види політики. Валютна політика – лише складова частина політики, що проводиться центральним банком в його діяльності. У виданні Світового банку за редакцією Н. Брука говориться: «Розробка та реалізація політики означає інтеграцію організаційних потреб, правил, законів і управлінської філософії. Це сприяє розвитку корпоративної культури. При розробці політики зміцнюється імідж банку і закладається підґрунтя для майбутніх результатів. Потреба у чітко визначеній політиці зростає у міру розширення децентралізації і підвищення самостійності банку. Розробка політики досить часто ґрунтується на галузевій політиці, традиціях і рекомендаціях керівників і Ради директорів».

Валютна політика – складне економічне поняття. У вітчизняних законодавчих та нормативних актах, зокрема, Законах України «Про Національний банк України», «Про банки і банківську діяльність», Декреті Кабінету Міністрів України «Про систему валютного регулювання і валютного контролю» та інших документах, не подається окреме визначення



поняття «валютна політика». В економічній і фінансовій літературі складно знайти два однакових визначення валютної політики. Отже, кращому розумінню сутності валютної політики сприятиме наведення різних визначень, що акцентують увагу на її певних аспектах.

Так у підручнику «Финансовое право» зазначається, що валютна політика – це сукупність заходів, що здійснюються у сфері міжнародних економічних відносин відповідно до поточних та стратегічних цілей економічної політики країни [280].

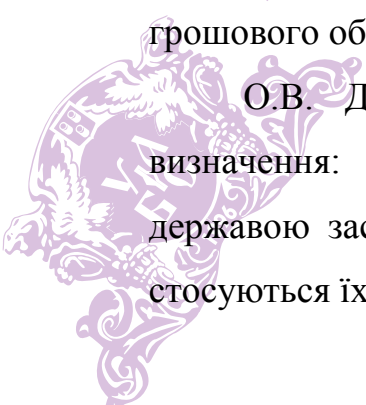
Л.Н. Красавина визначає валютну політику як сукупність заходів, що здійснюються у сфері міжнародних та інших економічних відносин у відповідності з поточними та стратегічними цілями країни. [189, с. 181].

Аналогічне визначення надає професор А.М. Мороз у підручнику «Центральний банк та грошово-кредитна політика», де він визначає валютну політику як сукупність заходів, які здійснюються державою у сфері міжнародних валютних відносин відповідно до поточних (тактичних) та довгострокових (стратегічних) цілей країни [283, с. 92].

В цілому погоджуючись з подібними тлумаченнями, зазначимо, що вони не містять інституційного аспекту. Крім того, визначення валютної політики як сукупності заходів не відображує такої її якості, як динамічність, тобто в залежності від розвитку економічних процесів відбуваються постійні зміни валютної політики.

Інституційний аспект підкреслює А.Г. Наговіцин і визначає валютну політику як сукупність усіх заходів, що здійснюються державою і центральним банком у сфері валютних відносин та грошового обігу [208, с. 10]. Однак, на наш погляд, не всі заходи, що здійснюються у сфері грошового обігу, мають відношення до валютної політики.

О.В. Дзюблюк у підручнику «Валютна політика» дає наступне визначення: «Валютна політика – це розробка й практична реалізація державою засобів впливу на ті економічні відносини суб'єктів ринку, які стосуються їхніх операцій з валютою» [89, с. 24].



Деякі автори, зокрема Я. Белінська та І.Т. Балабанов вважають, що валютна політика являє собою сукупність економічних, юридичних і організаційних форм і методів у сфері валютних відносин, що здійснюються державою та міжнародними валютно-фінансовими організаціями [8, 18]. На наш погляд, вони конкретизують сукупність заходів, однак визначають їх лише для рівня держави.

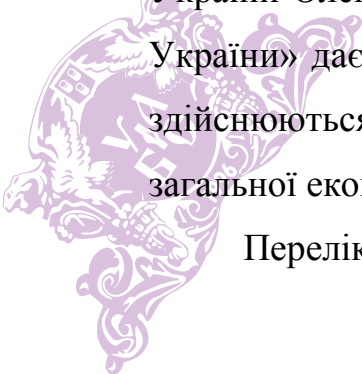
У навчальному посібнику «Адміністративне право України: основні поняття» увага акцентується на основних напрямках валютної політики як політики, спрямованої на встановлення і підтримання паритетного курсу національної валюти щодо іноземних валют, стимулювання зростання державних валютних резервів та їх ефективне використання. Аналогічне визначення надає А.І. Шмирьова, розглядаючи валютну політику у широкому та вузькому сенсі.

Валютна політика у розумінні М.К. Бункиної – це сукупність нормативних і монетарних дій центрального банку, міністерства фінансів та інших державних органів у сфері валютних відносин [37, с. 23]. Ми вважаємо, що лише нормативних і монетарних дій для регулювання зовнішніх та внутрішніх валютних відносин недостатньо, особливо в умовах трансформаційної економіки.

У третьому виданні Великої Радянської Енциклопедії валютна політика визначається як сукупність заходів, що здійснюються державою та центральними банками у сфері грошового обігу та валютних відносин з метою впливу на купівельну спроможність грошей, валютні курси і на економіку країни в цілому.

Директор департаменту валютного регулювання Національного банку України Олена Щербакова у статті «Валютна політика Національного банку України» дає таке тлумачення: «Валютна політика – сукупність заходів, які здійснюються державою у сфері валютних відносин відповідно до цілей загальної економічної політики країни» [298].

Перелік визначень поняття «валютна політика» можна продовжити, але





їх аналіз і порівняння дозволяє нам дати власне визначення даної економічної категорії.

Отже, на нашу думку, валютна політика – це комплекс економічних, організаційних, правових, адміністративних та інших заходів, методів, форм, інструментів і механізмів, які здійснюються державою у сфері валютно-фінансових і кредитних відносин відповідно до поточних та стратегічних цілей загальної економічної політики держави, передусім з метою забезпечення стабільності обмінного курсу національної валюти та збалансованості платіжного балансу країни.

Економічні заходи полягають у використанні тих чи інших інструментів і важелів впливу, які визначають економічну мотивацію поведінки суб'єктів валютних відносин.

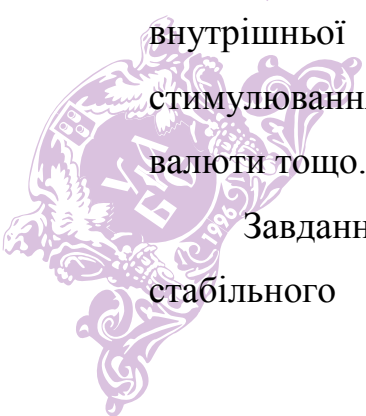
Правові заходи охоплюють юридичне оформлення валютної політики у вигляді відповідного валютного законодавства країни, а також укладених міждержавних угод, предметом яких є регулювання валютних відносин.

Організаційні заходи передбачають конкретну діяльність відповідних державних інституцій із реалізації валютної політики у вигляді підготовки, прийняття і контролю за реалізацією певних рішень з валютних відносин.

Кабінет Міністрів і Національний банк України здійснюють валютну політику відповідно до принципів загальної економічної політики України. Основною метою валютної політики як складової монетарної політики є стабілізація курсу національної грошової одиниці та збалансованість платіжного балансу країни.

Довгострокова валютна політика передбачає заходи, спрямовані на забезпечення макроекономічної стабільності та створення умов довіри внутрішньої економіки й іноземного бізнесу до національної валюти, стимулювання розвитку експорту, повернення в країну заробленої іноземної валюти тощо.

Завданням короткострокової валютної політики є забезпечення стабільного функціонування національної валютної системи, сприяння



збалансованості платіжного балансу, гармонізації інтересів експортерів та імпортерів. Вона також передбачає:

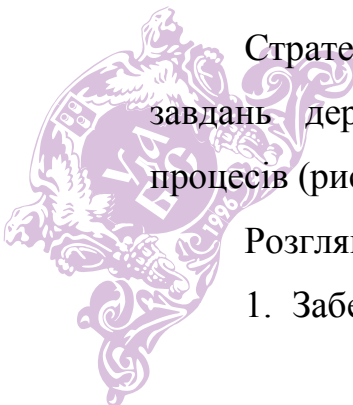
- поточне регулювання системи валютних обмежень та системи економічних нормативів (зокрема, допуск нерезидентів на ринок державних цінних паперів);
- створення сприятливих умов для інвестицій у національну економіку;
- оперативне регулювання валютно-ринкової кон'юнктури за допомогою валютних інтервенцій для зменшення спекулятивного тиску на валютний курс;
- удосконалення правової та організаційної структури валютного ринку;
- здійснення жорсткого контролю за капітальними операціями резидентів та нерезидентів на валютному ринку України;
- удосконалення контролю за експортно-імпортними операціями через налагодження тіснішої взаємодії всіх органів валютного контролю;
- удосконалення міждержавних розрахунків та опрацювання можливостей різноманітних форм інтеграції (зокрема створення платіжних та валютних союзів);
- проведення курсової політики, яка базується на цільових показниках грошово-кредитної сфери;
- удосконалення механізму курсоутворення відповідно до структурних змін в економіці тощо [283].

Валютна політика будь-якої країни проводиться у сфері валютних відносин з метою реалізації стратегічних і тактичних цілей країни як суб'єкта світової економіки. Система цих цілей має давати відповідь на головне питання: для чого власне проводиться валютна політика.

Стратегічні цілі валютної політики спрямовані на вирішення основних завдань державної економічної політики з регулювання економічних процесів (рис. 1.1).

Розглянемо основні стратегічні цілі валютної політики держави.

1. Забезпечення стійкого економічного зростання, тобто збільшення



обсягів виробництва товарів і надання послуг, що є головним завданням регулятивних заходів, які мають забезпечити неперервність відтворювального процесу і стабільний приріст не тільки абсолютної величини валового внутрішнього продукту, а й у розрахунку на душу населення країни.

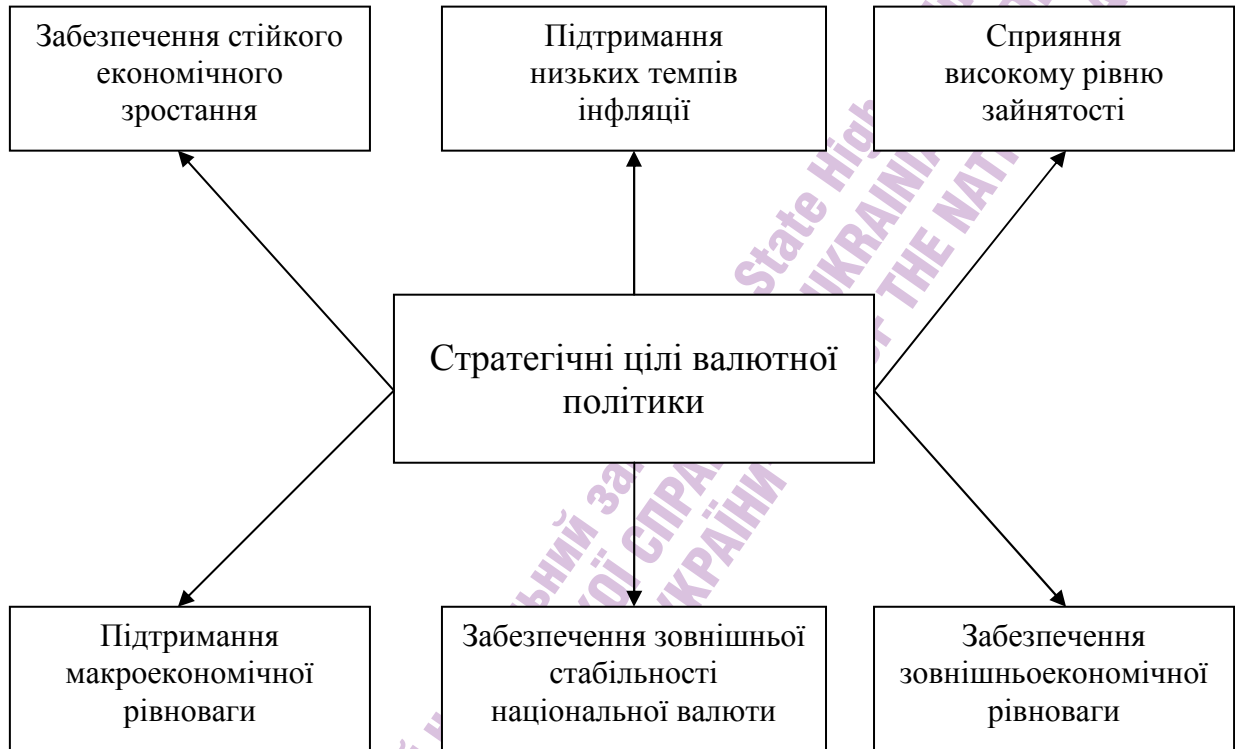


Рис. 1.1. Система стратегічних цілей валютної політики країни [89, с. 25]

2. Підтримання низьких темпів інфляції, тобто забезпечення порівняно стабільного рівня цін, що є необхідною умовою підтримання макроекономічної рівноваги у господарстві і стану визначеності для всіх економічних агентів, оскільки стійкість грошової одиниці забезпечує можливості для довгострокових заощаджень та інвестицій.

3. Сприяння високому рівню зайнятості, що передбачає стримування зростання безробіття серед працездатного населення і за умов досягнення рівноваги на ринку праці при забезпеченні економічного зростання визначає зростання його доходів і добробуту.

4. Забезпечення зовнішньоекономічної рівноваги, що передбачає підтримання рівноваги платіжного балансу, оскільки діяльність суб'єктів

господарювання на зовнішніх ринках є важливою складовою економічних відносин, а відтак збалансування грошових і товарних потоків країни є необхідною умовою її нормального економічного розвитку.

5. Забезпечення зовнішньої стабільності національної валюти, що є необхідною умовою підтримання довіри до неї з боку національного та іноземного бізнесу, а також полегшення умов роботи суб'єктів зовнішньоекономічної діяльності, що визначається можливостями її кращого планування на тривалу перспективу та укладення довгострокових контрактів.

6. Підтримання макроекономічної рівноваги через досягнення фінансової стабільності та оптимальної галузевої й регіональної структури господарства, що забезпечується участю країни у світовій економіці та міжнародному поділі праці з погляду на національні інтереси.

Таким чином, зміст стратегічних завдань, які стоять перед валютною політикою, визначає її як невід'ємну органічну складову державної економічної політики загалом, у якій втілюється проваджуваний урядом країни курс, покликаний виражати інтереси усього суспільства.

На різних етапах суспільного розвитку стратегічні цілі валютної політики залежать від особливостей економічної і політичної ситуації в країні, стану її платіжного балансу і грошового обігу, а також зовнішніх зобов'язань, пов'язаних з участю країни у міжнародних організаціях. У зв'язку з цим валютна політика має підпорядковуватися загальній системі стратегічних цілей держави щодо регулювання ринкових відносин, що у кінцевому підсумку і визначає стратегію економічного розвитку країни.

Водночас потрібно розуміти, що валютна політика як одна зі складових економічної політики держави повинна мати і свої власні, конкретні завдання, які визначають її наповнення та відрізняють від інших напрямів державної економічної політики, тобто тактичні цілі (рис. 1.2).

Тактичні цілі валютної політики безпосередньо пов'язані з реалізацією регулятивних функцій держави щодо впливу на валютні відносини. До них належать:

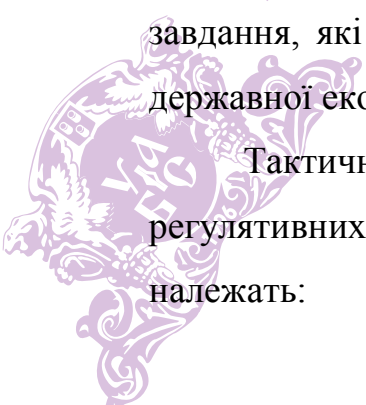




Рис. 1.2. Система тактичних цілей валютної політики [89, с. 27]

1. Створення механізму оптимального управління обмінним курсом відповідно до цільових орієнтирів грошово-кредитної політики з метою підтримання стабільності внутрішнього грошового обігу та узгодження інтересів експортерів та імпортерів.

2. Оперативне регулювання валютного ринку країни для підтримання стабільності валютних відносин і недопущення спекулятивного тиску та фінансових криз.

3. Сприяння нормальній організації грошового обігу в країні для забезпечення ефективних товарообмінних операцій у зовнішньоекономічній сфері.

4. Оперативне регулювання сальдо платіжного балансу для своєчасного погашення зовнішньої заборгованості та контролю за потенціалом розвитку економіки, незалежного від іноземних кредиторів.



5. Лібералізація або обмеження можливостей суб'єктів господарювання у здійсненні валютних операцій залежно від загальних цілей економічної політики держави, що визначає можливості ширшого або більш обмеженого доступу резидентів і нерезидентів на внутрішній валютний ринок країни.

6. Створення умов для економічного стимулювання зовнішньоторгових операцій, що є основним джерелом надходження валютної виручки і формування національного доходу держави.

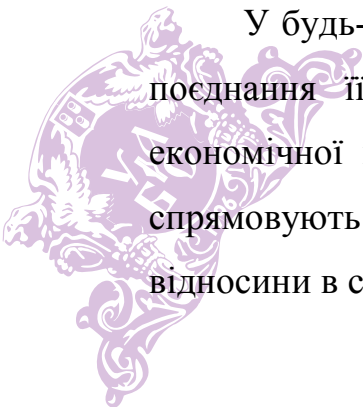
7. Регламентація порядку та умов здійснення міжнародних розрахунків і кредитування зовнішньоекономічної діяльності відповідно до міжнародної практики кредитно-розрахункових операцій з метою інтегрування національної економіки у світову фінансову систему.

8. Організація контролю за здійсненням резидентами і нерезидентами поточних валютних операцій і операцій, пов'язаних із рухом капіталу.

9. Забезпечення адекватних правових умов організації валютних відносин для розвитку зовнішньоекономічної діяльності суб'єктів господарювання і припливу іноземних інвестицій [89, с. 24-28].

Таким чином, хоч валютна політика і є невід'ємною складовою загальної макроекономічної політики держави, вона має цілу низку специфічних завдань, які визначають її роль саме у системі регулювання валютної сфери економічних відносин. Чим вагомішою є ця роль, чим активніше втручається держава у функціонування валютного ринку, тим більш регламентованою та регульованою буде діяльність суб'єктів господарювання, пов'язана з валютною сферою. І навпаки, за ліберальніших умов організації ринкової системи перелік тактичних цілей, які ставить перед собою держава щодо регулювання валютних відносин, буде вужчим.

У будь-якому разі ефективна валютна політика передбачає оптимальне поєднання її стратегічних завдань як невід'ємної складової державної економічної політики із тими тактичними цілями, котрі більш конкретно спрямовують регулятивні функції держави, які впливають на валютні відносини в суспільстві.



Підготовка, прийняття та виконання тих чи інших рішень щодо валютного регулювання уповноваженими державними органами має базуватися на певному механізмі реалізації валютної політики. Такий механізм визначає відповідну систему підходів, котрі знаходять безпосереднє практичне втілення у діяльності тих органів, на які покладено обов'язки щодо реалізації валютної політики.

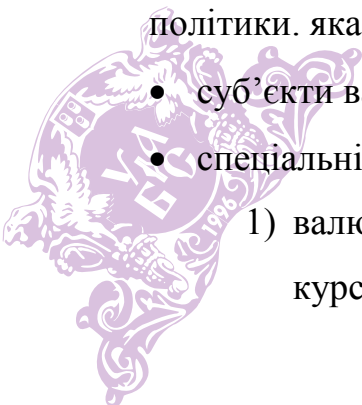
«Механізм» у перекладі з грецької означає знаряддя, машина. В даний час поняття «механізм» є багатозмістовним. Так, під механізмом розуміють пристрій для передачі і перетворення руху, який представляє собою систему тіл (ланок), в якій рух одного чи кількох тіл (ведучих) викликає цілком визначені рухи решти тіл системи; механізми бувають різними за конструкцією і призначенням, складають основу більшості машин, приладів та інших технічних знарядь. Під механізмом розуміють також і внутрішній устрій (будову), систему чого-небудь, наприклад, державний механізм управління. Механізм – це також і сукупність станів і процесів, з яких складається яке-небудь фізичне, хімічне, фізіологічне, психічне чи будь-яке інше явище, наприклад, механізм мислення. Термін «механізм» у наукових економічних працях дістав особливого розвитку в постсоціалістичних країнах в другій половині 60-х років, коли заговорили про «господарський механізм економічної системи», прагнучи наголосити на конкретній рушійній силі системи, що функціонує.

Автором визначено, що механізм реалізації валютної політики складається з системи елементів та інструментів і знаходить безпосереднє практичне втілення у діяльності суб'єктів валютної політики (рис. 1.3).

Обґрунтовано структурну побудову механізму реалізації валютної політики, яка має наступний вигляд:

- суб'єкти валютної політики, зокрема центральний банк країни;
- спеціальні елементи:

1) валютно-курсова політика (основна мета – регулювання валютного курсу, тобто вироблення механізму його встановлення та



підтримання на певному рівні);

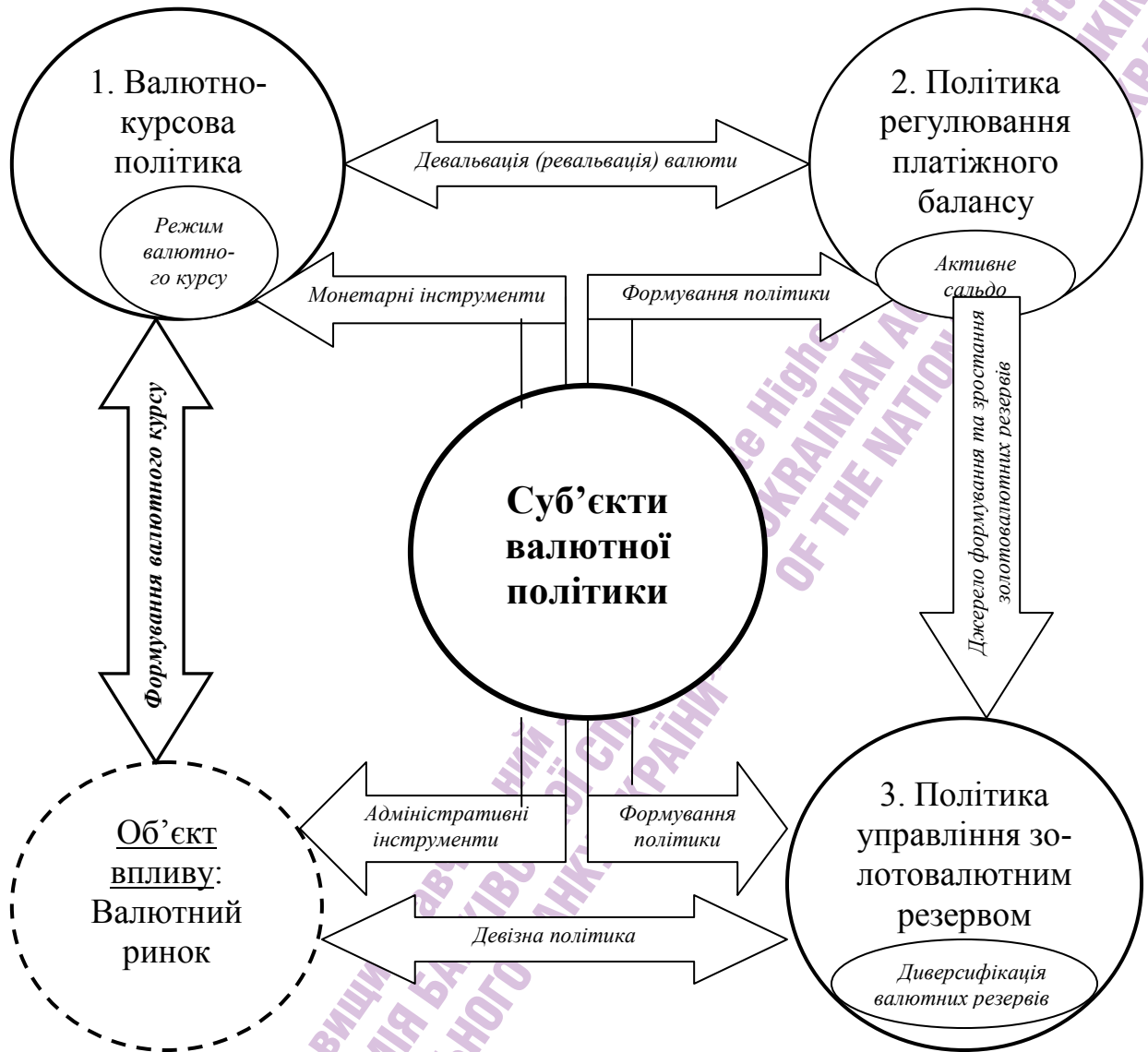


Рис. 1.3. Структурна схема механізму реалізації валютної політики

2) політика управління золотовалютними резервами (основна мета – забезпечення міжнародної валютної ліквідності та стабільності на валютному ринку);

• загальні елементи:

1) політика регулювання платіжного балансу (мета – підтримання рівноваги або активного сальдо);

• об'єкт впливу – валютний ринок;

• рушійна сила – сукупність загальних і спеціальних інструментів валютної

політики.

З практичної точки зору реалізація валютної політики – це комплекс заходів нормативного і регулятивного характеру, що здійснюється державними органами з метою впливу на суб'єктів валютних відносин.

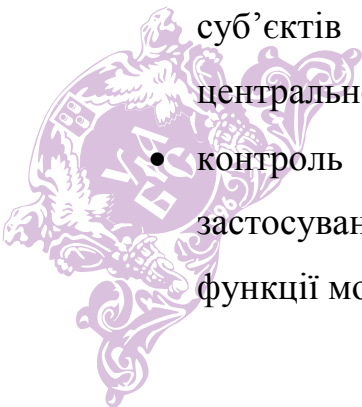
Нормативні заходи передбачають реалізацію валютної політики через сукупність законодавчих і нормативних актів, які регламентують порядок і принципи здійснення валютних операцій на території країни, валютних операцій резидентів з нерезидентами, порядок ввезення, вивезення, пересилання і переказу валютних цінностей, а також повноваження і функції органів валютного регулювання і валютного контролю та санкції за порушення валютного законодавства.

Нормативні заходи утворюють те правове поле, в межах якого уповноваженими державними органами проводиться валютна політика. Тому головним засобом реалізації нормативних заходів валютної політики є формування відповідного валютного законодавства.

Регулятивні заходи валютної політики – це система адміністративних та економічних важелів впливу на господарську діяльність суб'єктів валютних відносин. Регулятивні заходи є більш гнучкою складовою механізму реалізації валютної політики, дають змогу оперативніше впливати на стан валютного ринку та його учасників.

Адміністративні важелі – це практичні дії державних органів, які проводять валютну політику, спрямовані на забезпечення дотримання всіма економічними агентами чинних нормативно-правових актів із регламентації діяльності у валютній сфері. Ці важелі можуть передбачати:

- надання дозволів (ліцензій), введення обмежень чи заборон на діяльність суб'єктів ринку у валютній сфері (це, як правило, компетенція центрального банку);
- контроль за дотриманням законів, процедур, нормативних актів та застосування санкцій за їх порушення (окрім центрального банку, такі функції можуть покладатися ще й на митну службу та податкові органи).



До основних адміністративних важелів реалізації валютної політики належать передусім валютний контроль, тобто діяльність, спрямована на забезпечення дотримання валютного законодавства при здійсненні операцій із валютними цінностями на території країни, а також система валютних обмежень, котрі визначають механізм заборони чи лімітування прав резидентів і нерезидентів на здійснення операцій з валютою.

Однак попри важливість адміністративних важелів основу реалізації валютної політики в ринкових умовах господарювання становлять передусім економічні важелі.

Економічні важелі – це сукупність валютно-кредитних засобів впливу центральних банків країн та міжнародних фінансових організацій на поведінку економічних агентів і кон'юнктуру національних і світових валютних ринків.

Безпосереднім виявом впливу економічних важелів на валютний ринок є діяльність центрального банку із застосування відповідних інструментів валютної політики, здатних формувати економічну зацікавленість суб'єктів валютних відносин здійснювати ті чи інші операції з валютними цінностями. Це забезпечується впливом на динаміку грошової маси та обсяги кредитування, рівень процентних ставок і валютного курсу, а також інші макроекономічні параметри, котрі визначають зміст діяльності на валютному ринку.

Таким чином, реалізація валютної політики утворює цілісну систему дій із регулятивного впливу на валютні відносини, яку можна представити у вигляді послідовних етапів: від визначення цілей і завдань валютної політики до її поточного коригування відповідно до отриманих результатів (рис. 1.4).

Сукупність нормативних і регулятивних заходів валютної політики, які утворюють відповідний механізм її реалізації, водночас визначає і зміст діяльності органів, які проводять валютну політику на національному та міждержавному рівнях (рис. 1.5).

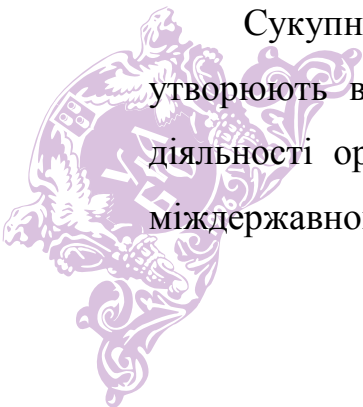






Рис. 1.4. Основні етапи механізму реалізації валютної політики [89, с. 57]

Залежно від рівня, на якому здійснюється валютна політика, – національного чи міжнародного – вона поділяється на дві основні форми:

- поточну (короткострокову);
- структурну (довгострокову).

Поточна валютна політика – це сукупність заходів із повсякденного, оперативного регулювання валютного ринку. Вона передбачає вплив на динаміку обмінного курсу, кон’юнктуру валютного ринку, обсяги валютних операцій у країні тощо.

Основними цілями поточної валютної політики є:

- підтримання рівноваги платіжного балансу країни;
- забезпечення стабільності валютного курсу;
- створення сприятливих умов для здійснення зовнішньоекономічної діяльності;
- посилення позицій країни у конкурентній боротьбі за ринки збуту та джерела сировини й енергії, а також сфери застосування капіталів.

Щодо стратегічних завдань у сфері валютних відносин, то на їх вирішення значно більшою мірою спрямована структурна валютна політика.

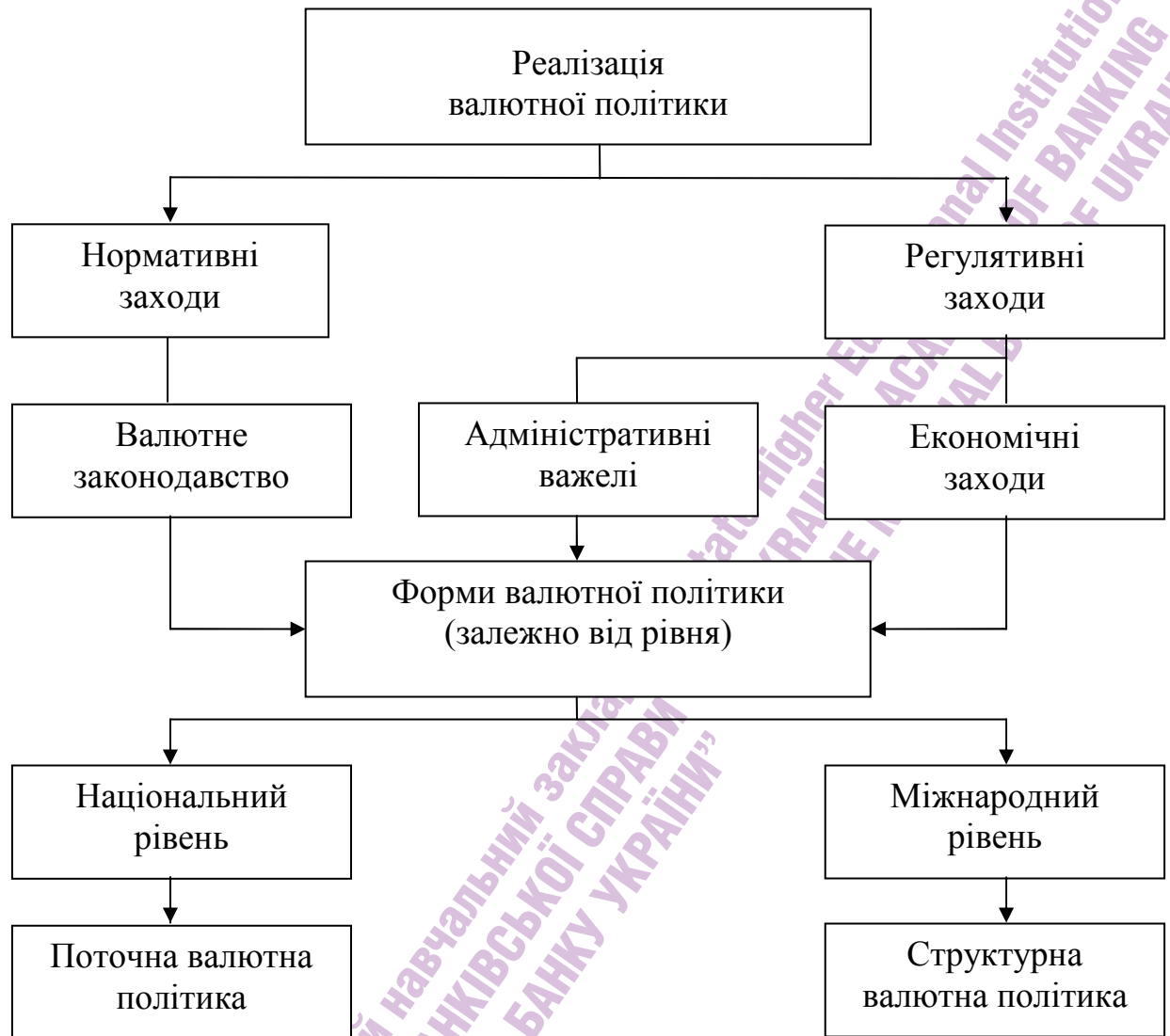


Рис. 1.5. Форми та напрямки реалізації валютної політики [133, с. 24]

Структурна валютна політика – це сукупність заходів міждержавного регулювання валютних відносин, спрямованих на забезпечення довгострокових структурних змін у світовій валютній системі.

Основними цілями структурної валютної політики є:

- розширення і поглиблення міжнародного економічного співробітництва, що визначається все більшою взаємозалежністю національних господарств;
- уникнення валютних криз чи ефективне подолання їх наслідків;
- забезпечення стабільного функціонування світових фінансових ринків.



## 1.2. Концептуальні засади вибору стратегії валютної політики

Стратегія монетарного регулювання економіки з погляду досягнення кінцевих цілей впливу держави на перебіг господарських процесів може ґрунтуватися на виборі однієї з двох ключових теоретичних концепцій такого впливу, котрі визначають основні принципи як для грошово-кредитної, так і для валютної політики. Попри різні поєднання і появу новітніх (нео-) версій таких концепцій загалом теоретичні основи реалізації грошово-кредитної і валютної політики центрального банку визначаються двома основними підходами до організації монетарного регулювання:

- кейнсіанський підхід, заснований на необхідності активного державного втручання у господарські процеси;
- монетаристський підхід, який ґрунтується на саморегулюванні економічної системи на основі ринкових процесів.

Сутність кейнсіанської концепції монетарного регулювання економіки полягає у тому, щоб через активізацію і стимулювання сукупного попиту, тобто загальної купівельної спроможності, вплинути на розширення виробництва і, відповідно, пропозицію товарів і послуг, що у кінцевому підсумку знаходить відображення в економічному зростанні та високій зайнятості працездатної частини населення.

Основні ідеї кейнсіанської теорії, а також її подальший розвиток у неокейнсіанських концепціях можна звести до таких основних моментів:

1. Оскільки величина сукупного попиту ( $Y$ ) складається з кількох компонентів (сукупного споживчого попиту домогосподарств ( $C$ ), інвестиційного попиту з боку виробників ( $I$ ), попиту на товари і послуги з боку держави ( $G$ ), чистого експорту ( $X$ ), що виражається відомим рівнянням  $Y = C + I + G + X$ ), то скорочення одного з них має компенсуватися зростанням іншого. Наприклад, якщо скорочуються споживчі витрати населення, має відбутися збільшення державних витрат.

2. Грошово-кредитна політика держави, спрямована на стабілізацію грошового обігу, рівня цін, валютного курсу і процентної ставки, є необхідним елементом розвинутого господарства, а центральний банк з суто розрахункового центру і зберігача золотого запасу стає найважливішим інститутом, який формує економічне середовище.

3. Державне втручання в економіку за допомогою грошово-кредитних методів має два напрями:

- антициклічне регулювання – здійснюється через експансіоністську грошово-кредитну політику, що дає змогу боротися з кризами та безробіттям;
- антиінфляційне регулювання – здійснюється через рестрикційні заходи.

Йдеться про подолання проблем безробіття й виробничого спаду у процесі реалізації політики «дешевих» грошей, що пожвавлює ринкову активність господарюючих суб'єктів і робить кредити доступними для підприємств.

Подолання інфляції відбувається через скорочення сукупного попиту за допомогою протилежних заходів – політики «дорогих» грошей. У комплексі ці заходи формують політику компенсаційного (дискретного) регулювання, що змінює напрями залежно від змін фаз ділового циклу.

4. Оскільки за логікою кейнсіанства саморегулювання і рівновага ринкового механізму є неможливими, держава повинна активно втручатися в економічне життя суспільства через грошово-кредитну політику, основною тактичною ціллю якої є процентні ставки. Річ у тім, що реальні ставки процента відіграють важливу роль у прийнятті інвестиційних рішень, оскільки відставання норми процента від норми прибутку є необхідною умовою ефективності капіталовкладень, спрямованих на розширення і модернізацію виробництва. У протилежному випадку підприємці будуть зацікавлені вкладати грошові кошти в альтернативні форми зберігання активів (державні облігації, банківські депозити), а не в розвиток

виробництва.

5. Потреба господарського обороту в грошових коштах залежить від суб'єктивних факторів, а тому є нестабільною. Так само мінливою і непередбачуваною є швидкість грошового обігу, яка змінюється не лише від одного економічного циклу до іншого, а й у межах одного циклу. У зв'язку з цим не лише гроші виступають фактором, що визначає динаміку обсягів виробництва, зайнятості та рівня цін, але і ставка процента, яка має вирішальний вплив на стан господарської кон'юнктури і вплинути на яку можна через зміну грошової пропозиції, реалізуючи політику «дешевих» або «дорогих» грошей.

6. Розроблена у кейнсіанській теорії концепція трансмісійного механізму грошово-кредитної політики визначає причинно-наслідкову залежність величини грошової маси (M), котра впливає на рівень процентної ставки (r), що позначається на нормі одержуваного прибутку (P), від якої в свою чергу залежить обсяг інвестицій (I), що безпосередньо впливають на розміри приросту національного доходу (Y):

$$M \longrightarrow r \longrightarrow P \longrightarrow I \longrightarrow Y.$$

7. У валютній сфері кейнсіанська концепція виходить із необхідності державного і міждержавного регулювання, у центрі якого має бути платіжний баланс країни. Підвищення ставок процента при цьому слугує активним засобом залучення іноземних капіталів, а відтак – вирівнювання платіжного балансу. І навпаки, зниження ставок процента зумовлює відповідну девальвацію валюти, а відтак – стимулювання експортних операцій (рис. 1.6).

8. Основним фактором, що визначає величину валютних курсів згідно з кейнсіанською теорією, є не паритет купівельної спроможності, а співвідношення реальних національних доходів країн. Тому валютні інтервенції, девальвації і ревальвації, тобто спеціальні інструменти валютної політики, мають активно використовуватися державними органами з метою регулювання валютного курсу, що позначається на платіжному балансі.





Рис. 1.6. Валютна політика за кейнсіанською концепцією [133, с. 32]

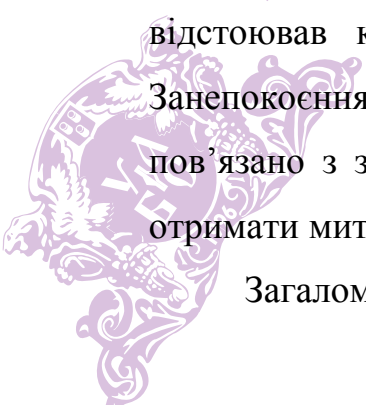
Таким чином, зміст стратегії валютної політики згідно з кейнсіанською концепцією передбачає активний вплив центрального банку на формування кон'юнктури валютного ринку для забезпечення зовнішньоекономічної збалансованості та фіксованого обмінного курсу, а також через механізм ставок процента вирішення внутрішніх завдань економічного розвитку.

Саме представники неокейнсіанської теорії (П. Самуельсон, Р. Солоу, Д. Діллон) не були прихильниками вільного коливання обмінних курсів, а виступали за збереження системи фіксованих курсів. Вони вважали, що якщо курс національної валюти буде у стані нерівноваги, то найбільш прийнятним варіантом буде встановлення більш жорсткого прямого контролю над цінами та заробітною платнею, ніж перехід до плаваючого курсу. Фактично ідеї кейнсіанської теорії в частині валютної політики, спрямованої на підтримання фіксованих обмінних курсів, лежали в основі Бреттон-Вудської валютної системи. Саме у період її дії у 50-60-ті роки 20 ст. МВФ за підтримки Федеральної резервної системи США домогся того, щоб фіксація обмінних курсів залишалася на незмінному рівні, а її перегляди допускалися лише у виняткових випадках. У цей період панування кейнсіанських рецептів регулювання економіки валютна політика щодо регулювання обмінних курсів взагалі перестала розглядатися у межах механізму макроекономічного регулювання.

З метою підтримання фіксованих обмінних курсів представники кейнсіанської теорії пропонували також запровадження зовнішньоторгових обмежень. Так, засновник американської течії кейнсіанської теорії Е. Хансен пропонував використовувати можливості активної державної політики для збереження фіксованих курсів. Максимум, на що готові були погодитися кейнсіанці, це незначне підвищення гнучкості обмінних курсів для малих відкритих економік. Окремі представники кейнсіанської теорії (Р. Солоу) не визнавали, що грошово-кредитна і валютна політика взагалі можуть бути засобом для вирішення проблем інфляції.

Фактично до кінця існування Бреттон-Вудської валютної системи МВФ відстоював кейнсіанські ідеї підтримання фіксованих обмінних курсів. Занепокоєння кейнсіанців із приводу плаваючих валютних курсів було пов'язано з загрозою проведення країнами конкуруючих девальвацій, щоб отримати миттєві цінові переваги на зовнішніх ринках.

Загалом кейнсіанська теорія грошово-кредитного регулювання



абстрагувалася від цінового фактора, що виражалося в ігноруванні можливості зростання темпів інфляції за умов виробничого спаду, тобто такого явища як стагфляція. У 60-70-х рр. 20 ст. кейнсіанські методи дефіцитного фінансування економіки у поєднанні з експансіоністською монетарною політикою перетворились у механізм розвитку інфляційної спіралі [77, 89].

За цих умов грошово-кредитне регулювання, засноване на кейнсіанських принципах, виявило свою недостатню ефективність, оскільки заходи боротьби зі спадом виробництва і безробіттям вступали у протиріччя з антиінфляційною політикою. Це зумовило відродження неокласичної теорії, провідне місце серед напрямів якої посів монетаризм.

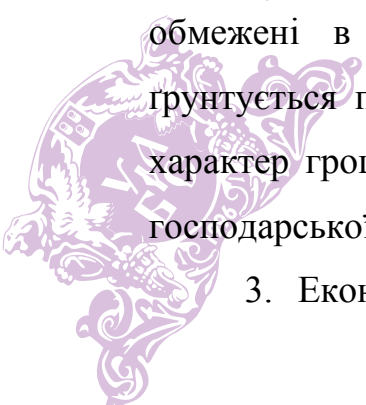
Зміст монетаристської концепції монетарного регулювання полягає у визнанні провідної ролі грошової маси в обігу для формування господарської кон'юнктури, стабілізації та розвитку ринкової економіки.

Основні положення, на яких ґрунтується ця концепція, зводяться до наступного:

1. Ринкова економіка є стійкою системою, що має внутрішні властивості саморегулювання і відновлення рівноваги через дію механізмів конкуренції і ціноутворення. На думку одного з основоположників цієї теорії М. Фрідмена, є досить жорсткі межі тієї користі, яку держава може принести економіці, проте немає майже ніяких меж тієї шкоди, яку вона може заподіяти [329].

2. Диспропорції в економічному розвитку країни є результатом помилкових регулюючих заходів держави, а відтак обсяги державного втручання в господарські процеси мають бути зведені до мінімуму й обмежені в основному заходами монетарної політики. Такий підхід ґрунтується передусім на ідеї про екзогенний щодо економічних процесів характер грошової сфери, яка справляє вирішальний вплив на формування господарської кон'юнктури і динаміку виробництва.

3. Економічні кризи зумовлюються значними коливаннями темпів

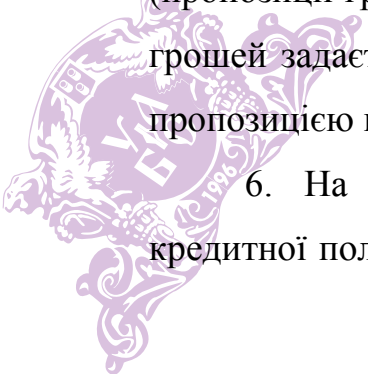


зростання грошової маси, що призводять до непередбачуваних і несподіваних змін попиту. У зв'язку з цим основним джерелом нестабільності в економіці є величина грошової маси, що має контролюватися центральним банком. Якщо неправильні дії останнього у сфері грошово-кредитного регулювання породжують різкі зміни обсягу грошей в обігу, це призводить до порушення макроекономічної стабільності.

4. Кількість грошей в обігу безпосередньо впливає на обсяг ВВП, оскільки збільшення грошової маси в короткостроковому періоді призводить до зростання виробництва, а після повного завантаження виробничих потужностей – до зростання цін. Йдеться про теоретичну основу монетаризму, витоки якого лежать у кількісній теорії грошей, постулати якої від Д. Юма до І. Фішера виражають однозначну залежність рівня товарних цін від зміни кількості грошей в обігу. При цьому обґрунтоване Фішером рівняння обміну  $MV=PQ$  у математичному вигляді характеризує однолінійний причинно-наслідковий зв'язок між грошовою масою ( $M$ ) і рівнем цін на товари в економіці ( $P$ ), оскільки заперечується довгостроковий зв'язок між  $M$  і  $Q$  (реальним обсягом виробництва товарів і послуг), а  $V$  (швидкість обігу грошей) розглядається як стабільний фактор, що може зазнавати незначних змін (наприклад, унаслідок змін густоти населення, оперативності транспорту, індивідуальних переваг тощо).

5. Причинами скорочення виробництва є невідповідність грошової маси потребам обороту ВВП, а для нормального функціонування економіки необхідним є стійкий приріст грошової маси, відповідно до зростання національного доходу. Тому ключовим завданням грошово-кредитного регулювання вважається підтримання стабільного зростання грошової маси (пропозиції грошей) відповідно до рівня попиту на них, оскільки пропозиція грошей задається екзогенно, а при виникненні диспропорцій між попитом і пропозицією вони усуваються за допомогою системи цін.

6. На відміну від кейнсіанської концепції дискретної грошово-кредитної політики, центральному банку, згідно з монетаристською теорією,



слід перейти до політики довгострокового впливу на економіку через поступове збільшення грошової маси. Цю ідею обґрунтував М. Фрідмен у вигляді «монетарного правила», за яким центральний банк має забезпечувати постійний та помірний темп приросту грошової маси, незалежно від фаз ділового циклу. Точна величина цього темпу менш важлива, на думку Фрідмена, ніж сам факт постійного збільшення обсягу грошей і відсутність реакції на економічні коливання.

7. Передавальний механізм монетарного регулювання відрізняється від кейнсіанської концепції і вказує на прямий зв'язок між пропозицією грошей і номінальним ВВП. Вплив грошових факторів на стан економіки розглядається монетаристами у вигляді механізму передачі «грошових імпульсів»: зміна грошової маси (M) впливає на вартість грошей через механізм попиту (D) і цін (P), що визначає в кінцевому підсумку динаміку номінального ВВП і національного доходу (Y):

$$M \implies D \implies P \implies Y.$$

8. У зв'язку з тим, що зміни грошової маси позначаються на економічній системі не відразу, а з певним часовим лагом (запізненням), монетарна політика має бути стабільною й орієнтуватися на довгострокову перспективу, оскільки часті зміни у ній через відставання у часі можуть дати ефект, протилежний очікуваному.

9. Світова економіка розглядається як сукупність відкритих національних господарств, тобто як система ринкових взаємозалежностей, у якій діють ті самі закони підтримання рівноваги, що й усередині кожної країни. Тому державне втручання на валютному ринку (наприклад, інтервенції) само по собі не призводить до стабілізації курсу, а лише розгойдує фінансову систему.

Таким чином, основні принципи монетаристської концепції монетарного регулювання можна спрощено представити у вигляді схеми (рис. 1.7).

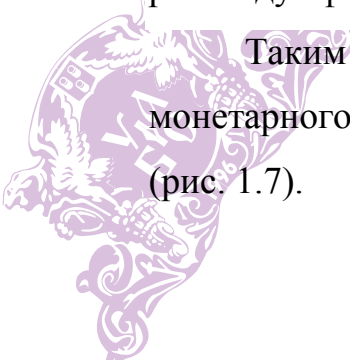






Рис. 1.7. Монетарне регулювання за монетаристською концепцією [133, с. 35]

На противагу представникам кейнсіанської концепції монетаристи відстоювали систему плаваючих валютних курсів, вважаючи неприпустимим активний державний вплив у сфері валютних відносин із метою фіксації обмінних курсів національних валют. Так, один з основоположників монетаристської теорії М. Фрідмен у своїй праці «Докази на користь плаваючих курсів» (1953 р.) розглядає гнучкі курси як єдину надійну гарантію свободи зовнішньої торгівлі. На його думку, уряди не мають права застосовувати будь-які торгові обмеження для захисту і підтримання обмінних курсів на незмінному рівні [329].

За монетаристською теорією, фіксовані обмінні курси підривають макроекономічну стабільність, оскільки внутрішні ціни змінюються повільно, що може негативно вплинути на динаміку реального виробництва. Крім того, Фрідмен заперечував антиінфляційні можливості фіксації валютного курсу. Саме гнучкі валютні курси перешкоджають нагромадженню різниці їх реальної вартості внаслідок внутрішніх інфляційних процесів (інфляційний диференціал), що виникає у разі фіксації курсів. Адже у кінцевому підсумку наявність інфляційного диференціалу курсів може зумовити в кінцевому підсумку значну девальвацію однієї з валют з усіма її негативними наслідками для економіки.

На думку представників монетаристської теорії, гнучкі обмінні курси слугують засобом об'єднання взаємозалежних країн через вільну торгівлю

при максимальній внутрішній грошово-кредитній незалежності. Саме прихильники монетаризму (М. Фрідмен, Г. Джонсон, Г. Саймонс) як ключову ідею реалізації валютної політики пропонували не лише відмову від фіксованих обмінних курсів на користь плаваючих, але й повну лібералізацію валютного ринку і зовнішньої торгівлі. Адже з позицій монетаристської теорії, фіксовані обмінні курси і пов'язані з ними валютні обмеження призводять лише до розвитку прихованої інфляції. Тому фіксація курсів, на думку Фрідмена, призводить до кризових явищ і сприяє спекулятивній дестабілізації на ринку, зумовлюючи або високу інфляцію, або зростання безробіття. Відтак систему гнучких обмінних курсів монетаристи розглядали як єдиний засіб вирішення проблеми дефіциту платіжного балансу й уникнення глибокої кризи всієї економіки. У кінцевому підсумку ідеї монетаристської теорії знайшли своє відображення у новій валютній системі після краху Бреттон-Вудських принципів валютної політики.

Таким чином, монетаризм становить цілісну концепцію, що визначає специфічний підхід до державного регулювання економіки – за допомогою грошово-кредитних методів, через вплив центрального банку на пропозицію грошей, тобто грошову масу в обігу. Реалізація завдання підтримувати валютну стабільність забезпечується через механізми регулювання обсягів грошової маси на внутрішньому ринку, визначаючи пріоритетним завданням підтримання певних стабільних темпів приросту грошових агрегатів [77, 89].

Однією з головних засад визначення стратегії монетарної політики центрального банку є спрямування регулятивних заходів на підтримання певних темпів зростання грошової маси або на регулювання обмінного курсу національної грошової одиниці, тобто, відповідно, на внутрішні або зовнішні показники. Згідно з обраною стратегією центральні банки реалізують пріоритетну або грошово-кредитну, або валютну політику, використовуючи відповідні інструменти. На практиці застосування тих чи інших теоретичних концепцій здійснюється центральним банком через вибір стратегічних орієнтирів політики у формі так званого таргетування.



Таргетування (від англ. «target» – ціль, цільовий показник) – це застосування інструментів центрального банку для досягнення визначених цільових орієнтирів змінних величин. До таких величин можуть належати або агрегати грошової маси і пов'язані з ними темпи інфляції, або валютний курс. Відповідно до цього розрізняють таргетування грошової маси і таргетування валютного курсу. Останнє розглянемо більш детально.

Таргетування валютного курсу передбачає підтримання центральним банком стабільності обмінного курсу національних грошей щодо однієї з провідних резервних валют або кошика валют. Відкритість, транспарентність і простота – це ті якості, які характеризують таргетування валютного курсу.

Таргетування валютного курсу було головним орієнтиром монетарної політики в період панування Бреттон-Вудської валютної системи. Втім і пізніше, після створення у 1979 р. Європейської валютної системи, в рамках якої країни-учасниці утримували курси своїх національних валют у певних межах, використовувалося по суті подвійне таргетування – валютного курсу і пропозиції грошей. Для порівняно невеликих за масштабами національних господарств Бельгії, Данії, Люксембургу, Ірландії валютний курс у той період був навіть важливішим із погляду їхнього економічного розвитку.

Нині таргетування валютного курсу є зручним орієнтиром монетарної політики за обставин, коли іноземна валюта широко використовується у національному господарстві, виконуючи функцію міри вартості та засобу нагромадження. У цих умовах стабільний обмінний курс розглядається у довгостроковій перспективі як засіб збереження внутрішньої цінової стабільності та довіри економічних агентів до національної грошової одиниці.

Застосування таргетування валютного курсу має ту важливу перевагу, що полягає у транспарентності, оскільки економічним агентам значно простіше відстежувати динаміку обмінного курсу, ніж грошової маси і темпів інфляції. В умовах же перехідної економіки критерій транспарентності набуває додаткових переваг, оскільки підприємства і населення ще не



достатньо адекватно реагують на стандартні для ринкової системи сигнали економічної політики. Крім того, таргетування обмінного курсу дає змогу центральному банку обмежувати чинники, які зумовлюють імпортовану інфляцію, а відтак сприяти забезпеченню внутрішньої фінансової стабільності.

Водночас «прив'язка» курсу національної грошової одиниці до однієї з провідних валют може призвести до вичерпання валютних резервів, а також позбавляє центральний банк можливості проводити самостійну політику у використанні інших засобів монетарного регулювання та суттєво обмежує його вплив на інші тактичні орієнтири, зокрема такі, як грошова маса та рівень процентних ставок. При цьому в тій чи іншій мірі може мати місце по суті режим валютного бюро, коли грошові зобов'язання центрального банку (готівка в обігу і рахунки комерційних банків, тобто грошова база) майже повністю покриваються іноземними активами, що власне і виступають забезпеченням грошової емісії. Крім того, нестерилізовані валютні інтервенції, спрямовані на утримання обмінного курсу на певному рівні, можуть мати і певні інфляційні наслідки, коли центральний банк викуповує на ринку іноземну валюту, наповнюючи його натомість національною грошовою одиницею.

Таким чином, різні режими таргетування визначають відмінності у проведенні валютної політики центрального банку. Так, при таргетуванні валютного курсу головними важелями впливу центрального банку є спеціальні інструменти валютної політики й передусім девізна політика. Шляхом проведення інтервенцій на ринку досягається необхідна спрямованість динаміки обмінного курсу національної валюти, а відтак виконуються встановлені центральним банком зобов'язання щодо відповідного цільового орієнтира. Що стосується загальних інструментів валютної політики, то вони спрямовані на оперативне коригування грошової бази і рівня процентних ставок таким чином, щоб забезпечувати встановлений рівень курсового співвідношення на ринку.



З іншого боку, при таргетуванні грошової маси або інфляції спрямованість валютної політики підпорядкована завданням забезпечити відповідну динаміку грошових агрегатів або індексу цін. У цих умовах центральний банк має обмежені можливості у застосуванні спеціальних інструментів реалізації валютної політики, особливо економічних, а в основному використовуються загальні важелі впливу, що мають своїми проміжними орієнтирами передусім грошову масу та рівень процентних ставок.

За таких обставин основним інструментом валютної політики, що дає змогу проводити її незалежно від грошово-кредитної політики, є валютні обмеження. Вони стосуються у першу чергу іноземних портфельних інвестицій, даючи змогу зменшити негативний вплив спекулятивного іноземного капіталу на динаміку грошових агрегатів. Висока мобільність спекулятивного капіталу може зумовити значні коливання розміру грошової маси й ускладнити проведення грошово-кредитної політики, а тому певні адміністративні засоби валютної політики можуть сприяти нівелюванню такого негативного впливу.

Загалом реалізація тих чи інших теоретичних концепцій у проведенні валютної політики й їх практичне застосування у вигляді таргетування тих чи інших орієнтирів та використанні для цього відповідних загальних і спеціальних інструментів має засновуватись на конкретних особливостях розвитку національної економіки у певний історичний період з урахуванням тих стратегічних цілей, які ставляться державною економічною політикою – чи то подолання кризових явищ й успішного завершення ринкових трансформаційних процесів у перехідній економіці, чи то подолання тимчасових кон'юнктурних коливань ділової активності у розвинутій ринковій економічній системі [89, 133].





### 1.3. Особливості реалізації валютної політики у зарубіжних країнах

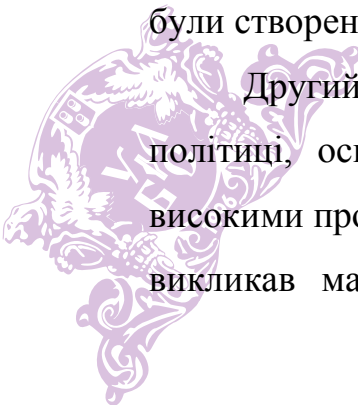
Наступним етапом роботи є дослідження особливостей, методів, інструментів і форм реалізації валютної політики у деяких країнах світу. При цьому необхідно зазначити, що заходи валютної політики є невід'ємною складовою грошово-кредитної та загальної економічної політики цих країн.

Отже, розпочнемо з двох латиноамериканських держав: Чилі та Бразилії.

*Чилі.* Реформування зовнішньої і внутрішньої політики Чилі є зміною часто полярних парадигм. В процесі здійснення валютної політики можна відзначити ту чи іншу методику використання різних інструментів на тому чи іншому історичному проміжку часу.

Вибір Піночетом неоліберальної політики економії був обумовлений незбалансованістю макроекономічних показників. Зокрема, стартовий період реформ фіксував річні темпи інфляції на рівні 600%. Безумовно, в подібній ситуації перевагу було надано жорсткій монетарній політиці, яка вже через 5 років дозволила опустити планку інфляції до рівня 30%. Для досягнення цієї мети у країні використовували, перш за все, політику скорочення бюджетних витрат, зокрема на соціальні потреби населення. При цьому більшість підприємств і приватних підприємців працювали в режимі «м'якої» фіскальної політики, використовуючи податкові пільги. За нового режиму було введено єдиний податок, що збільшило кількість платників податків при значному зниженні рівня ставки оподаткування. Активізація діяльності податкових органів сприяла наповненню бюджету країни, однак одночасно були створені несприятливі умови для зарубіжних інвестицій.

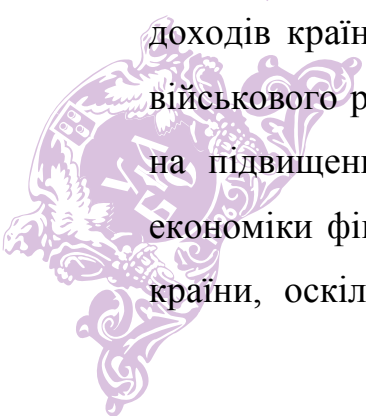
Другий етап реформ супроводжувався зміною орієнтирів в економічній політиці, оскільки занижений обмінний курс чилійського песо разом з високими процентними ставками і процесом лібералізації зовнішньої торгівлі викликав масове банкрутство підприємств. У такій ситуації уряд Чилі



використовував тактичні інструменти валютної політики, розраховані на короткострокові періоди, переважно лише політику девальвацій. Розуміючи необхідність запобігання новій хвилі банкрутств, уряд і центральний банк країни головним об'єктом свого контролю визначили фінансовий стан комерційних банків. Протекціоністський режим в основних експортоорієнтованих галузях нормалізував стан платіжного балансу. Проте політика підтримки бюджетного дефіциту на низькому рівні та управління темпами інфляції спричинили поступове зниження показників економічного зростання. Зокрема, на початку 1987 р. темпи інфляції були на рівні 22%, а вже на початку і в кінці наступного року відповідно склали 13% і 11%. Особливу роль при цьому зіграли зниження податку на додану вартість, а також рамкові угоди з міжнародними валютно-кредитними установами та ревальвація реального обмінного курсу.

На третьому етапі завершення реформ рівень інфляції практично не зазнавав змін, а істотний приріст валового внутрішнього продукту поліпшив платіжний баланс і скоротив дефіцит торгового балансу по поточних рахунках.

*Бразилія.* Цікаві методи у досягненні стратегічних і тактичних цілей валютної політики продемонструвала Бразилія. Практикою монетарної політики уряду та центрального банку Бразилії є послідовне здійснення антиінфляційних програм. Ставку на інфляційні методи фінансування уряд був вимушений зробити із-за браку ресурсів. Темпи інфляції у 70 рр. 20 ст. виражалися двозначними числами, проте у 1989 році інфляція вийшла з під контролю і її рівень досяг 1760%. Зовнішній борг у 1980-1990 рр. зросли більш ніж у два рази, а щорічні виплати перевищували 33% експортних доходів країни. Цілком ймовірно, що це явище стало наслідком діяльності військового режиму у 1964-1985 рр. Наступний уряд Бразилії зробив ставку на підвищення темпів економічного зростання. Необхідні для зростання економіки фінансові ресурси не могли бути вишукані з внутрішніх резервів країни, оскільки дефіцит державного бюджету складав 6% від валового



внутрішнього продукту, а внутрішні та зовнішні борги сягали 160 млрд. дол. США.

У 1986 р. з метою подолання інфляції та впорядкування фінансової системи країни було введено нову грошову одиницю і встановлено її фіксований курс до долара США. Фінансовий стан країни вимагав скорочення соціальних витрат і фіксації цін. Слід відзначити, що це дозволило на певний період часу приборкати темпи інфляції. Вищезазначені чинники, а також зниження банківських процентних ставок сприяли збільшенню споживчого попиту населення, що і було поштовхом до зростання виробництва. Проте співвідношення між обсягами виробництва і споживання на належному рівні програма не забезпечила. До кінця 1986 р. уряд був вимушений перейти до нової стабілізаційної програми, завдання якої полягало в необхідності скорочення дефіциту державного бюджету і використанні обмежувальних заходів щодо збільшення споживчого попиту.

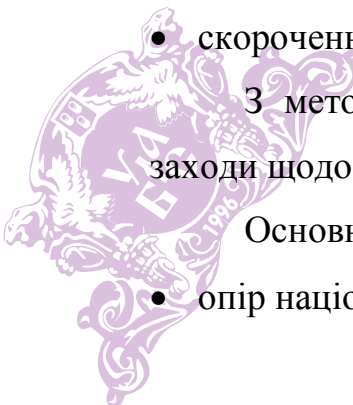
У 1987 р. уряд Бразилії приступив до розробки нового плану, який передбачав підвищення цін на підприємствах державного сектора, звуження програм капітального вкладення у ряд галузей народного господарства. До кінця 1987 р. рівень інфляції збільшився до 360%, а зобов'язання щодо скорочення державних витрат виявилися нереалізованими. Четверту спробу стримати інфляцію було зроблено у 1989 р. Для стримування інфляції було використано комплекс наступних заходів:

- грошова реформа;
- заморожування на певний час цін і заробітної плати;
- збільшення рівня процентних ставок;
- обмеження щодо видачі кредитів;
- скорочення термінів банківського кредитування.

З метою скорочення витрат федерального бюджету були проведені заходи щодо скорочення чисельності управлінського апарату.

Основними причинами провалу цієї програми були:

- опір національного конгресу;



- зростання накопичених грошових коштів на ощадних рахунках;
- обмеження споживчого попиту при високій вартості продукції;
- стримування капітальних вкладень у виробництво;
- зростання державних витрат у зв'язку зі збільшенням виплат за облігаціями внутрішньої державної позики.

Розморожування цін знову обумовило зростання рівня інфляції. Отже, уряд Бразилії переважно використовував заходи регулюючого характеру, а такі заходи, як приватизація, продаж майна державою населенню, заходи по створенню умов для конкуренції були проігноровані. Виникла необхідність у новому курсі економічної політики. Тепер вона базувалася на застосуванні жорстких заходів шокової терапії з одночасними глибокими структурними реформами.

Нова програма оздоровлення економіки зробила ставку на здійснення грошової і валютної реформи, лібералізацію цін, здійснення податкової й адміністративної реформ, перебудову політики щодо заробітної платні. Грошова реформа виражалася у заміні «крузадо» на «крузейро», і було встановлено жорсткий контроль за емісією готівки. Валютна реформа скасувала офіційний фіксований курс і політику поступової девальвації. У сфері цін і заробітної платні впроваджувалися заходи щодо контрольованого управління їхнього зростання.

Реформа адміністративного апарату управління, приватизація власності, лібералізація зовнішньої торгівлі разом з валютною політикою створили умови для економічного розвитку країни. Як наслідок було створено конкурентноздатну економіку, що дозволило Бразилії увійти до світу як потужний суб'єкт міжнародних відносин [161].

*Валютна політика індустріально розвинених країн.*

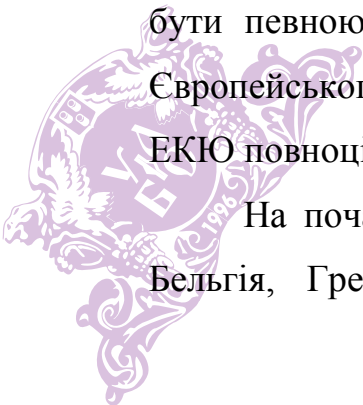
Зовнішньоекономічна політика трьох найбільш економічно розвинутих світових центрів знаходить своє особливе відображення саме у валютному компоненті. Співвідношення сил у валютній сфері, починаючи з післявоєнних років, характеризується декількома етапами.

Починаючи з проголошення і вступом у дію принципів Бреттон-Вудської валютної системи (1944 р.) Сполучені Штати Америки добилися визнання долара валютою з привілейованим статусом, фактично єдиною світовою валютою. Так почався період домінування долара США у світовій валютній системі. Проте, починаючи з кінця 50-х рр. 20 ст. співвідношення сил змінюється на користь Японії і країн Західної Європи. Отже, валютно-фінансовій система світу отримала імпульс до поглиблення децентралізації із зростанням регіоналізації у відносинах. Втраті монопольного положення американського долара на світовій арені сприяли також зatory інфляція долара, невідповідність його купівельної спроможності функціям головного засобу міжнародних розрахунків, а також хронічний дефіцит платіжного балансу США.

У результаті відбувалася щорічна девальвація долара по відношенню до інших валют, підвищення ринкових цін на золото, що збільшувало недовіру до американської валюти. У 1971 р. було фактично заборонено обмінювати долари США на золото за фіксованою ціною, встановленою ще у 1934 р., що складала 35 доларів за 1 тройську унцію. А тим часом світове господарство поступово переходило до системи плаваючих валютних курсів.

Таким чином, другий етап світової валютної політики дещо змінив розклад сил між провідними валютами світу. При цьому слід визнати, що до кінця 60-х рр. країни Західної Європи через нестабільність американського долара мали певні незручності, що примушувало їх періодично девальвувати або ревальвувати свої валюти. Цим, зокрема, і пояснюється створення Європейської валютної системи з власною валютою ЕКЮ, яка широко використовувалася у розрахунках між країнами-учасницями системи і мала бути певною альтернативою долару. У 1999 р. разом із вступом у дію Європейського економічного і валютного союзу (ЄВЕС) відбулася заміна ЕКЮ повноцінною валютою євро.

На початок 2008 р. до зони євро входять 15 країн Європи (Австрія, Бельгія, Греція, Ірландія, Іспанія, Італія, Кіпр, Люксембург, Мальта,





Нідерланди, Німеччина, Португалія, Словенія, Фінляндія та Франція), а функції головного органу грошово-кредитної та валютної політики виконує Європейський центральний банк.

Стабілізація фінансово-економічного стану Японії дозволила їй протягом певного часу забезпечити собі місце великого міжнародного кредитора та посилила світові позиції японської валюти. Але частка японської єни у міжнародній торгівлі не перевищує кількох процентів. В останні роки не існує ніяких передумов для розширення використання єни як засобу платежу в міжнародній торгівлі, а відтак і як засобу формування міжнародних резервів. Навіть самі японські компанії в експортно-імпорتنих операціях використовують в основному долар США. При цьому частка експорту, номінованого в доларах США, у загальному обсязі експорту Японії значно вища, ніж у експорті інших розвинутих країн. Труднощі японської економіки кінця 1990-х – початку 2000-х рр. зумовили відносно незначну частку єни у структурі офіційних валютних резервів інших країн.

На наступному етапі нашого дослідження розглянемо валютну політику деяких країн Азійсько-Тихоокеанського регіону (країни АТР).

*Китайська Народна Республіка.* Головним органом, що здійснює грошово-кредитну та валютну політику Китаю є Народний банк Китаю.

Основними цілями монетарної політики КНР є:

- управління грошовою масою в обігу;
- контроль над інфляційними процесами;
- таргетування обмінних курсів.

У сфері валютної політики Китаю було створено регульовану систему обмінного курсу, що коливався. Розпочата у 1994 р. реформа валютної системи змінила інструменти контролю над валютними надходженнями. В результаті введення єдиних валютних курсів була створена єдина система валютних розрахунків. Тим самим була забезпечена конвертованість юаня за поточними рахунками. Продаж іноземної валюти здійснювався у спеціально призначених уповноважених банках в обсязі 100% від експортної виручки. Ці

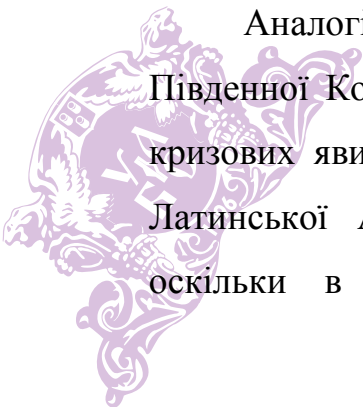
заходи забезпечували необхідні для імпорту обсяги валюти.

Зміни у сфері валютного регулювання викликали необхідність відміни так званих валютних юанів. Офіційний курс юаня до іноземних валют визначався за наслідками щоденних торгів на міжбанківській валютній біржі. Інтенсивний приріст середньорічних темпів валового внутрішнього продукту, зниження обсягів грошової емісії забезпечили зростання золотовалютних резервів країни, які на сьогодні мають рекордний показник у світі – 1,434 трлн. доларів США на початок 2008 р.

*Таїланд.* Однією з особливостей економіки Таїланду є «м'якість» грошово-кредитної політики. За таких умов обсяги грошової маси збільшуються з одночасним зростанням масштабів кредитів. Отже, на початку 90-х рр. 20 ст. більшість комерційних банків країни почали спрямовувати свої кредитні кошти на інвестування і здійснення спекулятивних операцій на ринках нерухомості і землі.

З початку 1997 р. великі міжнародні банки та фінансові організації (інвестиційні та хаджеві фонди) здійснили ряд великомасштабних спекулятивних операцій з тайським батом. Підприємства – позичальники підсилили тиск на обмінний курс, оскільки величезні зовнішні валютні зобов'язання ставили під загрозу можливість виплати боргів. При цьому спроби уряду загальмувати падіння бату шляхом використання міжнародних резервів не дали істотних результатів. Як результат, різка девальвація бату по відношенню до американського долара. У такій ситуації процес інвестування в економіку став ризикованим, і більшість інвесторів припинили операції кредитування. Таким чином, азійська валютно-фінансова криза почалася саме з Таїланду.

Аналогічним чином загострилася ситуація на фінансових ринках Південної Кореї, Сінгапуру, Тайваню, Малайзії й Індонезії. Чергова хвиля кризових явищ вплинула на Гонконг, розповсюдилася на територію країн Латинської Америки і Росію, придбала масштаби глобальної загрози, оскільки в більшості країн, що розвиваються, відбувалася суттєва



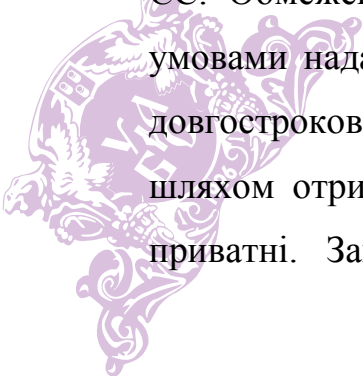
девальвація національних валют, зросли процентні ставки за борговими зобов'язаннями, спостерігалось падіння біржових індексів.

Ця ситуація зумовила необхідність втручання Міжнародного валютного фонду і взяття країнами зобов'язань щодо зменшення бюджетного дефіциту, посилення грошово-кредитної політики, а також врегулювання банківських систем.

Отже, в умовах здійснення спекулятивної атаки на національні валюти такі параметри, як низька інфляція, активний торговельний баланс, незначна зовнішня заборгованість не можуть служити гарантією збереження курсової стабільності. Таким чином, кризова ситуація може виникнути у будь-якій економіці всупереч оптимістичним прогнозам, і міжнародна дифузія породжує паніку на ринках будь-якої країни. У числі заходів щодо подолання наслідків кризи більшістю країн АТР використовувалася політика девальвації валют, що сприяла поліпшенню конкурентних позицій національних експортерів.

І, нарешті, розглянемо валютну політику постсоціалістичних країн. Країни Центральної та Східної Європи так само, як і країни Латинської Америки, цілі стабілізації економіки будували в основному на базі таргетування обмінних курсів.

*Польща.* Офіційною валютою Польщі є злотий (PLN), який містить 100 грошей. Операції з обміну валюти регулюються законом «Про іноземну валюту» від 27 липня 2002 р., який вступив в дію з 1 жовтня 2002 р. Згідно з положеннями Європейського Союзу в галузі валютного обміну цей закон відмінив всі обмеження руху коштів між Польщею і країнами ЄС. Водночас, в законі мають місце деякі обмеження щодо руху коштів з країн-нерезидентів ЄС. Обмеження стосуються руху капіталів, що пов'язані з інвестиціями, умовами надання фінансових послуг та випуском цінних паперів на ринку довгострокових кредитів. Обмеження умов валютного обміну можна зняти шляхом отримання валютних дозволів, які бувають двох типів: загальні і приватні. Загальні валютні дозволи видаються міністерством фінансів,



приватні – Національним банком Польщі.

Основний захід регулювання польської влади у відповідь на зростаючі загрози, пов'язані з лібералізацією потоків капіталу, – це поступовий перехід до більш гнучкого обмінного курсу, кульмінацією якого стало запровадження режиму «вільного плавання» у 2000 р.

Нині Польща – єдина постсоціалістична країна з подібним валютно-курсним режимом. Отже, уряд та Національний банк Польщі вирішив проблему неможливості поєднання трьох цілей, – стабільності обмінного курсу, мобільності капіталу і монетарної автономії, – через запровадження «вільного плавання» злота.

Як і процес лібералізації рахунку капіталу режим обмінного курсу поступово пройшов всі етапи розвитку:

- жорстке «прив'язування» (1990-91 рр.);
- плаваюче «прив'язування» (1991-95 рр.);
- плаваючий коридор (1995-99 рр.);
- вільне плавання (з 2000 р.).

Поступова лібералізація потоків капіталу супроводжувалася поступовим підвищенням гнучкості обмінного курсу:

- передача ризику, пов'язаного з обмінним курсом портфельним інвесторам;
- розвиток механізму обмінного курсу, який саморегулюється;
- розширення автономії монетарної політики і усунення витрат стерилізації [159, 240].

*Чехія.* Офіційною валютою Чехії є чеська крона (CZK). В останні роки характерною ознакою валютної політики Чехії є стабілізація обмінного курсу крони, що обумовлено активною купівлею на внутрішньому ринку іноземної валюти Національним банком Чехії (ЧНБ). Поступове збільшення реального ефективного обмінного курсу чеської крони можна пояснити ефектом Баласи-Самуельсона. Ефект Баласи-Самуельсона характерний у більшій мірі для початку реформ, хоча і сьогодні його вплив істотний. Однак при

зміцненні крони збільшується дія інших чинників.

По-перше, зміна структури експорту на користь високотехнологічних товарів, що призводить до покращення умов торгівлі і зміцнення національної валюти.

По-друге, ціни на неторгові товари збільшуються також унаслідок зростання національного доходу.

По-третє, підвищується вплив на зміцнення національної валюти притоку капіталів до країни.

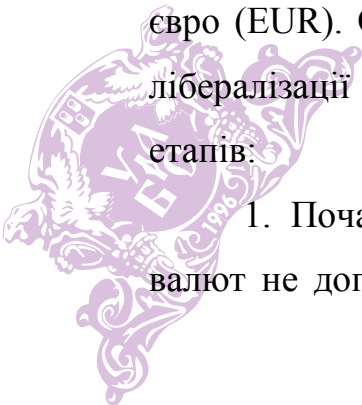
Коли у грудні 1997 р. відбувся перехід до таргетування інфляції, ЧНБ узяв на себе зобов'язання використовувати інструменти монетарної політики для досягнення річного значення інфляції 3,5-5,5% до кінця 2000 р.

Унаслідок прискороеного зміцнення курсу крони на початку 2002 р. розгорнулася дискусія про подальшу валютну політику. З одного боку економіка Чехії, зокрема щодо інфляційних процесів і зростання ВВП, є дуже чутливою до зовнішніх коливань і тому валютний курс необхідно регулювати. З іншого боку, центральний банк прагне дотримуватися взятих на себе зобов'язань щодо таргетування інфляції шляхом відмови від регулювання обмінного курсу.

Водночас, зміцнення курсу крони може зіграти позитивну роль. Вона полягає у зменшенні рівня інфляції через стабільні ціни на товари, що імпортуються. Однак в умовах уповільнення темпів світового економічного зростання зміцнення курсу крони може створити проблеми для експортного сектору. В цілому, ревальвований курс чеської крони негативно позначається на торговельних операціях, але позитивно – на русі капіталу [133, 159].

*Словаччина.* Національною валютою Словаччини з 1 січня 2009 року є євро (EUR). Особливістю сучасної валютної політики Словаччини є процес лібералізації системи валютного регулювання, який відбувався у декілька етапів:

1. Початок 90-х років. Паралельний обіг національної та іноземних валют не допускався, внутрішні розрахунки здійснювалися лише у кронах.





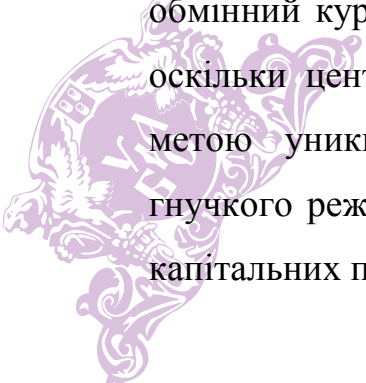
Внутрішня валютна монополія для всіх суб'єктів підприємництва означала їхнє право купувати валюту в банках за крони і за ринковим курсом та зобов'язання продавати всю валютну виручку центральному банку за фіксованим курсом.

2. Середина 90-х років. Поєднання помірних фінансових рестрикцій з поступовою девальвацією національної валюти з метою одночасного вирішення завдань стимулювання економічного зростання і боротьби з інфляцією.

Починаючи з 1993 р., номінальним «якорем» монетарної політики у Словаччині був фіксований обмінний курс з діапазоном коливань, що поступово розширювався від 0,5% до 7%. З початку 1996 р. істотно розширився діапазон коливань ринкового валютного курсу щодо офіційного, підвищилася облікова ставка центрального банку. У Словаччині національна валюта залишалася стабільною, перш за все, завдяки рекордно низьким для Центральної Європи темпам інфляції (у 1995 р. – 7,2%, у 1996 р. – 6,0% на рік).

3. Кінець 90-х років. Грошова та валютна політика були підпорядкованими загальній меті регулювання руху капіталу. Основною реакцією центрального банку на вхідні потоки іноземної валюти були стерилізовані валютні інтервенції. Фіксований валютний курс підтримувався Словацькою Республікою до 1998 р.

Внаслідок посилення тиску на обмінний курс під час азійської та російської фінансових криз Національний банк Словаччини (НБС) у жовтні 1998 р. скасував режим фіксованого валютного курсу. У наступні роки НБС продовжував здійснювати імпліцитне таргетування інфляції, відпустивши обмінний курс. Було введено режим керованого плавання обмінного курсу, оскільки центральний банк здійснював інтервенції на валютному ринку з метою уникнення його надлишкової мінливості. Встановлення більш гнучкого режиму валютного курсу було частково спричинено підвищенням капітальних потоків.



Після вступу до Європейського Союзу одним із основних завдань на середньострокову перспективу в Словаччині розглядається вступ до зони євро. У вересні 2004 р. Уряд Словацької Республіки схвалив план дій, який був підготовлений Міністерством фінансів і Національним банком Словаччини щодо реалізації стратегії введення євро.

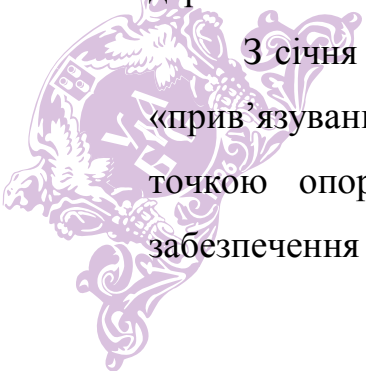
Вступ Словаччини до Європейського економічного та валютного союзу (ЄЕВС) дозволить отримувати вигоди, пов'язані з використанням єдиної валюти – євро. Курс словацької крони щодо американського долара продовжує зміцнюватися.

Згідно з прийнятою стратегією, у 2007-2008 рр. Словаччина має забезпечити виконання Маастрихтських критеріїв (критеріїв конвергенції), що є необхідною умовою вступу країни до ЄЕВС [159, 229].

З 1 січня 2009 року Словаччина перейшла на єдину європейську валюту – євро.

*Угорщина.* Національною валютою Угорщини є угорський форинт (HUF). Порівняно з іншими країнами Східної Європи рух Угорщини до стабільного економічного зростання і низького рівня інфляції після 1990 р. був досить рівномірним. Початок трансформаційних процесів був менш відчутним в економічному плані, ніж в інших країнах: максимальне кумулятивне падіння реального ВВП в період 1989-1993 рр. становило 18%, а найбільше зростання індексу споживчих цін становило 35% у 1991 р. і 28% у 1995 р. Після 1995 р. відбувалося одночасне економічне зростання і зниження інфляції, середній рівень зростання ВВП становив у 1997-1999 рр. близько 4,7%, у той час як інфляція у 1999 р. знизилась до 10%. Основною проблемою була недосконала фіскальна дисципліна, оскільки дефіцит державного бюджету у 1992-1995 рр. становив 6-7% ВВП.

З січня 1991 р. до березня 1995 р. діяв курсовий режим регульованого «прив'язування» форинта до кошика валют. У цей період валютний курс був точкою опори для двох конфронтаційних цілей центрального банку: забезпечення зовнішньої конкурентоздатності і забезпечення номінального



«якоря» для цінової стабільності.

У травні 1995 р. уряд запровадив стабілізаційну програму, якою передбачалися наступні заходи:

- скорочення державних видатків;
- зростання податків;
- прискорення приватизації;
- пенсійна реформа;
- обмеження зарплат.

Одночасно 13 березня 1995 р. було проведено девальвацію форинта на 9%. Одразу з 16 березня 1995 р. Національний банк Угорщини перейшов до валютно-курсowego режиму повзучої прив'язки.

Підхід Угорщини до запровадження таргетування інфляції на відміну від Польщі і Чеської Республіки був градуалістським. Як і інші країни з перехідною економікою, Угорщина запровадила на початку перехідних процесів «прив'язування» обмінного курсу форинта до кошика валют, але курс коригувався у бік девальвації форинта з метою підтримки зовнішньої конкурентоспроможності країни. Діапазон коливань поступово розширювався з 0,5% до 2,25%. Після девальвації існуючий режим було замінено на режим повзучого діапазону курсових коливань, який дозволив знизити інфляцію з майже 30% у 1995 р. до 10% у 1999 р.

Проблеми вузького діапазону курсових коливань найбільшою мірою проявилися у 2000 р., коли після істотного зниження інфляція знову почала зростати і досягла у грудні 2000 р. 10,1%. Причиною цього були не лише зовнішні шоки, наприклад, підвищення цін на нафту, але й інтервенції центрального банку з метою підтримання курсу форинта в межах встановленого діапазону. На початку 2000 р. центральний банк послабив тиск на обмінний курс, знизивши процентні ставки і запровадивши контроль за рухом капіталу. Однак в ситуації швидкого економічного зростання і високого внутрішнього попиту та вузького ринку праці зниження процентних ставок не сприяло зниженню інфляції. Періодичні спекулятивні

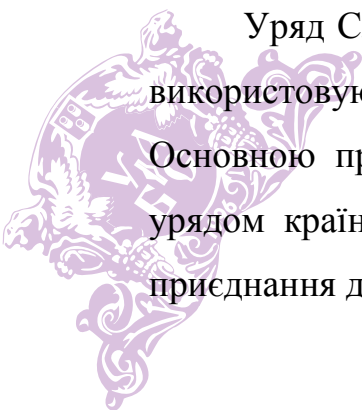
атаки з метою підвищення курсу форинта вимагали або подальшого зниження процентних ставок, що було неефективним, або інтервенцій на валютному ринку, які і здійснював Національний банк Угорщини. У свою чергу зростала вартість стерилізації цих інтервенцій, що змусило центральний банк у травні 2001 р. розширити діапазон коливань обмінного курсу форинта до євро до 15%. Повзучий режим зберігався, але ставка щомісячної девальвації становила 0,2%. Одночасно було остаточно скасовано контроль за рухом капіталу. У жовтні 2001 р. повзучу прив'язку було остаточно скасовано [133, 159].

*Словенія.* Офіційною валютою Угорщини з березня 2006 р. є євро. Монетарний режим Словенії класифікують або як режим імпліцитних множинних цілей, або як режим монетарного таргетування.

Словенія виявилася однією з небагатьох країн з перехідною економікою, де боротьба з інфляцією, яка побудована на таргетуванні грошової пропозиції, виявилася успішною. Причини цього полягають очевидно в збалансованості державного бюджету. Країна почала проводити стабілізаційні заходи зі збалансованим бюджетом центрального уряду і профіцитом консолідованого бюджету (1,22% ВВП у 1992 р.), який підтримувався аж до 1997 р.

З 1997 р. Банк Словенії встановив цільовий рівень зростання агрегату М3. Основні напрями розвитку монетарної політики Банку Словенії визначаються «Середньостроковою побудовою монетарної політики» – документом, який було прийнято у листопаді 2001 р. Банк Словенії проголосив довгострокове таргетування інфляції, тобто досягнення до кінця 2005 р. середньорічного рівня інфляції у розмірі 3-4%.

Уряд Словенії бере активну участь у досягненні інфляційного таргету, використовуючи з цією метою зміну державних цін та акцизних податків. Основною причиною ефективної координації діяльності Банку Словенії з урядом країни у боротьбі з інфляцією була спільна мета – якнайшвидше приєднання до зони євро.



З метою контролю кількості грошей в обігу Банк Словенії регулює два показника: процентні ставки та валютний курс. Валютний курс розглядається Банком Словенії як інструмент швидкої дефляції, оскільки його зміна швидше впливає на імпортовану інфляцію, ніж зміна грошової маси.

Подібно до Європейського центрального банку Банк Словенії формував проведення монетарної політики на двох засадах:

- моніторинг кількості грошей в обігу – агрегату М3 та індикаторів, які пояснюють його динаміку: ліквідності банківської системи, динаміки короткострокових процентних ставок, трансакційних грошей та близьких до них активів, кредитної активності комерційних банків;
- моніторинг економічних індикаторів: платіжний баланс, процентні ставки за кордоном, обмінний курс, заробітна плата, діяльність уряду щодо контролю за цінами.

Відповідно до обраної у 2004 р. стратегії валютно-курсової політики обмінний курс національної валюти (словенського толара) було прив'язано до євро, і Словенія приєдналася до механізму регулювання валютних курсів (ERM-II). За 2005 р. ріст ВВП склав 4%, інфляція на кінець року зупинилася на позначці 2,3%. Середньорічний доход на душу населення складав 17350 доларів США, зовнішній борг країни склав 29% від ВВП.

Таким чином, до листопада 2005 р. Словенія виконала всі умови й досягла Маастрихтських критеріїв, тому в березні 2006 р. вона стала 13 членом ЄВС [133, 159].

#### **1.4. Валютна політика Національного банку України**

Реалізація валютної політики в Україні нерозривно пов'язана з процесами становлення та розбудови незалежної держави, а також відображає перетворення, спрямовані на ринкову трансформацію





національної економіки і відмову від адміністративно-командних методів управління господарством, включаючи і валютні відносини.

Організаційні засади реалізації валютної політики в Україні були закладені з початком формування вітчизняної банківської системи на підставі Закону України «Про банки і банківську діяльність» від 20 березня 1991 р., згідно зі ст. 8 якого Національний банк України – це центральний банк держави, її емісійний центр, що проводить єдину державну політику в галузі грошового обігу і кредиту, зміцнення національної грошової одиниці, визначення її курсу стосовно валют інших країн.

Особливості реалізації валютної політики Національним банком України можна умовно поділити на кілька основних етапів, які відображають усю складність та суперечливість процесів ринкових перетворень у нашій державі та докорінної зміни тієї системи стосунків, котрі охоплюють не лише зовнішньоекономічну та валютну сфери, а й увесь спектр економічних відносин суспільства.

На першому етапі (1991-1993 рр.) в умовах глибокої кризи всієї економічної системи були сформовані базові, інституційні основи проведення валютної політики держави. Основними характерними ознаками цього етапу були:

- розрив встановлених традиційних господарських зв'язків між республіками колишнього СРСР;
- значний спад виробництва в усіх галузях і секторах національної економіки;
- посилення інфляційних процесів і розладнання внутрішнього грошового обігу;
- розбалансованість фінансової системи держави і загострення проблеми бюджетного дефіциту.

Процес реалізації валютної політики у цей період був нерозривно пов'язаний із формуванням власної грошової системи України й насамперед запровадженням національної валюти, що відбувалося у дві стадії:



- 1) з 10 січня 1992 р. – введення у готівковий грошовий обіг купона багаторазового використання як тимчасової валюти;
- 2) з 16 листопада 1992 р. – введення у безготівковий грошовий обіг українського карбованця і вихід України зі складу держав, що використовували рубль як платіжний засіб.

Серед негативних явищ у сфері валютних відносин, які спостерігалися у цей період, можна відзначити:

- відсутність національного законодавства з питань валютного регулювання і валютного контролю, що змушувало суб'єктів ринку користуватися законодавством колишнього СРСР не пристосованим до умов ринкового господарства;
- низький рівень організації роботи банківської системи у сфері валютних операцій і валютного контролю, що обумовлювалося відсутністю досвіду і достатньої кількості кваліфікованих кадрів, а також невизначеністю нормативної бази з питань регламентації валютних відносин;
- незначні обсяги валютних резервів Національного банку України і реальна загроза їх повного вичерпання, що не давало можливості активно проводити девізну політику;
- значний дефіцит платіжного балансу, насамперед у зовнішньоекономічних відносинах із країнами СНД, що зумовлювало істотний девальваційний тиск на курс національної валюти;
- активне використання іноземних валют у внутрішньому грошовому обігу у зв'язку зі значними інфляційними очікуваннями з боку підприємств і населення, що підривало стабільність національної валюти України.

Події 1992 р. були зумовлені фактичною відсутністю повноцінної системи валютного регулювання, що серед іншого було пов'язано також із перебуванням України у рублевій зоні. По суті упродовж року безготівковий платіжний оборот нашої країни обслуговувався валютою іншої держави – російським рублем. Тільки з листопада 1992 р. український карбованець стає єдиним законним платіжним засобом на території України.



Початок функціонування валютного ринку відображає створення у вересні 1992 р. валютної біржі при Національному банку України, засновниками якої стали понад 40 комерційних банків. У липні 1993 р. вона була реорганізована в Українську міжбанківську валютну біржу (УМВБ). Національний банк визначив умови і порядок торгів іноземною валютою, відповідно до якого на валютній біржі визначався курс українського карбованця відносно тих валют, за якими проводилися торги. Це, зокрема, дало змогу в багато разів збільшити обсяги торгів доларами США у 1993 р. порівняно з 1992 р.

Проте у цей період головним напрямом регулятивного впливу Національного банку України була не валютна, а грошово-кредитна політика, спрямована на активне кредитування уряду та реального сектору економіки з метою поповнення оборотних коштів у підприємств. Саме тоді мало не щомісяця Верховна Рада України ухвалювала постанови про виділення Національним банком емісійних кредитів. За 1992 р. обсяги кредитів, наданих Національним банком уряду, збільшилися у 34 рази, за 1993 р. – у 7 разів, що призвело до гіперінфляції: 2100% та 10256% у відповідні роки. Результатом неконтрольованої кредитної емісії, подальшого спаду виробництва, зростання цін на енергоносії, порушення рівноваги грошового обігу стала значна девальвація національної валюти: зниження середнього офіційного курсу українського карбованця з 208 крб. за 100 дол. США у 1992 р. до 4539 крб. за 100 доларів у 1993 р.

Для подолання негативних явищ у сфері валютних відносин уряд і Національний банк вжили певні жорсткі стабілізаційні заходи валютної політики:

- запровадження високих ставок експортного мита та вимог щодо обов'язкового продажу 50% валютної виручки державі;
- визначення українського карбованця єдиним законним платіжним засобом і введення обмежень на розрахунки у валюті;
- запровадження значних розмірів акцизних зборів на певні імпорتنі



товари;

- встановлення граничного розміру валютної маржі між курсом купівлі та курсом продажу іноземної валюти за безготівковими операціями не більше 2,5% від офіційного валютного курсу, а за готівковими – не більше 2,5% від подвоєного офіційного валютного курсу;
- підвищення ставки рефінансування комерційних банків до 80% у 1992 р. і до 190% у 1993 рр.;
- запровадження фіксованого валютного курсу українського карбованця на рівні 5970 крб. за 100 дол. США;
- зменшення обсягів операцій на валютній біржі Національного банку, а пізніше і призупинення її діяльності;
- запровадження порядку продажу валюти через офіційні тендерні комітети за адміністративно встановленим курсом.

Наслідки цих заходів негативно позначилися на розвитку експортних операцій, а відтак і на стані платіжного балансу країни, що зумовило підвищений попит на іноземну валюту та девальваційний тиск на національну валюту. Окрім зменшення обсягів експортних поставок та надходжень в іноземній валюті негативними моментами ситуації, що склалася, були також зростання частки бартерних угод у зовнішній торгівлі та збільшення обсягу спекулятивних операцій унаслідок виникнення розходжень між офіційним курсом карбованця та реальним ринковим співвідношенням валют.

Початком формування нормативно-правових засад реалізації валютної політики стало прийняття 19 лютого 1993 р. Декрету Кабінету Міністрів України «Про систему валютного регулювання і валютного контролю». Його основні завдання полягали у формуванні юридичних основ регламентації валютних відносин у країні, встановленні порядку здійснення операцій із валютними цінностями, ліквідації паралельного обігу національної та іноземної валюти, створенні умов для залучення в країну валютних коштів та скорочення імпортованої інфляції. Цей декрет нарівні з прийнятими пізніше

законодавчими актами та постановами НБУ стали основою формування валютного законодавства України, що відображало зміст діяльності регулятивних органів держави у системі валютного регулювання та валютного контролю.

Другий етап реалізації валютної політики (1994-1996 рр.) характеризується початком лібералізації операцій на валютному ринку та відносною стабілізацією обмінного курсу українського карбованця. Основною характерною ознакою цього етапу був початок фінансової стабілізації економіки, на що була спрямована рестрикційна грошово-кредитна політика Національного банку України.

Антиінфляційна спрямованість грошово-кредитної політики НБУ базувалася вже на таких основних засадах:

- оптимізація структури кредитів, наданих Національним банком України, шляхом зниження частки прямих кредитів уряду на покриття дефіциту державного бюджету (з 77,2 % у 1995 р. до 13,9 % у 1996 р.);
- встановлення порядку, згідно з яким комерційні банки зобов'язані корегувати власні процентні ставки відповідно до змін облікової ставки НБУ;
- запровадження практики обов'язкового резервування для валютних депозитів, що є умовою зниження надлишкової ліквідності комерційних банків;
- використання державних цінних паперів як інструменту фінансування дефіциту бюджету шляхом мобілізації тимчасово вільних коштів;
- введення ломбардного кредитування комерційних банків під заставу облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП).

У сфері валютної політики Національний банк України взяв курс на лібералізацію і децентралізацію валютного ринку, початок якому поклав Указ Президента України «Про вдосконалення валютного регулювання» від 22 серпня 1994 р., згідно з яким було відновлено торги іноземною валютою на Українській міжбанківській валютній біржі. Заходи, передбачені Указом





Президента, були спрямовані на децентралізацію валютного ринку, стабілізацію курсу карбованця та створення належних умов для проведення грошової реформи.

Ліберальна спрямованість валютної політики Національного банку в цей період передбачала здійснення таких послідовних заходів:

- 1) початок реалізації завдання щодо зближення та уніфікації офіційного та ринкового валютних курсів українського карбованця до іноземних валют;
- 2) розвиток децентралізованого валютного ринку, для чого комерційним банкам було надано дозвіл на здійснення купівлі-продажу іноземної валюти на міжбанківському валютному ринку;
- 3) розширення переліку валют, з якими дозволено здійснювати операції на валютній біржі;
- 4) встановлення обмінного курсу національної валюти як паритету між попитом і пропозицією за результатами торгів на УМВБ;
- 5) проведення валютних інтервенцій для підтримання стабільного курсу карбованця;
- 6) активне формування офіційних золотовалютних резервів країни;
- 7) полегшення доступу на валютний ринок нерезидентів та лібералізація правил використання ними українських карбованців.

Починаючи із серпня 1995 р. Національний банк України припинив дію ліцензій на використання готівкової іноземної валюти як засобу платежу на території України, що стало важливим кроком у напрямку подолання доларизації вітчизняної економіки. Формально було припинено використання готівкової іноземної валюти як засобу платежу на території України. Крім того, Постановою «Про заходи щодо лібералізації валютного ринку України» від 16 травня 1995 р. НБУ визнав недоцільним подальший обов'язковий викуп 10% валютних надходжень суб'єктів господарювання до офіційних валютних резервів НБУ і дав дозвіл на здійснення продажу 40% валютної виручки через УМВБ та уповноважені банки на міжбанківському валютному ринку України.



Стабілізація макроекономічної ситуації в Україні у 1996 р. стала реальною передумовою для проведення грошової реформи, яку було здійснено шляхом зміни масштабу цін і запровадження національної валюти – гривні замість тимчасової грошової одиниці – українського карбованця.

Третій етап (1997-1998 рр.) відображає процес реалізації валютної політики за умов сформованої національної грошової і банківської систем. Основними характерними ознаками розвитку національної економіки на цьому етапі були такі:

- суттєве сповільнення темпів економічного спаду і поступовий перехід до зростання обсягів виробництва в окремих галузях;
- зниження комерційними банками процентних ставок за своїми операціями та розширення обсягів кредитних вкладень у господарство;
- кризові явища на світовому фінансовому ринку у 1997-1998 рр.;
- приплив валютних надходжень з-за кордону на ринок ОВДП.

На початку 1997 р. продовжувались тенденції до подальшої лібералізації валютного ринку. Так, у травні 1997 р. було спрощено процедуру одержання валютних кредитів резидентами від іноземних кредиторів, а в липні скасовано обов'язковий продаж 50% валютних надходжень на користь резидентів. Однак уже в середині року почали виявлятися ознаки, які зумовлювали проблеми з подальшою стабільністю у сфері валютних відносин. Валютний ринок зазнавав у цей період значного тиску внаслідок залучення короткострокового іноземного капіталу на покриття бюджетного дефіциту шляхом реалізації урядом України облігацій внутрішньої державної позики, за якими було встановлено надвисоку дохідність (в окремі періоди номінальні ставки становили 40-80% річних).

Унаслідок цього у січні-серпні 1997 р. мав місце значний приплив валютних коштів на внутрішній ринок, що зумовлювало надмірну пропозицію доларів США і тиск на гривню в бік її ревальвації. Тому Національний банк України з метою не допустити дестабілізації кон'юнктури валютного ринку в цей період проводив девізну політику



шляхом викупу надлишку пропозиції іноземної валюти на ринку. Влітку 1997 р. у портфелях іноземних інвесторів перебувало понад 50% випущених ОВДП, а короткостроковий характер вкладень уже сам по собі становив серйозну загрозу для валютного ринку.

Уже починаючи з вересня 1997 р. у зв'язку з початком фінансової кризи в Азії розпочався вплив короткострокового іноземного капіталу, що відображало небажання інвесторів ризикувати своїми вкладеннями у країнах із нестабільною економікою. Це зумовлювало девальваційний тиск на національну валюту, що змусило Національний банк України вдатися до обмеження коливань курсу гривні шляхом запровадження валютного коридору. Негативні тенденції на валютному ринку України набули розвитку у зв'язку з початком у серпні 1998 р. фінансової кризи у Російській Федерації, що було пов'язано з тісними зовнішньоторговими відносинами між двома країнами.

Таким чином, нераціональна структура державних видатків, що призвела до неспроможності виконувати зобов'язання з погашення ОВДП, а також валютна криза у Росії, яка спричинила значні девальваційні очікування в Україні, зумовили необхідність реалізації Національним банком низки обмежувальних заходів у сфері валютної політики. З метою недопущення розвитку кризових явищ в Україні у процесі проведення валютної політики НБУ було використано жорсткі адміністративні інструменти:

- тимчасова заборона купівлі-продажу іноземної валюти на міжбанківському валютному ринку;
- призупинення всіх операцій з усіма валютами, крім долара США та німецької марки;
- здійснення всіх операцій з купівлі-продажу валюти лише через Українську міжбанківську валютну біржу;
- введення обмежень на продаж готівкової іноземної валюти фізичним особам-резидентам у розмірі, що не перевищує 1000 дол. США;
- запровадження у вересні 1998 р. обов'язкового продажу 75% надходжень



валютних коштів на рахунки експортерів із подальшим зниженням цієї норми до 50%;

- зобов'язання уповноважених комерційних банків мати закриту валютну позицію;
- обмеження максимального розміру маржі між курсами купівлі і продажу іноземної валюти комерційних банків (не більше 5%);
- запровадження обмежень для комерційних банків щодо кредитування клієнтів у іноземній валюті;
- дозвіл на купівлю комерційними банками валюти для клієнтів лише за наявності зовнішньоекономічного контракту на імпорту та довідки з податкової адміністрації;
- запровадження обмежень щодо купівлі іноземної валюти банками-нерезидентами;
- заборона на здійснення попередньої, авансової оплати імпортерських контрактів у вільно конвертованій валюті.

Після стабілізації ситуації на валютному ринку країни деякі з названих обмежень були скасовані, а курс валютної політики було знову спрямовано на подальшу лібералізацію зовнішньоекономічних та валютних відносин.

Четвертий етап (починаючи з 1999 р.) відображає процес реалізації валютної політики за умов досягнення національним господарством економічного зростання, макроекономічної стабілізації, зниження темпів інфляції, активізації зовнішньоторговельної діяльності і зростання активного сальдо платіжного балансу. Спрямованість валютної політики у цей період набула ознак поступової відмови від жорсткого адміністративного регулювання валютних відносин та переходу до більш ліберальних умов функціонування внутрішнього валютного ринку.

Так, уже 18 березня 1999 р. Постановою № 127 Національний банк України запровадив «Правила здійснення операцій на міжбанківському валютному ринку України», які значно лібералізували організацію валютних відносин та надали комерційним банкам ширші можливості щодо купівлі-



продажу іноземних валют як для власних потреб, так і за дорученням своїх клієнтів, включаючи навіть окремі види строкових операцій на умовах «форвард».

У цей період Національним банком України були вжиті такі заходи:

- збільшення розміру маржі при проведенні операцій з іноземною валютою з 5 до 10%;
- скасування обмежень на попередню авансову оплату імпорتنих контрактів;
- запровадження плаваючого режиму обмінного курсу національної валюти (починаючи з лютого 2000 р.).

У подальшому заходи з лібералізації валютної політики включали пом'якшення і деяких інших валютних обмежень, зокрема щодо продовження часу торгової сесії на міжбанківському валютному ринку, розширення можливостей банків здійснювати операції з банківськими металами, в тому числі й на міжнародних ринках, збільшення ліміту сум вивезення фізичними особами валюти за кордон, збільшення лімітів відкритої валютної позиції комерційних банків, скасування обов'язкового продажу 50% надходжень в іноземній валюті та 5-ти відсоткового обмеження на відхилення готівкового обмінного курсу в пунктах обміну іноземної валюти від офіційного курсу, дозвіл комерційним банкам видавати кредити фізичним особам в іноземній валюті та інші заходи.

Разом із лібералізацією валютних відносин Національний банк України вживав також і певні заходи щодо забезпечення дієвого контролю і недопущення спекулятивних операцій на ринку.

Такими заходами в окремі роки цього періоду були:

- здійснення валютних операцій лише у режимі реального часу;
- введення для уповноважених банків обов'язкового підтвердження через власну електронну пошту угод щодо купівлі-продажу іноземної валюти на міжбанківському ринку;
- запровадження обмежень роботи банків із рахунками типу «лоро» з метою





забезпечення належного контролю за міжнародним переміщенням валютних коштів;

- запровадження ліцензування операцій купівлі й переказу за кордон валюти для оплати акцій українських підприємств, куплених резидентами у нерезидентів.

Упродовж усього періоду 2000-2004 рр. дії Національного банку України були спрямовані на певне пом'якшення існуючої системи валютного регулювання і валютного контролю та проведення політики плаваючого обмінного курсу зі збереженням незначних коливальних тенденцій у бік ревальвації або девальвації.

На початку 2005 р. спекулятивні очікування щодо ймовірного зміцнення курсу гривні призвели до суттєвого припливу іноземного капіталу з-за кордону та збільшення пропозиції валюти на внутрішньому ринку. Як наслідок, лише за січень-квітень обсяги викупу іноземної валюти Національним банком України досягли 4,23 млрд. дол. США, що було однією з причин ревальвації гривні на 4,8% .

Однак наростання в подальшому таких негативних явищ, як уповільнення темпів економічного зростання, скорочення у деяких галузях обсягів промислового виробництва та експортних операцій, погіршення сальдо торгового балансу, наростання інфляційних процесів, зменшення іноземних інвестицій призвели до зниження обсягів пропозиції іноземної валюти на валютному ринку. Тому подальша ревальвація гривні була призупинена, і обмінний курс на початок 2008 р. утримується на рівні 5,05 грн. за 1 дол. США.

Слід зазначити, що ревальвація в умовах вітчизняної економіки мала як позитивні, так і негативні наслідки. Позитивним, зокрема, було здешевлення обслуговування зовнішнього боргу, сприяння зниженню інфляції, здешевлення імпорту енергоносіїв, машин і устаткування, зростання реальних доходів населення і зниження рівня доларизації заощаджень. Водночас вплив ревальвації на розвиток експортоорієнтованих галузей

негативно позначився на сальдо торгового балансу та зумовив скорочення притоку іноземної валюти на внутрішній ринок.

Однак за останній період саме збереження стабільного обмінного курсу гривні було взято Національним банком України за головний орієнтир при проведенні валютної політики за збереження тенденцій поступових лібералізації умов функціонування валютного ринку та зменшення ролі адміністративних важелів впливу на валютні відносини [89, с. 174-185].

Якщо розглядати процес реалізації валютної політики Національного банку України на всіх чотирьох етапах, то можна зробити висновок, що найбільш дієвими її інструментами, здатними ефективно впливати на організацію валютних відносин, були передусім політика валютних обмежень, управління режимом валютного курсу, а також девізна політика. Саме ці інструменти забезпечили вплив валютної політики НБУ на стан зовнішньої торгівлі, курс національної валюти, міжнародний рух капіталів, обсяги торгів і динаміку кон'юнктури на внутрішньому валютному ринку.

Сучасна валютна політика Національного банку України проводиться у контексті єдиної державної економічної політики, спрямованої на сприяння досягненню макроекономічної стабільності і зростанню виробництва.

## Висновки до розділу 1

1. Запропоновано визначення валютної політики як комплексу економічних, організаційних, адміністративних, правових та інших заходів, методів, форм, інструментів і механізмів, які здійснюються державою у сфері валютно-фінансових і кредитних відносин відповідно до поточних та стратегічних цілей загальної економічної політики держави, передусім з метою забезпечення стабільності обмінного курсу національної валюти та збалансованості платіжного балансу країни.

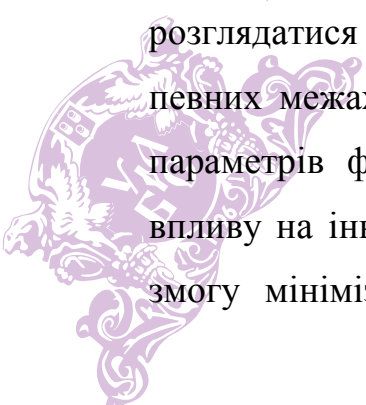
2. Обґрунтовано, що прийняття та виконання уповноваженими органами відповідних рішень щодо валютного регулювання має базуватися на певному механізмі реалізації валютної політики, що складається з системи елементів та інструментів і знаходить безпосереднє практичне втілення у діяльності суб'єктів валютної політики.

3. Визначено, що головним суб'єктом в механізмі реалізації валютної політики є центральний банк країни; ключовими (спеціальними) її елементами виступають валютно-курсова політика та політика управління золотовалютними резервами, загальним елементом – політика регулювання платіжного балансу; об'єктом впливу є валютний ринок; а рушійною силою механізму реалізації – сукупність загальних і спеціальних інструментів валютної політики.

4. В процесі дослідження концептуальних засад вибору стратегії валютної політики центрального банку обґрунтовано, що реалізація певних теоретичних підходів у здійсненні валютної політики та їх практичне використання у вигляді таргетування обмінного курсу чи інших монетарних режимів має ґрунтуватися на конкретних особливостях розвитку національної економіки у певний історичний період з урахуванням тих стратегічних цілей, які ставляться державною економічною політикою.

5. Доведено, що реалізація валютної політики Національним банком України нерозривно пов'язана з процесами становлення та розбудови незалежної держави та є відображенням перетворень, спрямованих на ринкову трансформацію вітчизняної економіки.

6. Визначено, що на сучасному етапі економічного розвитку країни зовнішні аспекти стабільності національної грошової одиниці мають розглядатися не лише з точки зору утримання обмінного курсу гривні в певних межах, а й з урахуванням необхідності забезпечення таких умов і параметрів функціонування валютного ринку, які не мають негативного впливу на інвестиційні рішення та очікування економічних агентів і дають змогу мінімізувати вплив зовнішніх шоків фінансового характеру. Такі



критерії можуть бути забезпечені шляхом використання режиму керованого плавання обмінного курсу гривні.

Основні результати розділу опубліковані в наукових статтях і монографіях [114, 115, 116, 122, 128, 129, 131, 133, 159, 275].



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

State Higher Edu  
“UKRAINIAN ACADA  
OF THE NATIONAL BA

Institution  
“UKRAINIAN ACAD  
OF THE NATIONAL BA

## РОЗДІЛ 2

### МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ ВАЛЮТНО-КУРСОВОЇ ПОЛІТИКИ ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКУ КРАЇНИ

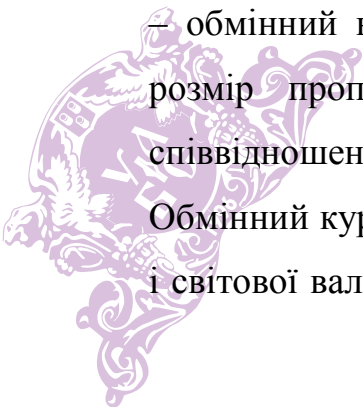
#### 2.1. Обмінний курс як основний елемент валютно-курсової політики

Основою валютної політики центрального банку країни є політика обмінного курсу або валютно-курсова політика. Її головною метою є встановлення порядку визначення та регулювання валютного курсу на території даної країни.

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

Валютний курс – це вартість грошової одиниці однієї країни, виражена у грошових одиницях інших країн або міжнародних платіжних засобах [133, с. 63].

Замість власне поняття валютного курсу часто вживають його синонім – обмінний курс (від англ. «exchange rate» або «rate of exchange»), тобто розмір пропорцій обміну однієї валюти на іншу, що характеризує співвідношення між валютами різних країн саме у процесі їх обміну. Обмінний курс є одним із найбільш важливих елементів як національної, так і світової валютної системи. Значення обмінного курсу відображає динаміку





основних макроекономічних показників розвитку країни.

Валютний курс – це своєрідна форма ціни грошової одиниці однієї країни, виражена у грошових одиницях інших країн, що визначається попитом і пропозицією на валютному ринку та по суті є коефіцієнтом перерахунку однієї валюти в іншу. Таким чином, обмінний курс відображає зовнішню вартість національних грошей щодо валют інших країн і цим відрізняється від оцінки внутрішньої вартості національної грошової одиниці, що визначається її купівельною спроможністю і залежить більшою мірою від темпів інфляції в країні.

Валютний курс, встановлення якого в переважній більшості країн відноситься до прерогативи центрального банку, виконує певні функції, головними серед яких є:

- сприяння інтернаціоналізації грошових відносин;
- перерозподіл національного продукту між окремими країнами;
- зіставлення рівнів та структури цін, а також результатів виробничої діяльності в окремих країнах;
- сприяння об'єднанню та стабільному розвитку валютних ринків;
- зіставлення національної та інтернаціональної вартості на національних та світових ринках;
- інтернаціоналізація господарських зв'язків тощо [306].

Встановлення обмінного курсу відповідно до чинних правил і норм валютного законодавства називається валютним котируванням (currency quotation). Котирування може передбачати встановлення валютного курсу або на законодавчому рівні у вигляді офіційного курсу центрального банку, або на основі ринкових механізмів, як певний паритет між попитом і пропозицією. У світовій теорії і практиці використовують два методи встановлення валютного котирування: пряме і зворотне.

У разі прямого котирування (direct quotation) вказують, скільки національним грошовим одиницям дорівнює одиниця (10, 100, 1000 одиниць) іноземної валюти. Наприклад, в Україні один американський долар

прирівнюється до певної кількості гривень, зокрема, якщо офіційний валютний курс  $USD/UAH = 5,05$ , то це є прикладом прямого котирування. Саме цей вид валютного котирування використовується у більшості країн світу.

Зворотне котирування (indirect quotation) – це прирівнювання одиниці (10, 100, 1000 одиниць) національної валюти до певної кількості іноземної. Прикладом зворотного котирування буде при рівнянні однієї гривні до певної кількості доларів США. Так, якщо  $UAH/USD = 0,1980 (1 \div 5,05)$ , то це є прикладом зворотного котирування валютного курсу. Наприклад, у Великій Британії один фунт стерлінгів виражається у певній кількості доларів США. Це пов'язано з тим, що історично один фунт стерлінгів протягом кількох століть засновувався не на традиційній десятковій, а на так званій імперській системі мір: 1 фунт стерлінгів = 20 шилінгів = 240 пенсів. Оскільки він тривалий час був основною валютою для здійснення міжнародних розрахунків, то валюти більшості країн світу прирівнювалися саме до нього, що було зручніше, ніж при прямому котируванні.

Використання прямого чи зворотного методів котирування не впливає на рівень обмінного курсу, а лише змінює форму його вираження, адже зворотне котирування є величиною, оберненою до прямого.

Зміст процедури котирування полягає у визначенні й реєстрації міжбанківського курсу шляхом послідовного зіставлення попиту і пропозиції за кожною валютою («фіксинг»). На цій основі встановлюються курси покупця і продавця.

Курс покупця (bid rate) – це курс, за яким учасники ринку (банки) купують одну іноземну валюту за іншу (нижчий курс). Курс продавця (offer gate) – це курс, за яким учасники ринку продають одну іноземну валюту за іншу (вищий курс).

Курс продавця завжди вищий за курс покупця. Різниця (маржа (margin), спред (spread)) між курсом покупця і курсом продавця для суб'єкту валютного ринку (банку), який здійснює котирування, є джерелом прибутку.



Курсова маржа визначається у відсотках і розраховується за формулою:

$$M = \frac{OR - BR}{BR} \times 100\%, \quad (2.1)$$

де  $M$  – валютна маржа;

$OR$  – курс продажу валюти;

$BR$  – курс купівлі валюти.

Можливість отримання цього доходу пов'язана з фактично монопольним становищем банків на валютному ринку щодо операцій із більшістю суб'єктів валютних відносин. У зв'язку з цим банки продають валюту за вищим курсом, ніж купують. Зазвичай чим більші обсяги операцій із певною валютою і більший попит на ринку на неї, тим більший розмір маржі банку. Хоча спред встановлюється комерційними банками самостійно, центральний банк за певних обставин може встановлювати її максимально допустиму величину для того, щоб запобігти спекулятивній грі на валютному ринку, яка особливо небезпечна у періоди кризових явищ.

Фактичний ринковий обмінний курс розраховується як середнє арифметичне курсів bid і offer. Він використовується в економічному аналізі, при укладенні зовнішньоторгових контрактів, дилерами на валютних ринках.

При визначенні та записі валютних курсів розрізняють базу котирування та валюту котирування. Валютою котирування є та іноземна валюта, курс якої визначають, а базою – валюта, з якою порівнюють дану грошову одиницю. При записі обмінного курсу USD/UAH валютою котирування буде українська гривня, а базою – долар США.

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

балансі країни [306].

Таким чином, обмінний курс як вимір вартісного вмісту валют різних країн є важливим елементом міжнародних економічних і валютно-кредитних відносин.

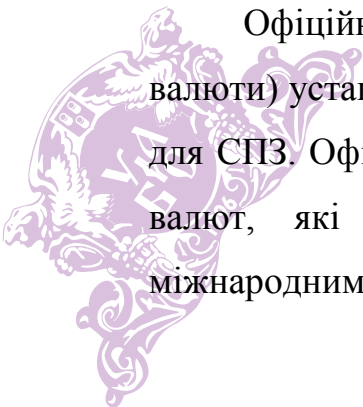
В економічній теорії та практиці використовують велику кількість різних видів валютних курсів. Їхню детальну класифікацію наведено в табл. 2.1.

Автором надано розгорнуту характеристику основним видам валютних курсів.

Національний банк України встановлює офіційний обмінний курс (official exchange rate) гривні до іноземних валют, міжнародних рахункових одиниць, який використовується в розрахунках з бюджетом і митницею, під час планування та аналізу зовнішньоекономічної діяльності, для всіх видів платіжно-розрахункових відносин держави з юридичними та фізичними особами, оподаткування, а також для бухгалтерського обліку всіх операцій, здійснених в іноземній валюті.

Офіційний курс гривні до долара США розраховується щоденно на підставі котирування валюти на міжбанківському валютному ринку та з урахуванням інформації про діючий офіційний курс НБУ і про проведені ним операції з купівлі-продажу іноземних валют 1-ї групи Класифікатора, а також відомостей про курсові та цінові зміни на світових фінансових та товарних ринках, інших показників, зміна яких може впливати на валютний ринок України. Крім того, НБУ щоденно встановлює офіційний обмінний курс гривні до вільно конвертованих валют, а також до валют країн, які є головними зовнішньоекономічними партнерами України.

Офіційний валютний курс гривні до інших іноземних валют (33 валюти) устанавлюється один раз на місяць та один раз на місяць повторно – для СПЗ. Офіційні обмінні курси гривні до вільно конвертованих іноземних валют, які широко використовуються для здійснення платежів за міжнародними операціями та продаються на головних валютних ринках



світу, розраховуються на підставі наступної інформації:

Таблиця 2.1

## Класифікація валютних курсів [126]

№ пор.	Вид обмінного курсу	Характеристика
1	Офіційний	курс, який встановлюється державою (найчастіше центральним банком);
2	Номінальний	валютний курс, що діє (діяв) протягом певного періоду часу на валютному ринку країни;
3	Реальний	номінальний валютний курс з урахуванням показника інфляції;
4	Номінальний ефективний	зміна курсу національної валюти визначається як середня величина щодо валют країн – головних торгових партнерів;
5	Реальний ефективний	індекс валютного курсу, розрахований як середньозважена арифметична величина на базі кошика валют країн – торгових партнерів та їх частки в загальному обсязі товарообігу з урахуванням динаміки внутрішніх цін країни та її головних зовнішньоекономічних партнерів за відповідний період;
6	Поточний (спот-курс)	курс, що діє на поточний момент часу (розрахунки за угодами на придбання валюти за спот-курсом здійснюється на другий робочий (банківський) день після укладання угоди);
7	Форвардний («аутрайт»)	курс, за яким валюта однієї країни продається чи купується за валюту іншої країни на певну дату в майбутньому;
8	Крос-курс	співвідношення між двома валютами, яке визначається на основі курсу цих валют по відношенню до третьої валюти;
9	Курс покупця	ціна (курс), за яким учасник ринку (банк) купує іноземну валюту;
10	Курс продавця	ціна (курс), за яким учасник ринку (банк) продає іноземну валюту;
11	Фактичний ринковий	курс, що розраховується як середнє арифметичне курсів покупця і продавця;
12	Очікуваний	обмінний курс на певну дату в майбутньому, який прогнозує більшість учасників ринку;
13	Рівноважний	курс, при якому попит і пропозиція валюти врівноважуються;



№ пор.	Вид обмінного курсу	Характеристика
14	Центральний	офіційно зафіксоване співвідношення між валютами, навколо якого в узгоджених межах коливаються ринкові валютні курси;
15	Гарантований	курс, що був зафіксований при укладанні угоди;
16	Підсумковий	обмінний курс на момент складання балансового звіту (курс закриття балансу);
17	Тимчасовий	обмінний курс на момент укладання угоди, який є одним із варіантів трансляції валют;
18	Плаваючий	курс, рівень якого визначається на валютному ринку під впливом попиту та пропозиції;
19	Примусовий (фіксований)	офіційний фіксований курс, який вводять державні органи (центральні банки) в умовах валютних обмежень для обміну національної валюти на іноземну;
20	Регульований	валютний курс, що при встановленні на валютному ринку регулюється центральним банком країни;
21	Готівковий	курс, за яким учасник валютного ринку (обмінний пункт) купує або продає готівкову іноземну валюту;
22	Безготівковий	курс, за яким учасник валютного ринку (банк) купує або продає безготівкову іноземну валюту;
23	Ринковий	валютний курс, що встановлюється, діє та використовується на валютному ринку;
24	Середньо-арифметичний	валютний курс, що розраховується як середньоарифметичне значення;
25	Середньозважений	валютний курс, що встановлюється як середньозважене значення;
26	Біржовий	курс, що встановлюється і діє на біржовому ринку;
27	Міжбанківський	курс, що встановлюється і діє на міжбанківському ринку;
28	Множинний	валютний курс, що використовується центральним банком для різних трансакцій, наприклад, для купівлі валюти у експортерів та її продажу для імпортерів;
29	Подвійний	полягає в подвійному котируванні курсу національної грошової одиниці: окремо за комерційними та фінансовими операціями.

- про офіційний курс гривні щодо долара США;
- про щоденний фіксинг Європейського центрального банку поточних курсів до євро;
- про курс СПЗ до долара США, установлений Казначейським управлінням Міжнародного валютного фонду.

Офіційні валютні курси до вільно конвертованих валют, які обмежено використовуються для здійснення платежів за міжнародними операціями та не продаються на головних валютних ринках світу, а також до неконвертованих іноземних валют, визначаються на підставі інформації про:

- офіційний курс гривні до долара США;
- щоденний фіксинг Європейського центрального банку поточних курсів до євро;
- курси національних валют до долара США, установлені центральними (національними) банками інших держав.

Офіційний курс гривні до іноземних валют та банківських металів розраховується Департаментом валютного регулювання та затверджується першим заступником Голови Національного банку. Інформація про встановлені офіційні курси гривні до іноземних валют та банківських металів розміщується в міжнародній комп'ютерній мережі Інтернет, надсилається територіальним управлінням Національного банку та банкам згідно з Тимчасовою схемою розсилання організаційно-розпорядчих і нормативно-правових актів Національного банку, центральним органам виконавчої влади згідно з переліком, установленим НБУ.

Національний банк України у межах своїх повноважень щодо забезпечення стабільності гривні може впливати на формування офіційного валютного курсу в результаті купівлі-продажу іноземної валюти на міжбанківському валютному ринку України. НБУ встановлює офіційний курс гривні до іноземних валют без зобов'язання здійснювати за ним операції з купівлі-продажу [253].

Номинальний валютний курс (nominal exchange rate) – це ціна одиниці

іноземної валюти, виражена в одиницях національної валюти. Номінальний валютний курс виражає обмінний курс валют, який діє у певний період на валютному ринку країни. Він розраховується за формулою:

$$N_{er} = \frac{Q_{dc}}{Q_{fc}}, \quad (2.2)$$

де  $N_{er}$  – величина номінального валютного курсу;

$Q_{dc}$  – кількість національної валюти;

$Q_{fc}$  – кількість іноземної валюти.

Використання саме кількісних аспектів при формуванні номінального валютного курсу відображає умови встановлення рівноваги на валютному ринку і, відповідно, визначення рівноважного валютного курсу.

У більшості випадків, коли йдеться про обмінний курс національної валюти, під ним розуміють насамперед номінальний валютний курс. При цьому номінальний валютний курс є більш адекватним для оцінки поточних валютних угод і зовнішніх розрахунків. У довгостроковій перспективі, коли оцінюючи динаміку курсоутворення необхідно враховувати і ціновий фактор, виникає потреба у використанні реального валютного курсу.

Реальний валютний курс (real exchange rate) – це курс, який розраховують з огляду на співвідношення цін на національному і зарубіжному ринках. Реальний валютний курс визначається як співвідношення індексів цін товарів і послуг двох країн, узятих у відповідній валюті. Він визначається за допомогою наступної формули:

$$R_{er} = \frac{P_f}{P_d} \times N_{er}, \quad (2.3)$$

де  $R_{er}$  – величина реального валютного курсу;

$P_d$  – індекс цін усередині країни;

$P_f$  – індекс цін за кордоном;

$N_{er}$  – величина номінального валютного курсу.

Як видно з наведеної формули, випереджуючі темпи зростання цін усередині країни у порівнянні з зарубіжними країнами призводять до



знецінення національної валюти і здешевлення її реального обмінного курсу. Якщо ж за кордоном темпи інфляції вищі, то національна валюта дорожчає порівняно з іноземною. Технічна складність оцінювання реального обмінного курсу полягає у виборі єдиної методики розрахунку індексів цін, які могли б точно відображати інфляційні процеси у різних країнах.

Фактично реальний обмінний курс є номінальним валютним курсом, перерахованим з огляду на зміну рівня цін в одній країні відносно зміни рівня цін в іншій країні. Реальний обмінний курс, таким чином, показує співвідношення цін певного набору товарів і послуг за кордоном і цін таких самих товарів і послуг усередині країни, переведеного за номінальним обмінним курсом. Реальний обмінний курс використовують для оцінки конкурентоспроможності національного виробника порівняно з іноземним [89, 133, 340].

Для адекватної оцінки впливу валютно-курсової політики країни на перебіг економічних процесів можуть використовуватися такі показники, як номінальний ефективний обмінний курс (nominal effective exchange rate ( $NE_{er}$ )) і реальний ефективний обмінний курс (РЕОК) (real effective exchange rate ( $RE_{er}$ )), які є індексами змін відповідних величин за певний період.

Якщо зміна курсу національної валюти визначається як середня величина щодо валют країн – головних торгових партнерів, то цей показник відображає номінальний ефективний валютний курс. Якщо ж зміни номінального ефективного валютного курсу скориговані з урахуванням динаміки внутрішніх цін країни та її головних зовнішньоекономічних партнерів за відповідний період, то йдеться про реальний ефективний валютний курс.

Загальна формула для обчислення реального ефективного валютного курсу має наступний вигляд:

$$RE_{er} = \frac{\sum_{i=1}^n (N_{er} \times P_f)^{w_i}}{P_d}, \quad (2.4)$$



де  $RE_{er}$  – реальний ефективний обмінний курс;

$N_{er}$  – номінальний валютний курс;

$P_d$  – індекс цін усередині країни;

$P_f$  – індекс цін за кордоном;

$W_i$  – питома вага  $n$ -ої країни у зовнішньоторговельному обороті.

Із формули визначення реального ефективного валютного курсу випливає, що рівень цінової конкурентоспроможності національних виробників може підвищитися у наступних випадках:

- зростання рівня зовнішніх цін;
- зниження внутрішніх цін;
- девальвації національної грошової одиниці.

Індекс реального ефективного обмінного курсу гривні відображує зміну цінової конкурентоспроможності вітчизняних товарів відносно їх аналогів, що виробляються в країнах – основних торговельних партнерах України. Станом на сьогодні індекс РЕОК гривні розраховується за кошиком з 18 валют 25 країн – основних торговельних партнерів України, скоригованим на відносну зміну споживчих цін (табл. 2.2).

Для розрахунку ефективних обмінних курсів (номінального та реального) використовуються вагові коефіцієнти, які відображають середню за останні три роки питому вагу країн – основних торговельних партнерів України в її загальному зовнішньому товарообороті. Це дозволяє враховувати поточні зміни у географічному спрямуванні товарних потоків України.

Критерієм включення країни до переліку основних торговельних партнерів слугує її частка в загальному зовнішньоторговельному обороті України. На поточний час значення критерію встановлено на рівні 1%. Сукупний обсяг експорту та імпорту товарів з 25 країн, що враховуються при обчисленні РЕОК гривні, становить 76% від загального зовнішньоторговельного обороту України [281].





Країни світу – основні торговельні партнери України  
за географічними напрямками

Країни СНД та їхні валюти	Країни Європи та їхні валюти	Країни Азії та їхні валюти	Країни Америки та їхні валюти
1. Російська Федерація (російський рубль) 2. Казахстан (казахстанський тенге) 3. Білорусь (білоруський рубль) 4. Молдова (молдовський лей)	1. Австрія (євро) 2. Німеччина (євро) 3. Італія (євро) 4. Франція (євро) 5. Греція (євро) 6. Болгарія (болгарський лев) 7. Польща (польський злотий) 8. Іспанія (євро) 9. Великобританія (англійський фунт стерлінгів) 10. Нідерланди (євро) 11. Румунія (румунський лей) 12. Угорщина (угорський форинт) 13. Литва (литовський літ) 14. Чеська Республіка (чеська корона) 15. Словаччина (євро)	1. Індія (індійська рупія) 2. Китай (юань женьміньбі) 3. Японія (японська єна) 4. Республіка Корея (корейський вон) 5. Туреччина (турецька ліра)	1. США (долар США)

У зв'язку з тим, що валютний курс як ціна валюти (так само як і ціна на будь-який товар) змінюється у часі, то у зовнішньоекономічній діяльності виникає необхідність враховувати фактор часу при укладенні угод. Тому залежно від того, коли буде виконана угода з купівлі-продажу валют на валютному ринку, використовують такі два основні види обмінних курсів:

- поточний (спот-курс);
- форвардний курс.



Спот-курс (spot rate) – це вартість одиниці валюти однієї країни, виражена у валюті іншої країни, що була зафіксована на момент укладення угоди за умов поставки валюти учасником ринку (банком) не пізніше другого робочого дня з дня укладення угоди.

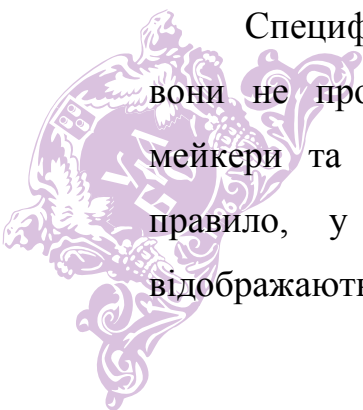
Спот-курс відображає, як оцінюється національна валюта на момент проведення операції на зовнішніх ринках. Динаміка обмінного курсу тієї чи іншої національної валюти оцінюється саме через спот-курс. Так само й у процесі реалізації валютно-курсової політики та при оцінюванні основних зовнішньоекономічних параметрів розвитку національного господарства за основу береться передусім спот-курс.

Щодо процесу визначення та використання спот-курсів, то на практиці вони пропонуються учасникам валютних ринків маркет-мейкерами – фінансовими установами (переважно це банки), які постійно здійснюють котирування курсів і укладають угоди на купівлю-продаж іноземних валют.

Як правило, маркет-мейкери визначають не тільки спот-курси іноземних валют до національної, але й проводять котирування іноземних валют між собою. Провідні маркет-мейкери за певними валютами знаходяться в країнах-емітентах цих валют. Винятком є маркет-мейкери за резервними валютами (наприклад, долар США, євро, англійський фунт стерлінгів, японська єна тощо), тому що ці валюти широко використовуються в багатьох країнах як база для здійснення валютних операцій, оскільки мають найвищий ступінь ліквідності (конвертованості).

Форвардний курс (forward rate) – це курс, за яким валюта однієї країни продається чи купується за валюту іншої країни на певну дату в майбутньому.

Специфікою форвардних курсів є те, що на відміну від спот-курсів вони не просто безпосередньо фіксуються, а розраховуються. Маркет-мейкери та професійні дилери оперують показниками, вираженими, як правило, у вигляді десятитисячної частини валютного курсу, що відображають різницю між спот-курсом і форвардним курсом. Ці показники



мають назву форвардної маржі (спреду, пунктів, піпів), і на практиці здійснюються котирування не форвард-курсів, а відповідних різниць.

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

На практиці з метою розрізнення премії та дисконту їх часто записують відповідно зі знаком «плюс» чи «мінус», але дилер завжди безпомилково визначить премію або знижку, якщо знак і не буде вказано. Це пояснюється тим, що курс покупця завжди нижчий за курс продавця. Тому, якщо показники форвардної маржі наведені в порядку збільшення, наприклад, 150-200, то мова йдеться про форвардну премію. У разі, якщо спред наводиться у порядку зменшення, наприклад, 220-180, то учасник ринку враховувати цей спред як форвардний дисконт.

Головним чинником, який формує динаміку та рівень форвардного курсу, є різниця між процентними ставками за міжбанківськими кредитами й депозитами у відповідних валютах. Валюта з вищою процентною ставкою на форвардному ринку продаватиметься з премією відносно валюти з нижчою ставкою.

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

$$P(D)_{\text{куп.}} = \frac{K_{\text{с.куп.}} \times (C_{\text{д.в.}} - C_{\text{кр.б.}}) \times T}{360 \times 100 + (C_{\text{кр.б.}} \times T)}, \quad (2.5)$$

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

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



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

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

$T$  – термін форвардної угоди у днях.

Премію (дисконт) форвардного валютного курсу на продаж валюти можна розрахувати за формулою:

$$P(D)_{пр.} = \frac{K_{с.пр.} \times (C_{кр.в.} - C_{д.б.}) \times T}{360 \times 100 + (C_{д.б.} \times T)}, \quad (2.6)$$

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

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

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

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

Отже, форвардний курс на купівлю чи продаж валюти можна визначити наступним чином:

$$K_{ф.куп.} = K_{с.куп.} + P(-D), \quad (2.7)$$

де  $K_{ф.куп.}$  – форвардний курс купівлі певної валюти;

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

$P$  – форвардна премія;

$D$  – форвардний дисконт.

$$K_{ф.прод.} = K_{с.прод.} + P(-D), \quad (2.8)$$

де  $K_{ф.прод.}$  – форвардний курс продажу валюти;

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

Інформація щодо форвардних курсів регулярно публікується у провідних фінансових виданнях світу, наприклад «Financial Times».



У міжнародній торгівлі можуть виникати ситуації, коли неможливо безпосередньо обміняти одну валюту на іншу. В цьому разі використовується крос-котирування, або крос-курс.

Крос-курс (cross-rate) – це співвідношення між двома іноземними валютами, що визначається на основі курсу цих валют щодо третьої валюти.

Враховуючи ту обставину, що основний обсяг міжнародний розрахунків здійснюється у доларах США, то для полегшення валютообмінних операцій і розрахунків котирування національних валют у більшості випадків здійснюється не одна відносно іншої, а щодо долара США, а вже через нього – до валют інших країн. Тому практично всі курси, за якими не встановлюються котирування до американського долара, називають крос-курсами.

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

- 1) з прямим котируванням до долара США (долар є базою котирування для обох валют);
- 2) з прямим та зворотним котируванням до долара США (долар є базою котирування лише для однієї з валют);
- 3) зі зворотним котируванням до долара США (долар є валютою котирування для обох валют).

Особливістю розрахунків крос-курсів є те, що їхнє котирування може здійснюватися по-різному в залежності від того, хто проводить котирування. Котирування крос-курсів провідних світових валют проводиться агентством Reuters на сторінці WXWX автоматично через кожні кілька хвилин, його здійснюють більшість банків і брокерських фірм, але за наявності валютних курсів до долара США їх можна розрахувати самостійно [126, 133, 306].





## 2.2. Методологічні підходи до регулювання режимів валютних курсів

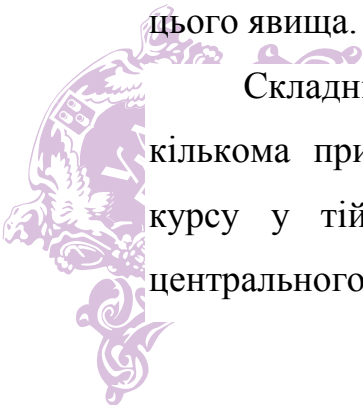
Значний вплив валютного курсу на економіку зумовлює об'єктивну необхідність вибору адекватного для певної країни режиму обмінного курсу, що визначається відповідною формою реалізації валютної політики центрального банку.

Режим валютного курсу полягає у запровадженні порядку визначення курсу національної валюти, його зміни та використання для здійснення розрахунків у міжнародних економічних відносинах. Необхідність встановлення в країні певного режиму валютного курсу пов'язана з потребою в обміні валют при здійсненні товарообмінних операцій, наданні послуг, виконанні робіт у сфері зовнішньоекономічних зв'язків, міжнародному рухові капіталів та кредитів, що зумовлює потребу адекватної оцінки вартості фінансових активів.

У дисертаційній роботі автором систематизовано погляди представників різних шкіл теорії грошей на режим валютного курсу (табл. 2.3).

Основні теоретичні підходи до системи регулювання режимів валютного курсу відображено у вигляді схеми на рис. 2.1. Подібну візуалізацію зроблено на підставі аналізу великої кількості літературних джерел для демонстрації того, що на теперішній час теорія регулювання обмінного курсу не є завершеною, а й досі знаходиться у стадії розвитку, творчого пошуку новітніх ідей, що сприятимуть більш адекватному опису цього явища.

Складність точної класифікації режимів валютних курсів пояснюється кількома причинами. По-перше, офіційно оголошений режим валютного курсу у тій чи іншій країні може не відповідати фактичним діям центрального банку чи інших регулятивних органів із реалізації офіційно



проголошеної валютно-курсової політики. По-друге, є значна кількість так званих проміжних режимів валютного курсу, які характеризуються наявністю спільних ознак і різноманітними поєднаннями мікро- та макроекономічних умов реалізації, законодавчих обмежень та практичних дій центрального банку, у зв'язку з чим ці режими важко віднести до якоїсь конкретної групи.

Таблиця 2.3

Класифікація основних поглядів представників різних шкіл теорії грошей на режим валютного курсу

№ пор.	Школа	Характеристика режиму обмінного курсу
1	Класична політична економія	Валютний курс визначається ціною золота (золотим вмістом грошової одиниці)
2	Дж. М. Кейнс	Рівень обмінного курсу має бути стабільним і відповідати потребам економіки. Бажаним є твердий (фіксований) обмінний курс
3	Кейнсіанці	Бажаний фіксований валютний курс
4	Загальна монетаристська теорія	Валютний курс не повинен бути об'єктом економічної політики держави, а тому визначається співвідношенням попиту і пропозиції на валюту – плаваючий курс. Валютний курс є елементом механізму впливу грошей на ціни
5	Монетаристи-неокласики	Плаваючий валютний курс, який є одним із багатьох елементів механізму впливу грошей на ціни
6	Монетаристи-градуалісти	Плаваючий обмінний курс, який є важливим елементом механізму впливу грошей на ціни
7	Монетаристи-прогматики	Кероване плавання валютного курсу
8	Оновлене кейнсіанство	Кероване плавання валютного курсу в межах валютного коридору
9	Антимонетаристи	Оскільки кількість грошей в обігу не впливає на економічні процеси, то схильні взагалі не розглядати валютну політику. Однак, усвідомлюючи небезпеку можливої в разі цього дестабілізації через переміщення капіталів, підтримують політику плаваючого курсу

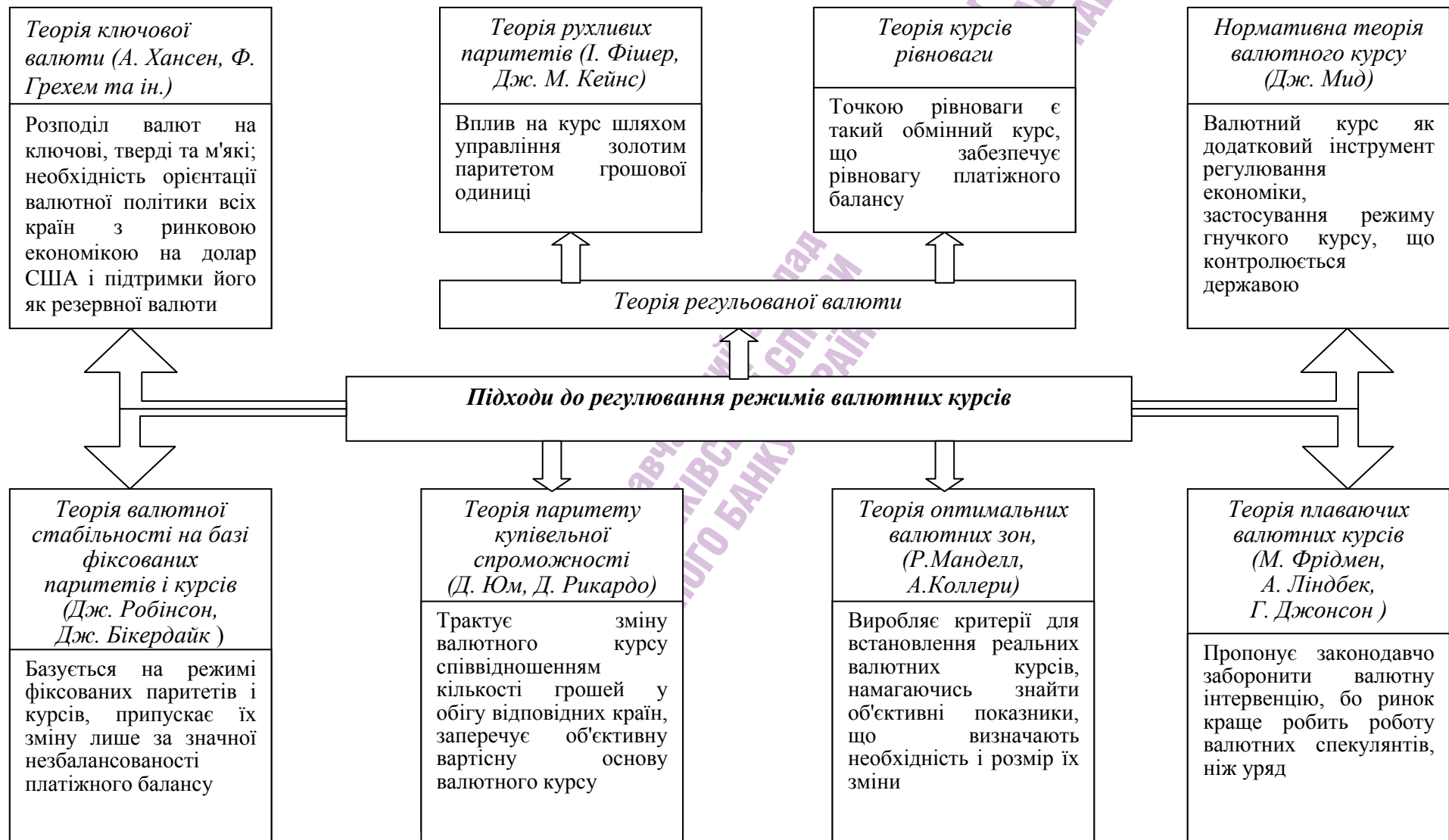


Рис. 2.1. Основні теоретичні підходи до регулювання режиму валютного курсу

Тому найдоцільніше всі форми реалізації валютно-курсової політики класифікувати за двома основними режимами валютних курсів, які мають чітко виражені ознаки, а вже всі інші види можуть бути віднесені до однієї з цих двох груп. Основними режимами валютних курсів, а відтак і формами реалізації валютно-курсової політики, є фіксований і плаваючий.

Протягом 90-х років 20 століття загальноприйнятою серед економістів-науковців та радницьких інституцій, таких як МВФ, вважалась думка про те, що лише, так звані “кутові рішення” (corner solutions) – єдині, тобто або зовнішні валюти або валютні ради – з одного боку, або повністю гнучкі валютні курси – з іншого – можуть запобігати валютним кризам, що однаково вражають як розвинені, так і менш розвинені країни.

Однак зараз ми можемо спостерігати ознаки зростаючої підтримки проміжних режимів, особливо у нових ринкових економіках. Фахівці з МВФ зараз більш прагматично припускають, що “...жоден з режимів валютних курсів не є гідним за будь-яких випадків для усіх членів...” [123, 327, 336].

Очевидний конфлікт між «кутовими рішеннями» та так званими «проміжними рішеннями» може бути вирішений шляхом припущення, яке полягає в тому, що кутові рішення є найкращими у довгостроковому періоді, особливо в тих країнах, що успішно лібералізували і капіталізували внутрішні фінансові інституції, а потім лібералізували їхні зовнішні рахунки капіталу.

Проміжні рішення, натомість, часто виявляються найкращими для перехідних періодів, до завершення внутрішньої та зовнішньої лібералізації. Проміжне рішення визначається як будь-яке становище між чистим плаванням та монетарним союзом.

З метою вибору режиму регулювання обмінного курсу в країні запропоновано трикутник “кутових і проміжних рішень” щодо валютно-курсових режимів (рис. 2.2). При цьому виділено 2 «кутових рішення» (монетарний союз та вільне плавання), а також 8 проміжних: від повної заміни національної валюти (доларизації) до керованого плавання.



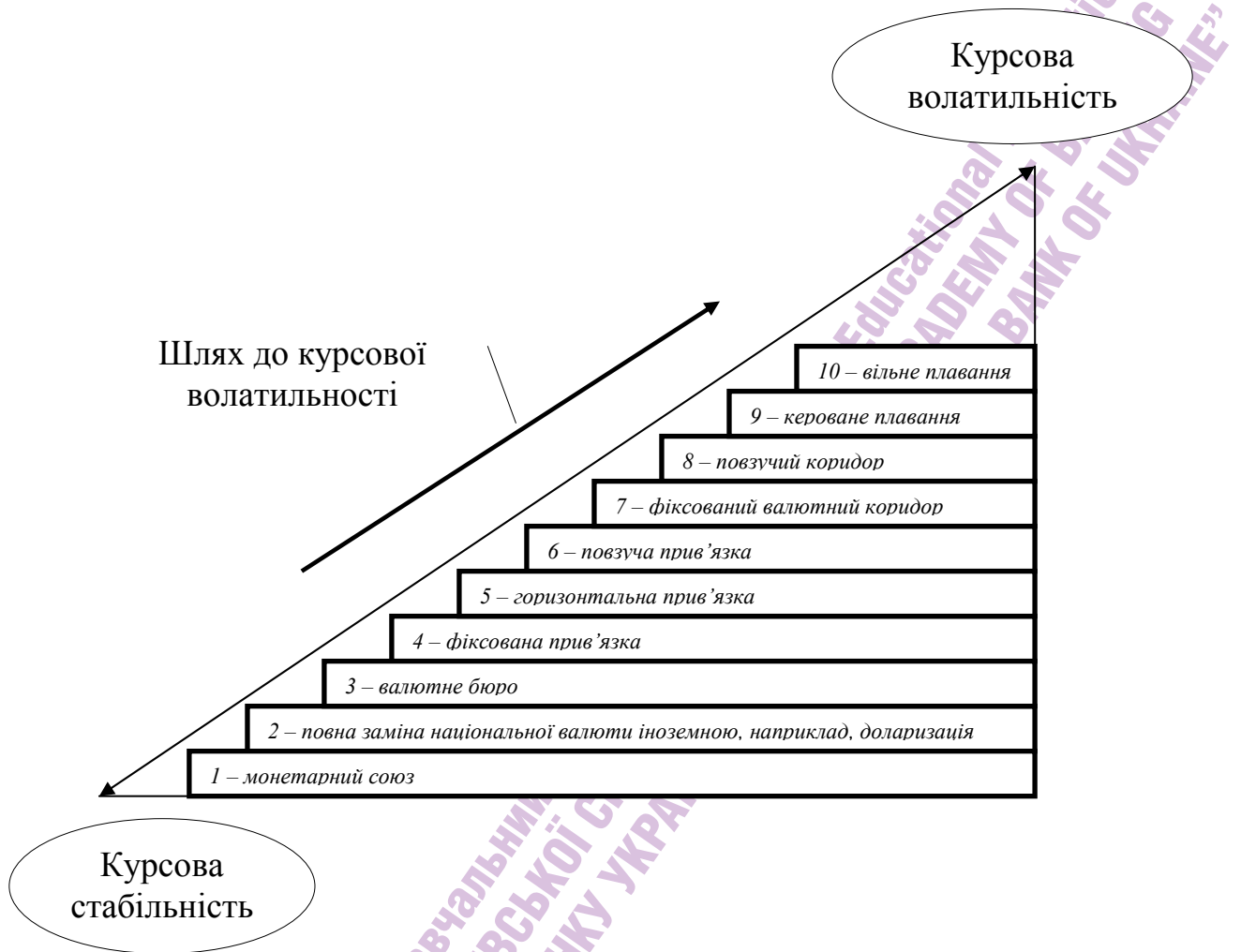


Рис. 2.2. Трикутник “кутових і проміжних рішень” щодо валютно-курсів режимів

Таким чином, на основі даних рис. 2.2 побудовано таблицю, у якій здійснено детальну класифікацію та охарактеризовано основні режими валютних курсів (табл. 2.4).

Режим фіксованого валютного курсу є найсприятливішим за умови внутрішніх кризових ситуацій у нестабільній економіці. Він забезпечує нижчі темпи інфляції та досить стабільні умови для зовнішньоекономічної діяльності, бо створює можливість прогнозувати розвиток ситуації в країні.

Фіксований курс дає змогу досягти і певних макроекономічних показників. Теоретично обмінна вартість національної грошової одиниці може бути розрахована у такий спосіб, щоб забезпечити стабілізацію будь-якого макроекономічного показника: попиту на гроші, сукупного попиту,

індексу імпорتنих цін тощо. Одним із головних питань, які стоять перед центральним банком при встановленні фіксованого валютного курсу, є пошук певного міжнародного стандарту, на який буде зорієнтована вартість національної грошової одиниці. Як правило, курси національних валют перебувають у жорсткій відповідності з долларом США або євро.

Таблиця 2.4

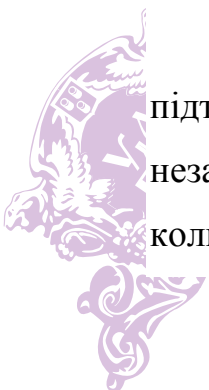
## Класифікація режимів валютних курсів [123, 126, 133]

№ пор.	Вид режиму обмінного курсу	Характеристика
1	Фіксований, у т.ч.:	<ul style="list-style-type: none"> <li>- офіційний фіксований курс, який вводять державні органи (центральний банк країни) в умовах валютних обмежень для обміну національної валюти на іноземну;</li> <li>- є обов'язковим для всіх (або тільки для певної частини) валютних операцій;</li> <li>- його введення призводить до виникнення "чорного ринку";</li> </ul>
1.1	Фіксований курс у рамках механізму ERM-II	<ul style="list-style-type: none"> <li>- механізм ERM-II зобов'язує країни впродовж двох років утримувати курси національних валют у межах 15% від оголошеного Європейським центробанком;</li> <li>- приєднання до ERM-II є необхідною умовою для подальшого входження до єврозони;</li> </ul>
1.2	Валютне бюро (валютна рада)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- курс національної валюти до валюти-лідера фіксується назавжди у законодавчому порядку;</li> <li>- грошова база повинна мати 100-процентне покриття чистими міжнародними активами центрального банку;</li> <li>- центральний банк відмовляється від будь-яких активних операцій з внутрішніми активами (стерилізації);</li> <li>- зміни в грошовій базі відбуваються винятково в результаті змін у міжнародних активах;</li> </ul>
1.3	Доларизація (євроізація)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- повна заміна національної валюти іноземною, наприклад долларом США або євро;</li> </ul>



№ пор.	Вид режиму обмінного курсу	Характеристика
2	Вільно плаваючий	- рівень офіційного валютного курсу визначається виключно на валютному ринку під впливом попиту та пропозиції, які, залежать від стану платіжного балансу країни, співвідношення відсоткових ставок і темпів інфляції, очікувань учасників ринку, офіційних валютних інтервенцій тощо; - центральний банк не втручається в процес курсоутворення;
3	Змішаний, у т.ч.:	- проміжний між фіксованим та гнучким режимами валютного курсу;
3.1	Фіксована валютна прив'язка	- «прив'язка» до сильної валюти (валюти-лідера) або кошика валют (наприклад СПЗ) з коридором $\pm 1\%$ ;
3.2	Горизонтальна валютна прив'язка	- «прив'язка» із коридором більш ніж $\pm 1\%$ ;
3.3	Повзуча прив'язка	- «прив'язка» із паритетом, що періодично коригується у фіксованому обсязі за фіксованими, раніше оголошеними ставками, або у відповідь на зміни в обраних кількісних показниках;
3.4	Фіксований валютний коридор	- встановлені державою на певний період часу максимальна та мінімальна межі коливання офіційного валютного курсу;
3.5	Повзучий валютний коридор	- повзучі «прив'язки» у поєднанні з валютними коридорами більш ніж $\pm 1\%$ ;
3.6	Кероване плавання	- плавання без наперед оголошеного руху валютного курсу: активні інтервенції центрального банку без готовності слідувати наперед визначеній цілі або руху валютного курсу.

Режими фіксованих валютних курсів означають зобов'язання постійної підтримки конкретного курсу національної валюти відносно іноземної незалежно від попиту та пропозиції на валютному ринку. При цьому коливання валютного курсу взагалі відсутні або можуть допускатися у межах



до + 1%.

Сутність режиму валютного бюро (валютної ради) є досить складною і полягає у дотриманні наступних принципів:

- курс національної валюти до валюти-лідера фіксується назавжди у законодавчому порядку;
- грошова база повинна мати 100-процентне покриття чистими міжнародними активами центрального банку;
- центральний банк відмовляється від будь-яких активних операції з внутрішніми активами (стерилізації); це означає, що зміни в грошовій базі відбуваються винятково в результаті змін у міжнародних активах.

При використанні механізму валютного бюро країна формально зберігає свою грошову одиницю, центральний банк як емісійний центр і можливість одержувати емісійний дохід (seigniorage) від розміщення валютних резервів на міжнародних ринках (цього немає при заміні національної валюти іноземною). Головна небезпека – це питання стійкості цього механізму і довіри економічних суб'єктів, побоювань, що раптом хтось захоче скасувати його або поміняти фіксований обмінний курс. Міжнародний досвід демонструє приклади режиму валютного бюро, що користується як повною довірою (Болгарія, Боснія та країни Прибалтики), так має і певні сумніви у стійкості цього механізму (наприклад, Аргентина наприкінці дев'яностих років минулого століття).

Режим валютного бюро можна ввести в Україні досить швидко, і він не буде радикально відрізнитися своєю інструментальною логікою від типу проміжного режиму, що використовувався протягом останніх 6 років. Він не буде також шоком для економічних суб'єктів і населення, що звикли до стабільного курсу. Крім того, у НБУ є достатній обсяг валютних резервів для забезпечення 100-процентного покриття грошової бази [126, 133, 265].

Однак виникає кілька питань економічного та технічного характеру, які необхідно вирішити до введення цього режиму.

По-перше, – це вибір валюти-якоря. Дотепер гривня (як і більшість

національних валют країн СНД) була фактично „прив’язана” до долара США. Американський долар відіграє найважливішу роль у зовнішній торгівлі України, домінує як валюта угод на фінансовому ринку, є найбільш популярним засобом платежу та у приватних заощадженнях населення. У свою чергу, значення євро у міжнародній, особливо європейській торгівлі буде підсилюватися у зв’язку з потенційним розширенням Європейського економічного та валютного союзу (зони євро). Якщо Україна серйозно думає про майбутню інтеграцію з Євросоюзом, вибір європейської валюти у якості якоря допоміг би переорієнтувати економіку в цьому напрямку. Керівництво Національного банку України регулярно ставить питання про можливість переорієнтації валютної прив’язки. Але парадокс полягає в тому, що поки питома вага євро у зовнішньоекономічних розрахунках України не зростає. Навіть із країнами ЄС чимало контрактів і дотепер укладають у доларах США. У цих умовах штучно переходити до прив’язки до євровалюти немає сенсу. Для цього розрахунки в євро повинні складати не менше 25% зовнішньоекономічного обороту, зараз питома вага європейської валюти у розрахунках коливається на рівні 10% [133, 295].

По-друге, при режимі валютного бюро центральний банк уже не може виконувати функції «кредитора останньої інстанції» у випадку настання кризи ліквідності в окремих комерційних банках або у всьому банківському секторі.

По-третє, центральний банк повинний або цілком призупинити, або суттєво обмежити функцію фінансового агента уряду.

Іншими конкретними способами реалізації режиму фіксованого валютного курсу можуть бути:

1. «Прив’язування» національної валюти до однієї з провідних іноземних валют (наприклад, долара США). Це означає, що зміна курсу національної валюти відносно валюти третьої країни точно відповідає зміні курсу валюти цієї країни відносно долара США, тобто по суті курс національної валюти автоматично змінюється у тих самих пропорціях, що й



курс базової валюти відносно усіх інших валют.

Цей спосіб може здійснюватися у таких трьох основних формах:

- «Прив'язування» до провідної резервної валюти, якою може виступати передусім долар США або євро. Режим, за якого об'єктом прив'язування виступає долар, використовують, зокрема, такі країни як Аргентина, Сальвадор, Еквадор, Венесуела, Таїті, Оман, Сирія, Нігерія, Ангола.
- Фіксація курсу національної валюти до валюти країни – головного зовнішньоторговельного або фінансового партнера. Наприклад, Бутан – до індійської рупії, Намібія, Лесото, Свазіленд – до ренду ПАР.
- Фіксація курсу колективної валюти, тобто спільної валюти групи країн, до однієї з провідних іноземних валют розвинутих країн. Наприклад, до долара США зафіксовано курс східнокарибського долара, який використовують як спільну валюту деякі держави Карибського басейну: Ангілья, Антигуа і Барбуда, Домініка, Гренада, Сент-Лусія, Сент-Вінсент і Гренадини, Сент-Кітс і Невіс.

2. «Прив'язування» національної валюти до валютного композиту, що означає тверду фіксацію курсу національної грошової одиниці до певної групи валют або якоїсь однієї колективної валюти. Як і в попередньому випадку, зміна курсу національної валюти відбувається автоматично зі зміною курсу об'єкту «прив'язування».

Такий вид фіксації може здійснюватися у таких формах:

- Фіксація курсу стосовно СПЗ передбачає «прив'язування» курсу національної валюти до спеціальних прав запозичення, тобто міжнародних платіжних засобів, які випускаються МВФ для безготівкових розрахунків між його членами. У такий спосіб режим валютно-курсової політики проводять лише чотири країни: Лівія, М'янма, Руанда, Сейшельські острови.
- Фіксація курсу відносно «валютного кошика», тобто групи іноземних валют, підібраних у певній пропорції. Як правило, до складу «кошика» включають валюти країн – основних торговельних партнерів країни. При



цьому частка різних валют у кошику, що використовується для фіксації курсу, визначається на основі частки країн – емітентів цих валют у зовнішній торгівлі товарами і послугами та русі капіталів. Цей вид режиму фіксованого валютного курсу використовується такими країнами, як Кіпр, Ісландія, Кувейт, Бангладеш, Марокко, Таїланд та інш.

3. Фіксація курсу національної валюти до іноземної на основі змінного паритету, що передбачає періодичний перегляд фіксованого курсового співвідношення під впливом певних макроекономічних параметрів. Це означає, як і в попередніх випадках, тверде «прив'язування» курсу національної валюти до іноземної, проте зв'язок між національною і базовою валютою не автоматичний, а розраховується за спеціальною формулою, яка враховує динаміку визначених макроекономічних параметрів (наприклад, різницю у темпах інфляції, темпи економічного зростання). Такий підхід застосовується у Чилі, Бразилії, Колумбії.

Механізм реалізації валютно-курсової політики щодо підтримання фіксованого курсу національної валюти на заданому рівні може передбачати здійснення валютних інтервенцій і монетарного регулювання з метою врівноваження попиту і пропозиції на валюту при заданому фіксованому паритеті. Наприклад, при дефіциті платіжного балансу і тенденції до девальвації національної валюти уряд проводить дефляційну політику, спрямовану на обмеження росту цін і доходів, що визначає зниження внутрішнього попиту на імпорт та, відповідно, іноземну валюту, а відтак призводить до відновлення рівноваги на валютному ринку. За таких обставин центральний банк бере на себе чіткі зобов'язання щодо проведення інтервенцій із метою підтримання фіксованого курсу національної валюти на оголошеному рівні. Якщо він не буде цього робити, то є вірогідність істотного відхилення реального валютного курсу від номінального під впливом дії ринкових сил, що призведе до виникнення «тіньового» валютного ринку і встановлення подвійних курсових співвідношень.

Підсумовуючи досліджені характеристики та особливості режиму



фіксованого валютного курсу, розглянемо його основні переваги та недоліки (Додаток А).

Іншим визначальним валютно-курсним режимом є плаваючий. Використання цього режиму стало одним з основних принципів функціонування Ямайської валютної системи, якою було надано країнам свободу вибору режиму курсоутворення після відмови від обов'язкових фіксованих паритетів у Бреттон-Вудській системі.

Плаваючий валютний курс – це співвідношення між валютами різних країн, що складається на ринку під впливом зміни попиту та пропозиції на національну й іноземну валюту.

Плаваючий режим валютного курсу передбачає використання передусім ринкових механізмів регулювання курсових співвідношень валют під впливом зміни попиту і пропозиції. Однак це не виключає можливості впливу валютної політики центрального банку на механізми курсоутворення. У зв'язку з цим такий режим валютного курсу може набувати різних форм залежно від масштабів і способів втручання регулятивних органів держави у процес встановлення валютного курсу.

Тому окремі різновиди плаваючого валютного курсу можуть передбачати встановлення центральним банком таких основних режимів:

1. Вільне плавання, за якого на зміну валютного курсу впливає лише ринкова кон'юнктура. Це передбачає визначення обмінного курсу виключно під впливом попиту і пропозиції на ринку і, як правило, без активного втручання держави. Якщо попит на валюту зростає, росте і валютний курс. І навпаки, при зниженні попиту на валюту її обмінний курс падає. У режимі «вільного плавання» встановлюються обмінні курси валют США, Великої Британії, Японії, Канади, Швейцарії та ще близько 50 країн.

2. Обмежене плавання, за якого центральним банком задаються граничні норми коливання обмінного курсу національної валюти.

Реалізація цього режиму може здійснюватись у таких формах:





- Валютний коридор – режим, за якого центральний банк встановлює максимальний і мінімальний рівень відхилення обмінного курсу. У цих межах валютний курс може вільно коливатися під впливом ринкових сил, а для запобігання можливостей їх порушенню центральний банк застосовує заходи девізної політики, передусім, валютні інтервенції. Такий режим валютно-курсової політики використовують Індія, Китай, Єгипет, Ізраїль, а свого часу Україна та Росія. Таким чином, режим валютного коридору допускає коливання обмінного курсу в заздалегідь визначених верхній і нижній межах.
- Обмежено гнучкий курс, за якого центральний банк проводить операції на валютному ринку з метою згладжування курсових коливань. Це передбачає наявність виражених у процентному відношенні обмежень коливань валютного курсу (приміром  $\pm 7,25\%$ ) від встановленого паритету до якої-небудь іноземної валюти. Наприклад, курс валют Бахрейну, ОАЕ, Катару, Саудівської Аравії – до долара США, а в рамках Європейської валютної системи до запровадження євро коливання курсів валюткраїн-членів обмежувалось у розмірі  $\pm 2,25\%$ .

3. Кероване плавання – це режим управління валютним курсом, який полягає у цілеспрямованій зміні вартості національної валюти, як правило, у бік девальвації. Такий режим використовується здебільшого в періоди кризових ситуацій на валютних ринках та разом із заходами макроекономічної стабілізації, спрямованими на вирівнювання платіжного балансу. Основними варіантами такого режиму валютно-курсової політики є:

- «Повзуча прив'язка», коли відбувається періодична зміна валютного курсу (як правило, девальвація) на заздалегідь заплановану і оголошену величину. При цьому національна валюта контролювано девальвується згідно з попередньо встановленим темпом девальвації відносно однієї або кількох валют.
- «Брудне плавання», за якого обмінний курс змінюється на величину, заздалегідь не оголошену, з невизначеною періодичністю.



- «Похилий коридор», який об'єднує механізми власне валютного коридору і «повзучої прив'язки». Похила спрямованість валютного коридору визначає орієнтовану на девальвацію валютно-курсову політику.

Кероване плавання серед перелічених видів режимів валютного курсу – це значною мірою змішаний тип механізму курсоутворення, наближений до фіксованого режиму. Однак в основу цього механізму покладено все ж ринкові засади впливу на валютний курс через попит і пропозицію, хоча держава активно втручається у цей процес через власну валютно-курсову політику з метою надати динаміці обмінного курсу бажаної для себе спрямованості – передусім у бік девальвації. При цьому темпи девальвації зазвичай орієнтовані на різницю темпів інфляції відносно однієї або кількох країн, валюти яких виступають об'єктом «прив'язування».

Як і у випадку фіксованого валютного курсу, режими керованого та обмеженого плавання передбачають використання центральним банком механізму валютних інтервенцій для підтримання обмінного курсу на заданому рівні. Однак у випадку з плаваючим валютним курсом, на відміну від фіксованого, уряд і центральний банк не зв'язують себе ніякими формальними зобов'язаннями щодо підтримання того чи іншого рівня валютного курсу, а керуються кон'юнктурними чинниками впливу, що визначають спрямованість валютно-курсової політики.

Іноді механізми курсоутворення при плаваючому режимі валютного курсу поділяють лише на два підвиди: «чисте плавання», тобто курсоутворення без участі центрального банку, і «брудне плавання», за якого центральний банк вдається до активних інтервенцій на валютному ринку. Однак такий підхід є надто спрощеним і не відображає різноманітності основних форм реалізації валютно-курсової політики [89, 126, 133].

Хоча більшість країн Європи не застосовує плаваючих режимів обмінних курсів (Додаток Б), в останнє десятиліття усе більше країн світу переходить до гнучких валютних режимів (наприклад, Бразилія, Ізраїль, Польща, Туреччина, Чилі).

Ця тенденція, очевидно, збережеться, тому що в умовах зростаючої глобалізації країни з негнучкими валютно-курсовими режимами наражаються на ризики, пов'язані з мінливістю потоків капіталу. Гнучкі валютні режими, як правило, забезпечують кращий захист від зовнішніх шоків і більшу незалежність грошово-кредитної політики.

Разом з тим чимало країн не бажають вводити плаваючий валютний курс саме через побоювання надмірної мінливості, а також зменшення можливості контролювати інфляційні очікування. Крім того, їх турбує можливість планомірного відходу від фіксованого режиму, тому що це вимагає завчасної підготовки, правильного вибору термінів і надійної основи економічної політики.

У разі, якщо в країні використовується не один режим валютного курсу, а декілька, такий механізм курсоутворення називається режимом множинних валютних курсів.

Режим множинних валютних курсів – це форма реалізації валютно-курсової політики, за якої в країні застосовуються диференційовані курси національної валюти залежно від видів валютних операцій, учасників цих операцій та різновидів валют.

Як правило, такий режим передбачає наявність двох або більше валютних курсів, що застосовуються для різних типів операцій. Зазвичай це офіційний курс для визначеного переліку операцій і ринковий курс для всіх інших операцій.

Вперше режим множинних валютних курсів використали у період світової економічної кризи 1929-1933 рр. після відміни золотого стандарту. Після Другої світової війни деякі країни, порушуючи статут МВФ, продовжували застосовувати множинні обмінні курси. Так, у Франції до середини 1960-х рр. діяло десять валютних курсів. Туреччина використовувала завищений офіційний курс і диференційовані курси за окремими операціями у 1970-х рр. Такої ж практики у цей період дотримувалась і Бразилія.

Основні недоліки режиму множинних валютних курсів:

- спотворення відносних цін у зовнішній торгівлі;
- негативний вплив на ефективність виробництва і розподіл ресурсів;
- сприяння отриманню прибутків не в реальному секторі, а на різницях між курсами валют;
- створення сприятливих умов діяльності для одних суб'єктів ринку і дискримінація інших, які не мають можливості користуватися сприятливим курсом.

Нині режим множинності валютних курсів здебільшого застосовується у країнах із нерозвинутими ринковими механізмами і слабкими позиціями на світових ринках. Тому МВФ, як правило, рекомендує відмову від цього режиму. А для країн, що беруть на себе зобов'язання із забезпечення конвертованості національної валюти, застосовуються не рекомендації, а жорсткі вимоги статуту МВФ щодо заборони режиму множинності валютних курсів [89, 327, 336].

Оцінюючи рівень поширеності різних режимів валютного курсу і факторів, що впливають на вибір того чи іншого напрямку реалізації валютно-курсової політики, необхідно враховувати можливість невідповідності офіційно заявленого країною режиму обмінного курсу і того, що використовується. Насправді буває досить важко визначити на практиці, чи є валютний курс фіксованим, чи плаваючим. З одного боку, деякі країни, які офіційно оголосили про фіксацію обмінного курсу своєї валюти, дозволяють йому відхилятися від фіксованого рівня або часто переглядають цей рівень, у результаті чого фіксований валютний курс більше схожий на плаваючий. Для характеристики таких режимів валютного курсу стали використовувати поняття «м'яка фіксація».

З іншого боку, в багатьох випадках офіційно заявлені плаваючі валютні курси на практиці регулюються центральним банком за допомогою масштабних валютних інтервенцій на ринку. При цьому спрямованість девізної політики є такою, що заявлений плаваючий валютний курс

практично нічим не відрізняється від фіксованого. Такий режим обмінного курсу характеризується поняттям «жорстке плавання». Потрібно наголосити, що попри тенденції останніх десятиліть переважання в усе більшій кількості країн крайніх варіантів режиму валютного курсу (жорстко фіксований або вільно плаваючий), у деяких країнах, особливо з перехідною економікою, поширеними залишаються такі проміжні режими, як «м'яка фіксація» та «жорстке плавання».

У роботі встановлено, 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.

Разом із тим, попри складність вибору оптимального режиму обмінного курсу є певні критерії, пов'язані зі структурними та інституційними характеристиками економіки, які можна використати у процесі визначення форми реалізації валютно-курсової політики, яка



найбільшою мірою відповідає поточним умовам функціонування господарства й організації валютних відносин. Такими критеріями можуть бути:

1. Ступінь відкритості економіки. Чим відкритішою є національна економіка, тим вразливіша вона до несприятливих процесів на зовнішніх ринках. Тому щоб мінімізувати їх вплив, можна застосувати зміну валютного курсу, що передбачає необхідність активного впливу на нього з боку регулятивних органів держави. Відтак для більш відкритої економіки адекватним буде радше фіксований, ніж плаваючий валютний курс.

2. Масштаби економіки. Чим більшими є обсяги виробництва і торгівлі, тим прийнятнішим є плаваючий режим обмінного курсу, оскільки ймовірність значних коливань попиту, пропозиції і цін на світовому ринку унеможливають підтримання протягом тривалого періоду фіксованого валютного курсу.

3. Диверсифікація експорту та імпорту. Цей фактор визначає структуру зовнішньої торгівлі й обсяги валютних надходжень і витрат, які за меншої диверсифікації та більшої галузевій концентрації експорту й імпорту значно більше залежать від коливань попиту і пропозиції на зовнішніх ринках. Тому чим менш диверсифікованою є структура експорту та імпорту, тим прийнятнішим буде режим фіксованого валютного курсу, і навпаки.

4. Темпи інфляції. Цей критерій визначає вибір режиму валютного курсу в тому разі, якщо спостерігається істотна різниця між темпами зростання цін у країні й ціновою динамікою в її головних зовнішньоторгових партнерів. Суттєва різниця між темпами інфляції потребує перегляду значення обмінного курсу з боку регулятивних органів із метою забезпечення належного рівня конкурентоспроможності країни на зовнішніх ринках, а відтак за цієї умови більш прийнятним є фіксований обмінний курс. Якщо ж різниця між темпами зростання внутрішніх і зовнішніх цін є незначною, то цілком прийнятним є режим плаваючого валютного курсу.

5. Наявність валютних обмежень. Цей чинник визначає передусім





можливості міжнародного руху капіталів і їхню мобільність. Чим менші обмеження, тим вищим є ступінь мобільності капіталів, більші масштаби валютних угод, що є чинником впливу на зміну попиту і пропозиції на валютному ринку, а відтак утримувати фіксований валютний курс за таких умов складніше і тому більш прийнятним є режим плаваючого обмінного курсу. Чим вищий ступінь мобільності капіталу, тим більш адекватним є плаваючий валютний курс ще й з тієї причини, що економіка стає менш чутливою до зовнішніх впливів (шоків), пов'язаних, приміром, зі змінами умов зовнішньої торгівлі чи попиту на експорт.

6. Стабільність економічного розвитку. Чим стабільнішими є політико-правові та економічні умови функціонування внутрішніх ринків, чим розвинутішою є інфраструктура національного господарства, що забезпечує ефективний розподіл ресурсів у процесі розширеного відтворення, чим вищим є рівень довіри до політики центрального банку і національної валюти, тим ширшими є можливості щодо застосування плаваючого режиму валютного курсу.

Таким чином, масштаб національної економіки, обсяги виробництва та рівень інтеграції у світове господарство визначають свого роду «запас міцності» національної валюти, даючи змогу вибрати оптимальний режим обмінного курсу. Країни з розвинутими ринковими відносинами, низькою інфляцією, відносно невисоким рівнем інтегрованості у світовий ринок можуть дозволити собі використовувати плаваючий режим обмінного курсу. З іншого боку, країни з недостатнім рівнем економічного розвитку або з високим ступенем інтеграції у світове господарство мають забезпечувати мінімізацію негативних впливів перепадів світової ринкової кон'юнктури на національне виробництво і захист від інфляції, а тому більш схильні до використання режиму фіксованих обмінних курсів [168, 313, 316, 328].



### 2.3. Аналіз валютно-курсової політики Національного банку України

Валютно-курсова політика Національного банку України протягом усього періоду реформування економіки відображала основні напрями реалізації експансіоністського чи рестрикційного монетарного регулювання, спрямованого проведення політики «дешевих» або «дорогих» грошей. Це позначалось і на обранні конкретного режиму валютного курсу. На практиці це означає, що валютно-курсова політика НБУ за весь період ринкової трансформації засновувалася на використанні у різні історичні періоди фактично всіх видів режимів обмінних курсів: плаваючого, фіксованого і керованого плаваючого.

На підставі проведеного аналізу валютно-курсової політики Національного банку України автором здійснено періодизацію стадій її розвитку та виокремлено наступні етапи:

- 1) зародження та становлення (1992-1994 рр.);
- 2) розвитку (1995-1998 рр.);
- 3) стабілізації (1999-2004 рр.);
- 4) лібералізації (2005-вересень 2008 рр.).

Перший етап розпочався у грудні 1992 р., коли Декретом Кабінету Міністрів в Україні було запроваджено плаваючий режим встановлення курсу українського карбованця. Згідно з цим Декретом офіційний курс українського карбованця встановлювався Національним банком за результатами торгів на міжбанківській валютній біржі. Комерційні банки могли встановлювати власні курси покупця і продавця з відхиленням від офіційного  $\pm 2,5\%$ .

Запровадження плаваючого курсу супроводжувалося деякими негативними чинниками:

- не було належних умов для розвитку зовнішньоекономічного потенціалу

країни;

- держава не мала необхідних золотовалютних резервів;
- розвивалися інфляційні процеси і розладнання внутрішнього грошового обігу;
- спостерігався значний дефіцит платіжного балансу.

Усі ці фактори порушили рівновагу на валютному ринку, що виявилось у суттєвому перевищенні попиту на іноземну валюту над її пропозицією та зумовило найбільшу за всю новітню історію України девальвацію – 1870 %.

З серпня 1993 р. Національний банк України згідно з рішенням уряду запровадив фіксований курс українського карбованця щодо долара США, німецької марки та російського рубля. Мета цього кроку – обмежити вплив курсового фактора на динаміку внутрішніх цін з огляду на значне подорожчання імпортованих енергоносіїв. Крім того, згідно з Указом Президента «Про додаткові заходи щодо вдосконалення системи валютного регулювання» від 2 листопада 1993 р. були зупинені торги на Українській міжбанківській валютній біржі і валютний ринок у країні фактично перестав функціонувати.

Фіксація обмінного курсу супроводжувалася запровадженням більш жорстких умов щодо використання валютної виручки. Так, 40% валютних надходжень мали продаватися урядові через валютний тендер за офіційним валютним курсом – 12619 крб. за долар США, 10% – Національному банку України за курсом 25000 крб. за долар. Решта 50% могли зберігатися на валютних рахунках або продаватися виключно НБУ.

Водночас фіксація валютного курсу мала ряд негативних наслідків, до яких, зокрема, слід віднести:

- зменшення експорту продукції з оплатою в іноземній валюті;
- загострення проблеми дефіциту платіжного балансу (в 1993 р. від'ємне сальдо зовнішньої торгівлі становило близько 1,5 млрд. дол. США);
- збільшення частки бартерних операцій у загальному обсязі експортно-



імпортних угод;

- збільшення обсягів відтоку капіталів за кордон;
- формування «тіньового» валютного ринку внаслідок виникнення розриву між офіційним та реальним обмінним курсом;
- обмеження валютних надходжень на внутрішній валютний ринок країни (за даними експертів МВФ обсяг валютних надходжень, що не були повернуті в Україну, за 1993 р. становив майже 1,3 млрд. дол. США);
- зростання обсягів спекулятивних операцій і зловживань, пов'язаних із різницею між офіційним фіксованим курсом національної валюти та його реальним ринковим значенням.

Враховуючи дію цих негативних факторів, згідно з Указом Президента України «Про вдосконалення валютного регулювання» від 22 серпня 1994 р. було відновлено торги на Українській міжбанківській валютній біржі, а Національному банку і Кабінету Міністрів було доручено забезпечити поступове зближення й уніфікацію офіційного і ринкового курсу українського карбованця до іноземних валют. На виконання цього указу згідно з постановою Правління НБУ від 22 жовтня 1994 р. уже з 24 жовтня 1994 р. офіційний курс українського карбованця щодо долара США, німецької марки, російського та білоруського рублів почав визначатися на підставі результатів торгів на Українській міжбанківській валютній біржі. При цьому відповідною постановою НБУ було визначено, що офіційний курс карбованця використовується при здійсненні всіх безготівкових і готівкових операцій із купівлі-продажу іноземної валюти. У результаті відміни режиму фіксованого курсу і приведення офіційного обмінного курсу до рівня, адекватного ринковій величині, темпи девальвації національної валюти лише за 1994 р. знизилися більше ніж у 7 разів.

На початку другого етапу, протягом 1995-1996 рр. обмежувальні заходи грошово-кредитного регулювання Національного банку України поклали певний початок підтриманню обмінного курсу карбованця на порівняно стабільному рівні. Певна стабілізація на валютному ринку дала



змогу навіть зняти окремі валютні обмеження, зокрема на неторгові валютні операції фізичних осіб, а також збільшити можливості банків-нерезидентів щодо операцій на внутрішньому валютному ринку. При цьому у 1996-1997 рр. уперше за роки незалежності вдалося досягти стабільності валютного курсу. Усі попередні спроби втримати його на певному рівні зазнавали невдачі, передусім у зв'язку з дестабілізуючим впливом бюджетної політики та емісійним впливом бюджетних витрат. Реалізація у попередні роки політики «дешевих» грошей не могла не позначитись на курсовій динаміці українського карбованця.

Досягнення у 1996 р. фінансової стабілізації в економіці, в тому числі й за рахунок валютної політики, забезпечило необхідні умови для проведення у вересні того ж року грошової реформи, що мала неконфіскаційний характер і зводилася до деномінації українського карбованця, який обміняли на гривню у співвідношенні 1 грн. = 100 тис. крб. Загальний порядок встановлення офіційного обмінного курсу після проведення грошової реформи залишався незмінним.

З 25 квітня 1997 р. основною формою реалізації валютно-курсової політики в Україні є «обмежене плавання». Спільною постановою Кабінету Міністрів і Національного банку України було запроваджено валютний коридор для регулювання обмінного курсу національної валюти – 1,76-1,91 грн. за долар США. Це було здійснено з метою залучення іноземних інвестицій в економіку України, стабілізації розвитку вітчизняного підприємництва та забезпечення суб'єктам зовнішньоекономічної діяльності можливості прогнозувати їхні експортно-імпортні операції і здійснювати їх у найбільш вигідному режимі. Разом з тим, необхідно відзначити, що стабільність валютного курсу в цей період була значною мірою пов'язана з розвитком ринку облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП), активний випуск яких державою і висока дохідність залучали на внутрішній валютний ринок значні обсяги надходжень від іноземних інвесторів. Запровадження валютного коридору за таких умов скоріше слугувало засобом гарантування



нерезидентам стабільної високої валютної дохідності їхніх вкладень на ринку ОВДП, а не стабільності обмінного курсу національної валюти.

Втім, саме у зв'язку з надвисокими прибутками за цим видом цінних паперів валютні вкладення часто мали спекулятивний характер, що було пов'язано зі значним ризиком для стабільності курсу національної валюти. Світова економічна і фінансова криза 1997 р. призвела до непрогнозованого переміщення капіталів, посилила попит на долари США як основну резервну валюту, що, у свою чергу, призвело до девальваційного тиску на більшість світових валют, включаючи і гривню. Відплив коштів нерезидентів довів нежиттєздатність початкових вузьких рамок валютного коридору.

У зв'язку з цим із 21 січня 1998 р. межі валютного коридору були розширені до 1,80-2,25 грн. за долар США. Нові межі коридору також виявилися завузькими для слабкої вітчизняної економіки і недостатньо розвинутого валютного ринку.

Таким чином, перехід до неемісійних джерел фінансування державного бюджету за рахунок розміщення ОВДП і припливу іноземного капіталу без позитивних структурних зрушень у реальному секторі економіки закінчився валютною кризою 1998 р. і різким знеціненням гривні. Упродовж наступних двох років гривня девальвувала майже у три рази, також відбулося скорочення валютних резервів Національного банку – з 2,8 млрд. американських доларів у серпні 1997 р. до 0,5 млрд. доларів США у лютому 1999 р.

4 вересня 1998 р. було введено нові рамки валютного коридору: 2,5-3,5 грн. за 1 американський долар. Це було пов'язано із серпневою фінансовою кризою в Російській Федерації, а також нестабільністю на внутрішньому фінансовому ринку в Україні внаслідок нераціональної політики державних запозичень. Суттєве підвищення попиту на іноземну валюту, а відтак девальваційний тиск на гривню були зумовлені дією наступних факторів:

- вплив коштів іноземних інвесторів з українського ринку ОВДП;
- негативне сальдо платіжного балансу за зовнішньоторговими операціями,





що перевищило 1 млрд. дол. США;

- зростання майже на 25 % обсягів фінансування зовнішнього державного боргу.

У цей період підтримання курсу національної валюти здійснювалося практично виключно за рахунок валютних резервів Національного банку України, що з урахуванням зазначених негативних факторів призводило лише до їх вичерпання. Незважаючи на всі зусилля девальвація офіційного курсу за 1998 р. сягнула майже 50% (з 1,89 до 3,42 грн. за 1 дол. США).

Зрозуміло, що така ситуація потребувала вжиття комплексу антикризових заходів, спрямованих на забезпечення фінансової стабілізації, тимчасове припинення функціонування міжбанківського валютного ринку, обов'язковий продаж валютних надходжень, жорсткий контроль за купівлею іноземної валюти.

З початком третього етапу у лютому 1999 р. було визначено нові межі валютного коридору 3,40-4,60 грн. за долар США. Фактично основною функцією верхньої межі валютного коридору стало офіційне визнання тих граничних можливостей поступової девальвації гривні, які допускалися державою в особі Національного банку України. Такі широкі межі коридору мали, на думку НБУ, створити певний запас міцності гривні з тим, щоб невдовзі не оголошувати нові параметри коридору. Вже в березні 1999 року було взято курс на лібералізацію валютного ринку, а більшість валютних обмежень (окрім обов'язкового продажу 50 % валютної виручки) було скасовано.

Втім, суттєве збільшення грошової маси протягом 1999 р. (на 41%) у зв'язку з нестабільною політичною ситуацією напередодні виборів неодноразово призводило до виходу обмінного курсу гривні з установленого валютного коридору. Так, у листопаді 1999 р. курс національної валюти вже перевищив 5 грн. за долар США. У подальшому валютний курс гривні при встановленні котирувань на міжбанківському валютному ринку перебував на рівні 5,0-5,5 грн. за долар США, тобто відбувся фактичний вихід за межі



встановленого Національним банком валютного коридору 3,4-4,6 грн. за долар.

Стало очевидним, що подальші спроби утримувати обмінний курс у визначених межах валютного коридору призведуть до подальшого вичерпання золотовалютних резервів НБУ. Тому така практика була визнана недоцільною і з 21 лютого 2000 р. Кабінет Міністрів і Національний банк України запровадили плаваючий валютний курс.

У спільній заяві Кабінету Міністрів України і Національного банку України від 21 лютого 2000 р. «Про курсову політику у 2000 році» зазначалося: «Беручи до уваги макроекономічні прогнози торгового та платіжного балансів, наявні резерви міжнародної ліквідності та інші фактори, Кабінет Міністрів, Національний банк України вважають, що найбільш реалістичною політикою в цих умовах може бути режим плаваючого курсу. Такий режим найбільше відповідатиме інтеграції України у світову економіку, сприятиме збалансуванню попиту на іноземну валюту з її пропозицією, забезпечить компенсацію внутрішньої інфляції, підтримає конкурентоспроможність українських товарів, рентабельність підприємств та збереження валютних резервів». Відтоді офіційний курс гривні до долара США почав установлюватися на основі аналізу інформації про середньозважений курс, який складався за курсами та обсягами безготівкових операцій із купівлі-продажу доларів США комерційними банками на міжбанківському валютному ринку України, а також про курс, за яким Національний банк України сам здійснював відповідні операції (по суті валютні інтервенції) [89, 126, 133].

Але фактично, починаючи з 2000 р., валютно-курсова політика знову повернулася до принципу підтримки відносної стабільності номінального курсу гривні до долара США. Проте за однієї і тієї ж форми це була вже якісно інша політика.

По-перше, підтримуваний НБУ курс гривні виявився не завищеним, як раніше, а заниженим. Це надало значні цінові переваги вітчизняним

експортерам, і на фоні поліпшення світової кон'юнктури на традиційні товари українського експорту вони змогли швидко наростити обсяги виробництва. Занижена вартість гривні сприяла також і розвитку імпортозаміщуючих виробництв. Спираючись на стабільний валютний курс як «номінальний якір» та цінові переваги, вітчизняні підприємства почали вкладати дедалі більше коштів у розвиток виробництва, нарощувати його обсяги. Замість хронічного дефіциту рахунку поточних операцій платіжного балансу, починаючи з 1999-го встановилось його стійке позитивне сальдо.

По-друге, якісні зміни відбулись і в реальному секторі економіки. Уряд започаткував низку структурних реформ, зокрема в енергетичному секторі, розгорнулася боротьба із взаємозаліками та бартером, що додало українській економіці ринкових рис.

По-третє, радикальних змін зазнала і бюджетна політика. У 2000-2003 роках рівень дефіциту бюджету не перевищував 1% ВВП (а в окремі роки спостерігався навіть профіцит). Причому фінансувався дефіцит переважно за рахунок коштів від приватизації, не створюючи таким чином загрози для макроекономічної стабільності.

Слід визнати, що політика підтримки відносної стабільності номінального курсу гривні до долара США на дещо заниженому рівні на певному етапі економічного розвитку зробила свою справу:

- дозволила швидко наростити обсяги виробництва, переважно у орієнтованих на експорт секторах економіки;
- на базі експорту продукції з низьким ступенем обробки здійснити швидке первинне нагромадження капіталу;
- надала «номінальний якір», дозволивши підприємствам планувати та розвивати свою діяльність;
- Національному банку вдалося накопичити валютні резерви та ремонетизувати економіку.

Отже, успіх чи неуспіх по суті аналогічних кроків у валютно-курсовій сфері в різні періоди значною мірою визначався іншими умовами –

бюджетною політикою, наявністю структурних змін в реальному секторі економіки. Це підводить нас до висновку, що валютно-курсову політику саму по собі не можна розглядати як самоціль. Її дієвість та адекватність тій чи іншій ситуації залежать насамперед від розумного поєднання із заходами податково-бюджетної та загальної економічної політики держави.

З іншого боку, той поштовх економічному розвитку та первинному нагромадженню капіталу, що його надав занижений курс гривні, мав і зворотний бік. Адже можна сказати, що зростання економічної динаміки відбулося за рахунок постачання Україною на світові ринки продукції за низькими цінами завдяки дешевизні робочої сили, сировини та інших ресурсів. Водночас політика дешевої робочої сили мусить розглядатися суспільством як неприпустима розкіш для країни із низьким рівнем життя населення та постійним скороченням його кількості.

Іншими негативними «ефектами» такої політики стали:

- значне зростання зовнішньої залежності економіки;
- нерозвиненість внутрішнього ринку;
- значна доларизація економіки – не тільки формальна, у балансах підприємств і заощадженнях населення, а й неформальна, через встановлення цін та орієнтирів діяльності в іноземній валюті.

Накопичення Національним банком України валютних резервів хоч і було необхідним, але також мало зворотний бік. Адже ті невеликі відсотки, що НБУ отримує від розміщення своїх резервів, годі й порівнювати з потенційними можливостями розвитку, що їх втратила економіка через недооцінений курс. У цьому сенсі позитивне сальдо рахунку поточних операцій – це інвестиції в економіку зарубіжних країн, за рахунок відмови від інвестицій всередині країни та приросту споживання.

Курс іноземної валюти де-факто став основним «номінальним якорем» для економіки, а всі економічні суб'єкти – і підприємства, і населення — призвичаїлися до його стабільності і не мали ані необхідності хеджування валютного ризику, ані інструментів для такого хеджування. Саме це й

зумовило таку бурхливу реакцію всіх секторів економіки на незначне, за світовими мірками, коливання обмінного курсу навесні 2005 року [118, 120].

Після 21 квітня 2005 р., коли відбулося одномоментне зміцнення курсу гривні щодо долара США на 4,8% з метою зупинення стрімкого припливу в Україну спекулятивного капіталу, Національний банк утримує офіційний курс на рівні 5,05 грн. за 1 долар США.

Позитивними моментами ревальвації є: можливість стримувати інфляційні процеси, зниження вартості обслуговування зовнішнього боргу, кращі умови імпорту деяких важливих видів продукції (енергоресурсів, обладнання і технологій). Водночас зміцнення курсу гривні нарівні зі скороченням імпортних митних тарифів, а також погіршенням кон'юнктури на зовнішніх ринках металопродукції мало негативні наслідки для експортного потенціалу країни. Як наслідок, у 2005 р. негативне сальдо зовнішньої торгівлі товарами становило 1,8 млрд. дол., тоді як у 2004 р. сальдо було позитивним – 3,6 млрд. дол. США. Таким чином, встановлення нового рівня валютного курсу, забезпечуючи певну рівновагу на валютному ринку, водночас не дало можливості засобами суто валютно-курсової політики вирішувати ті макроекономічні проблеми, які впливають на динаміку обмінного курсу, незалежно від спрямованості конкретних дій центрального банку.

Протягом 2005-2007 рр. НБУ утримував офіційний курс американського долара щодо гривні на рівні 5,05 (за винятком короткострокового періоду у червні-липні 2005 року, коли курс становив 5,055).

Динаміку обмінного курсу долара США щодо гривні за період 1996-2006 рр. наведено на рис. 2.3.

Щодо валют країн – основних торговельних партнерів України, то у 2006 р. гривня подешевшала відносно євро та російського рубля відповідно на 11,4% та 9,3%, що в цілому відображало кон'юнктуру міжнародних ринків. Загалом за 2006 рік реальний ефективний обмінний курс гривні

знизився на 3,3%, що позитивно вплинуло на конкурентоспроможність національних товаровиробників [294, 299].

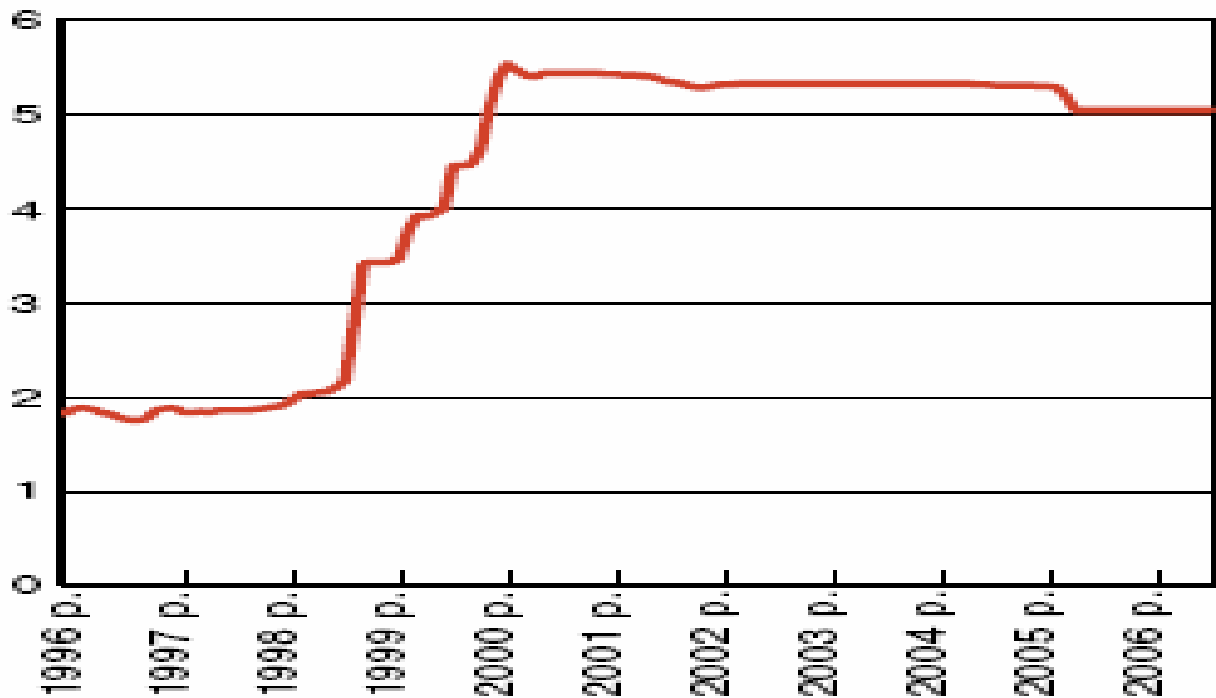


Рис. 2.3. Динаміка валютного курсу долара США щодо гривні за період 1996-2006 рр. [41]

Наступним етапом дисертаційного дослідження є аналіз впливу світової фінансово-економічної кризи на стан валютно-курсової політики в Україні.

Світова фінансово-економічна криза 2007-2008 років, як і будь-яка інша, проходить у своєму розвитку кілька хвиль.

Перша хвиля поширилась у 2007 році, коли на світових фондових ринках відбулося перше падіння фондових індексів провідних банків та фінансових компаній. За таких обставин спекулятивний капітал, що шукає стабільні ринки з найвищими прибутками, перейшов із ринків розвинених країн до країн з економіками, що розвиваються, які продовжували демонструвати високі темпи зростання та прибутковості. За оцінками фінансових експертів, співвідношення ризику та прибутковості в таких країнах було досить привабливим. Як наслідок, у 2007 році фондові ринки таких країн продемонстрували зростання: Китай та Україна стали лідерами



такого зростання.

Так само значними були обсяги припливу кредитів. За 2007 рік суб'єктами вітчизняної економіки було запозичено 24,3 млрд. дол. США середньо- та довгострокових кредитів.

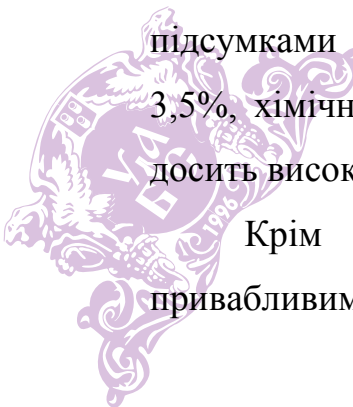
Друга хвиля розпочалася на початку 2008 року, коли падіння фондових ринків світу, що тривало, зумовило переорієнтацію фінансових потоків з одних активів в інші, зокрема сировинні та енергетичні. Ці активи стали більш привабливими, що одразу стимулювало істотне зростання цін на сировинні ресурси. За підсумками січня-липня, світові ціни на метал у середньому зросли майже на 81%, вартість нафти марки Brent – на 32%.

Наслідки для економіки України були наступними:

1. Посилення загального інфляційного фону. Інфляційна спіраль, розкручена у 2007 році, мала продовження і в 2008-му. Політична нестабільність не могла не позначитися на економіці. За підсумками перших восьми місяців, ціни виробників промислової продукції зросли на 36,5%. Фактор конвергенції, на формування якого впливає відкритість економіки України, в умовах, коли в більшості країн світу у 2008 році зростали і споживчі ціни, також вплинув на прискорення інфляційних процесів на вітчизняному споживчому ринку. Індекс споживчих цін у січні-вересні становив 116,1%.

2. Підвищення ролі експортних виробництв в економічному зростанні. З початку 2008 року спостерігалися поступове прискорення зростання виробництва в експортоорієнтованих галузях економіки і перерозподіл фінансових ресурсів в економіці від решти секторів до сировинного та експортоорієнтованого секторів, зокрема й через банківську систему. Так, за підсумками восьми місяців, зростання виробництва у металургії становило 3,5%, хімічній промисловості – 5,2%. В цілому це забезпечило утримання досить високих темпів зростання промисловості – 7,3%.

Крім того, початку 2008 року економіка України залишалася привабливим об'єктом капіталовкладення для іноземних інвесторів. Приріст



сукупного обсягу іноземного капіталу в економіку країни за перше півріччя у 2,7 рази перевищив показник за відповідний період попереднього року.

В умовах формування активного сальдо платіжного балансу і, відповідно, надлишку пропозиції валюти у травні офіційний долар США до гривні ревальвував на 4,1% і на початок вересня становив 4,85 грн. за американський долар. Міжнародні валютні резерви протягом січня-серпня 2008 року зросли на 5,6 млрд. дол. США і досягли свого історичного максимуму у 38,1 млрд. дол. США.

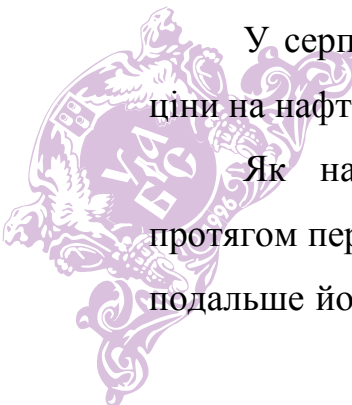
На тлі другої хвилі світової фінансової кризи не залишився осторонь світових процесів й український фондовий ринок. Індекс Першої фондової торговельної системи (ПФТС) за сім місяців втратив 43,5% своєї вартості. Це головним чином було пов'язано з виходом з українського ринку частини іноземних інвесторів, так званих спекулянтів, а також із нестабільною політичною ситуацією в Україні. Зниження вартості цінних паперів демонстрували майже всі підприємства, які входять до котирувального списку ПФТС.

Таким чином, в економіці України при вільному перетоку капіталу спостерігалися цілком ринкові тенденції пошуку надприбутків, що в умовах посилення сировинної орієнтації на світових ринках, відповідно, посилило на етапі другої хвилі експортну та сировинну складові вітчизняної економіки.

Третю хвилю світової кризи ми спостерігаємо тепер. Наслідками цього етапу світової фінансової кризи стала серія банкрутств провідних світових банків і фінансових компаній та поширення фінансової кризи на реальний сектор світового господарства, падіння попиту на ринках та, як результат, обвал цін на сировинних ринках, стагнація провідних економічних систем.

У серпні-грудні світові ціни на метал у середньому впали на 40-50%, ціни на нафту знизилися більш ніж на 60%.

Як наслідок, після поступового «просідання» фондового ринку протягом перших семи місяців 2008 року за наступні місяці було зафіксоване подальше його падіння, а індекс ПФТС від початку року втратив майже 66%



своєї вартості (рис. 2.4).

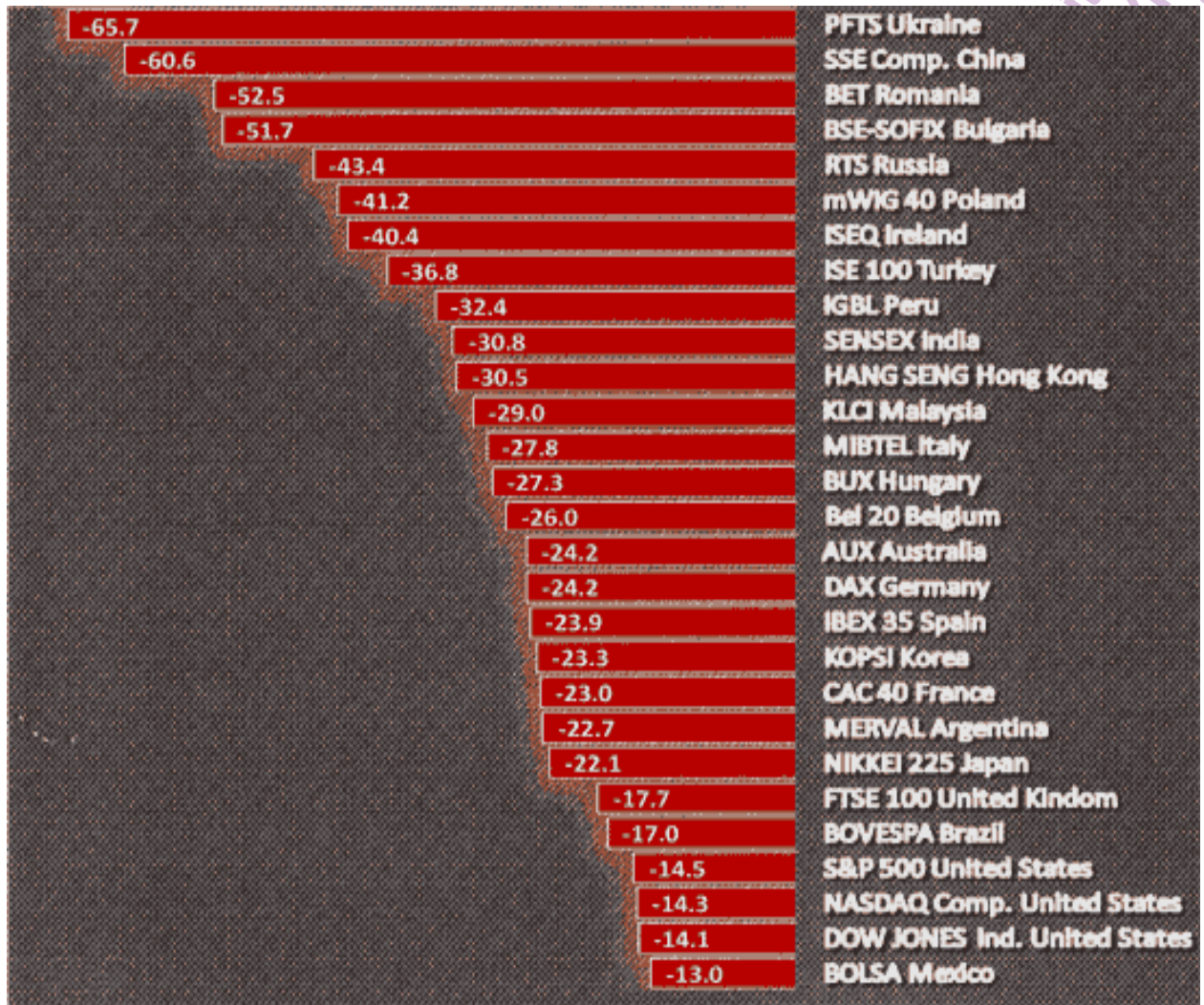


Рис. 2.4. Зниження світових фінансових індексів протягом 2008 року [281]

Отже, економіка України виявилася надзвичайно вразливою внаслідок:

- значної залежності від світових цін на сировинні товари, що обумовлено структурою економіки;
- «перегріву» економіки з 2005 року (зростання споживання суттєво перевищувало продуктивність праці);
- зростання дефіциту поточного рахунку та зовнішнього боргу;
- високої інфляції та відповідно погіршення конкурентоспроможності;
- практичної відсутності структурних реформ.

Проаналізуємо ситуацію, що склалася на вітчизняному валютному ринку.



Наприкінці вересня 2008 року на валютному ринку почав формуватися валютний дефіцит, спровокований зменшенням надходжень від експортної діяльності резидентів, ускладненням доступу до світових фінансових ринків та відповідним зниженням зовнішніх запозичень. Надалі, протягом жовтня – листопада, ці тенденції посилювалися насамперед через поглиблення світової фінансової кризи та наявності значних зовнішніх зобов'язань резидентів України.

На валютному ринку розпочались девальваційні процеси, і вже у грудні у порівнянні з вереснем міжнародні валютні резерви НБУ скоротились на 5,4 млрд. дол. США, і станом на 1 січня 2009 року вони становили 31,5 млрд. дол. США.

На готівковому ринку сформувалося значне від'ємне сальдо продажу/купівлі населенням іноземної валюти (за 3 останні місяці 2008 року воно складало 4601,6 млн. американських доларів):

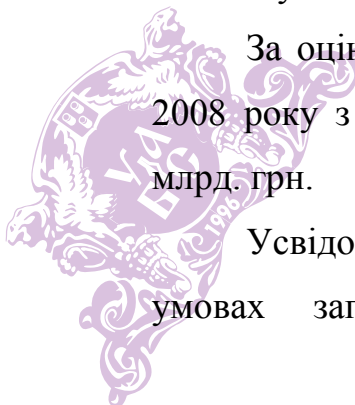
- жовтень: – 1321,0 млн. дол. США;
- листопад: – 938,2 млн. дол. США;
- грудень: – 2342,4 млн. дол. США.

Розглянемо основні причини ситуації, що склалася.

На початку жовтня велика кількість вкладників, перш за все фізичних осіб, на підставі інформації щодо можливого банкрутства системних банків (зокрема «Промінвестбанку» і «Надра Банку») почали масово знімати кошти з депозитних рахунків, зокрема шляхом дострокового розривання укладених договорів, і спрямовувати їх на купівлю готівкової іноземної валюти, істотно збільшивши попит на неї. Ринок миттєво відреагував на це підвищенням спочатку готівкового, а потім і безготівкового обмінного курсу (рис. 2.5).

За оцінками Асоціації українських банків за період з 1 по 20 жовтня 2008 року з депозитних рахунків вітчизняних банків було знято понад 20 млрд. грн.

Усвідомлюючи вади похідних фінансових інструментів, особливо в умовах загострення загальносвітової фінансової кризи, посилення



нестабільності на ринках капіталу, Національний банк України змінами до Положення про порядок та умови торгівлі іноземною валютою заборонив проведення суб'єктами міжбанківського валютного ринку України операцій в іноземній валюті з похідними фінансовими інструментами, базовим активом яких є валютні цінності, курси валют, процентні ставки та індекси.

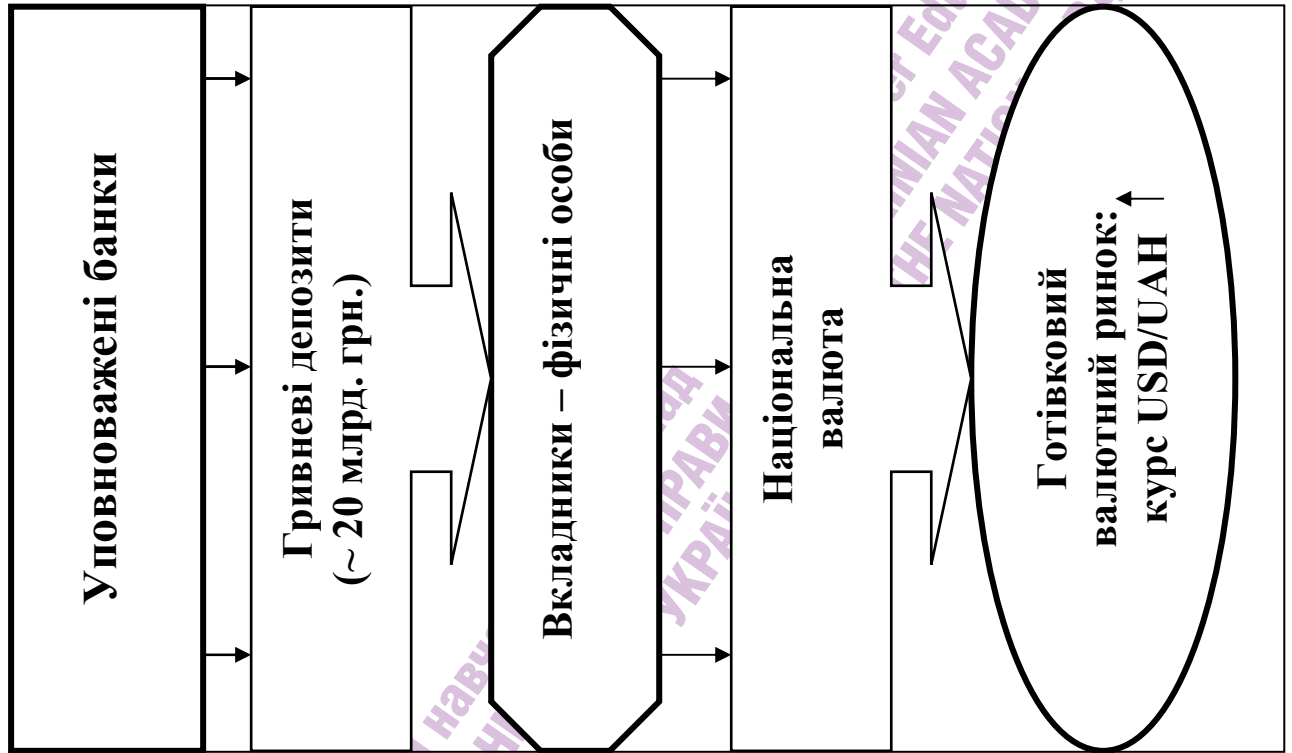


Рис. 2.5. Схема зростання готівкового валютного курсу

З метою недопущення купівлі резидентами іноземної валюти для виконання зобов'язань за нерезидентів (переведення боргу, гарантія, поручительство), а також для зменшення обсягу операцій в іноземній валюті на території України за зобов'язаннями між резидентами (банком-гарантом та боржником) вище зазначеними змінами до Положення Національний банк України заборонив також купівлю іноземної валюти:

- резидентом з метою виконання зобов'язань за нерезидента-боржника в разі переведення боргу за кредитним договором (договором позики);
- резидентом-гарантом (поручителем), що не є суб'єктом ринку;
- резидентом-боржником з метою відшкодування іноземної валюти гаранту (поручителю) – уповноваженому банку;

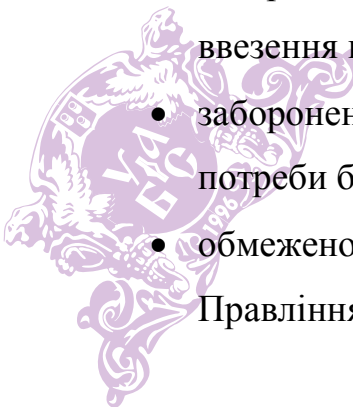
- резидентом з метою розміщення грошового забезпечення (покриття) для виконання зобов'язань, забезпечених гарантією, договором поруки.

Цими ж самими змінами було врегульоване питання щодо можливості купівлі резидентом-повіреним для задоволення нерезидента-кредитора іноземної валюти за гривні, що отримані внаслідок реалізації предмета застави в разі невиконання резидентом-боржником своїх зобов'язань. Це зумовлено необхідністю задоволення вимог нерезидента-кредитора за рахунок коштів від реалізації предмета застави внаслідок неплатоспроможності резидента-боржника (заставаодавця).

Для унеможливлення штучного виведення капіталу за межі України під виглядом повернення інвестицій (за даними Державного комітету фінансового моніторингу України обсяг цих операцій у 2007–2008 роках досяг майже 17 млрд. грн.) Національний банк України обмежив обсяг купівлі іноземної валюти з метою повернення портфельних іноземних інвестицій (доходів від них) сумою, що не може перевищувати ринкову вартість цінних паперів відповідно до звіту про оцінку їх ринкової вартості, складеного суб'єктом оціночної діяльності, що є таким відповідно до Закону України «Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні», або офіційного повідомлення про лістинг цінних паперів.

НБУ для обмеження попиту на іноземну валюту передбачив низку додаткових заходів прийнятою 11.10.2008 Постановою Правління Національного банку України № 319 та прийнятою на її заміну Постановою № 413 від 04.12.2008, зокрема:

- заборонено купівлю іноземної валюти під оплату імпорту товарів без ввезення в Україну;
- заборонено банкам здійснювати купівлю іноземної валюти на власні потреби без наявності зобов'язань та для їх дострокового виконання;
- обмежено суми переказів за межі України фізичними особами (Постанова Правління Національного банку України від 11.10.2008 № 319), а також





суми купівлі іноземної валюти на міжбанківському валютному ринку України за дорученням фізичних осіб - резидентів і нерезидентів з метою переказу за межі України за поточними валютними неторговельними операціями (Постанова Правління Національного банку України від 04.12.2008 № 413).

З 4 листопада 2008 року з метою посилення банківського контролю за операціями клієнтів з повернення за межі України іноземних інвестицій (доходів від них) установлено обов'язковий п'ятиденний строк розміщення коштів клієнтів, призначених для купівлі іноземної валюти, на окремому аналітичному рахунку балансового рахунку банку.

Для подальшої мінімізації попиту на іноземну валюту 18.12.2008 Постановою Правління Національного банку України № 435 «Про функціонування безготівкового валютного ринку України» було обмежено право банків здійснювати арбітражні операції з купівлі та продажу іноземної валюти.

Для поживлення економічної активності суб'єктів господарювання та з метою підтримання ліквідності банківської системи Національним банком України у жовтні-листопаді було здійснено рефінансування банків в обсязі майже 40 млрд. грн. Проте, за оцінками фахівців, суттєві обсяги отриманих коштів було спрямовано не на кредитування реального сектору економіки країни, а на міжбанківський валютний ринок з метою здійснення арбітражних операцій (лише протягом 19 листопада 2008 року попит на іноземну валюту сягав 1,8 млрд. американських доларів), що, по-перше, спричинило зростання обмінного курсу, а по друге – скорочення офіційних резервів держави (рис. 2.6).

Як наслідок на певний період часу НБУ відмовився від здійснення валютних інтервенцій, що спричинило подальшу девальвацію гривні на міжбанківському ринку до 6,50-6,70 грн. за 1 долар США.

У грудні на валютному ринку спостерігалось поступове зменшення дефіциту іноземної валюти. Так, на міжбанківському сегменті її щоденна

пропозиція збільшилася відносно листопада на 10,6%, тоді як середньоденні обсяги валютного попиту зменшилися на 4,5%. Це сприяло зниженню дефіциту безготівкової іноземної валюти, дозволивши Національному банку України зменшити у грудні обсяг своїх від'ємних інтервенцій до 2,8 млрд. дол. США.

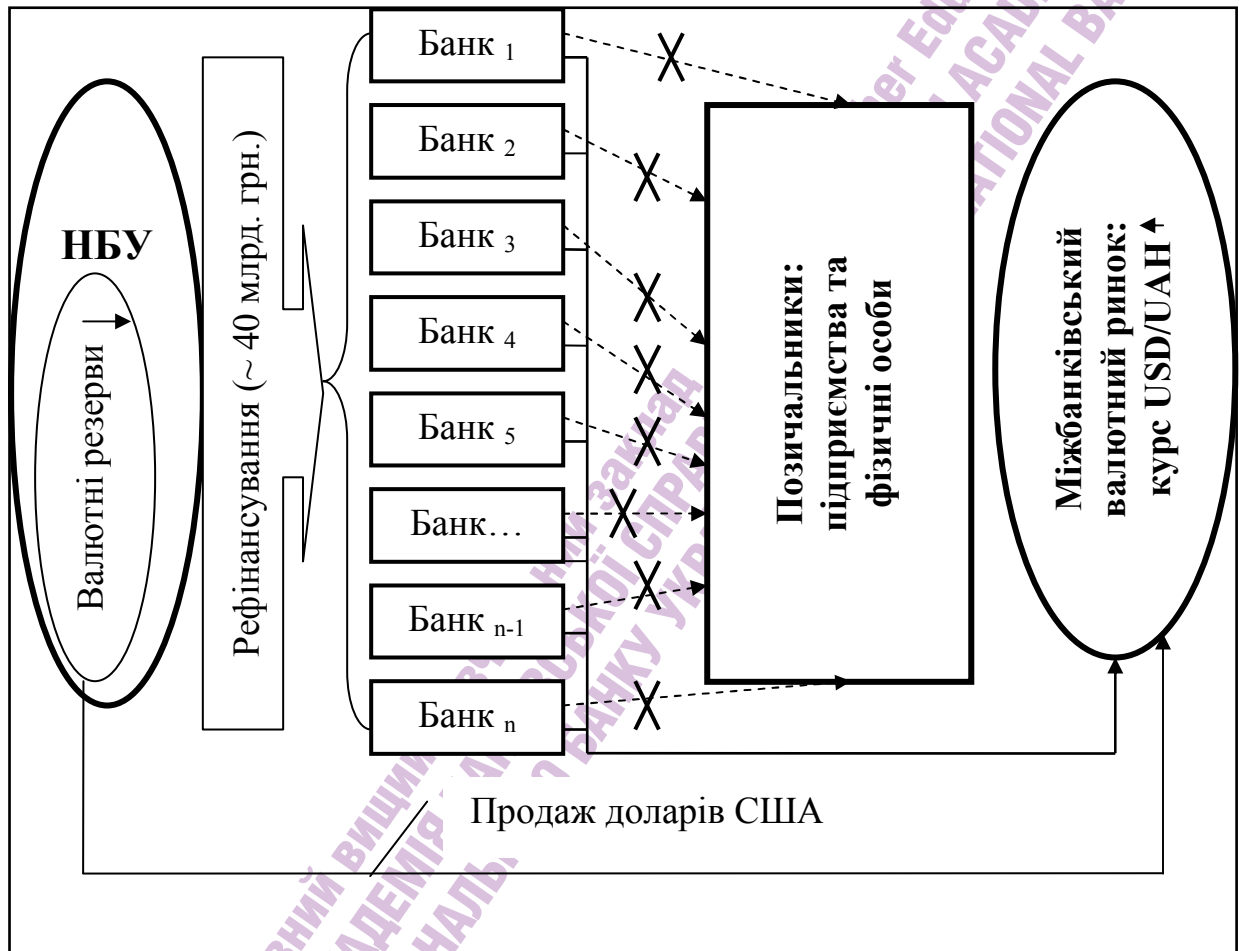


Рис. 2.6. Схема зростання безготівкового валютного курсу за рахунок рефінансування НБУ уповноважених банків

При цьому офіційний курс долара США до гривні протягом грудня змінився з 6,7418 до 7,70 грн. за 1 американський долар.

У листопаді 2008 року започатковано проведення Національним банком України валютних аукціонів. Постановою Правління НБУ від 13.11.2008 № 377 затверджено Тимчасове положення з їх проведення. З метою уточнення окремих положень постановою Правління Національного банку України від 29.12.2008 № 469 затверджено нову редакцію Положення

про проведення Національним банком України валютних аукціонів.

#### 2.4. Обґрунтування механізму переходу до волатильності обмінного курсу в Україні

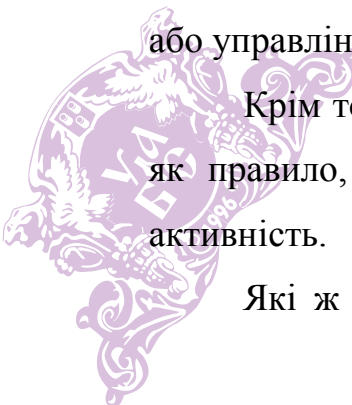
Сьогодні Україна, як і багато інших країн з трансформаційною економікою, постала перед необхідністю вирішення дилеми: підтримувати існуючий «де-факто» режим фіксованої прив'язки до долара США (із незначними коливаннями) чи перейти до режиму, за якого обмінний курс коливатиметься у значно ширших межах [133, 265].

Отже, наступним етапом дослідження є розгляд можливостей і механізму переходу до режиму гнучких валютних курсів для країн з трансформаційною економікою, зокрема, України. Нами були резюмовані ключові питання теорії та практики, що мають бути врахованими країнами, які прийняли рішення про перехід до ринкового валютного курсу.

Перш за все, у країні має бути створений великий за обсягом і ліквідністю валютний ринок для визначення і встановлення валютного курсу. Валютні ринки більшості країн з трансформаційною економікою є незначними за обсягами, неліквідними та неефективними, що у певній мірі пояснюється тим, що вони роблять занадто великий акцент на валютне регулювання. Незмінність валютного курсу перешкоджає динамічному розвитку валютного ринку, тому що його учасники майже не мають стимулів до вивчення тенденцій змін валютного курсу, відкриття валютних позицій або управління ризиками.

Крім того, центральний банк, що застосовує режим фіксованого курсу, як правило, сам змушений діяти на ринку, що обмежує міжбанківську активність.

Які ж заходи можуть прийматися країнами для збільшення обсягів і



підвищення ефективності валютних ринків?

Найважливішим кроком є введення певної гнучкості валютного курсу. Коливання курсу, навіть незначні, швидко створюють для суб'єктів ринку стимули до збору інформації, формування стратегій щодо здійснення операцій з іноземною валютою та управління валютними ризиками.

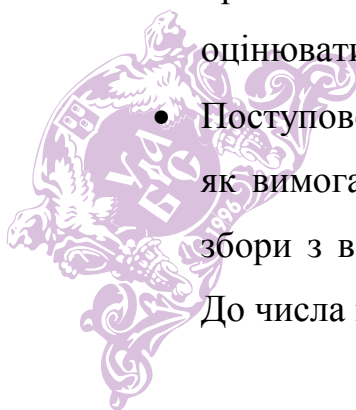
Важливо, щоб перший крок по введенню гнучкого валютного курсу – незалежно від темпів переходу – був досить значним, щоб створити уявлення про двосторонні ризики, пов'язані зі зміною валютного курсу. Наявність двостороннього ризику спонукує учасників ринку відкривати як короткі, так і довгі позиції.

До числа інших заходів, що можуть прийматися країнами для подальшого розвитку валютного ринку, відносяться наступні:

- Зменшення ролі центрального банку як маркет-мейкера, включаючи встановлення ним курсів купівлі та продажу, тому що виконання подібної функції зменшує сферу діяльності інших учасників ринку. Замість цього центральний банк може стимулювати розвиток ринку, скоротивши до мінімуму власні операції з банками та приймаючи ринкові ціни, що сформувалися. Наприклад, у Туреччині після того, як на початку 2001 року було введено плаваючий курс ліри, центральний банк поступово відійшов від проведення операцій на валютному ринку, примусивши його учасників торгувати між собою.
- Збільшення обсягу ринкової інформації про джерела іноземної валюти і її використання, а також про тенденції зміни платіжного балансу країни для того, щоб учасники ринку могли сформувати власну обґрунтовану думку про валютний курс і майбутню грошово-кредитну політику й ефективно оцінювати валютні курси.

- Поступове скасування правил, що обмежують ринкову діяльність, таких як вимога обов'язкового продажу іноземної валюти, податки і додаткові збори з валютних операцій, а також обмеження на міжбанківські угоди.

До числа інших можливих заходів відносяться уніфікація валютних ринків



та послаблення обмежень на поточні операції й окремі операції з капіталом.

- Уніфікація та спрощення валютного законодавства, недопущення частих або спеціальних змін. Чітко встановлені, прості та зрозумілі закони і норми валютного регулювання дозволять підвищити прозорість ринку і зменшити операційні витрати.
- Сприяння розвитку ринку інструментів хеджування ризику (валютних деривативів) шляхом скасування заборони та контролю над проведенням строкових валютних операцій [88, 126, 133].

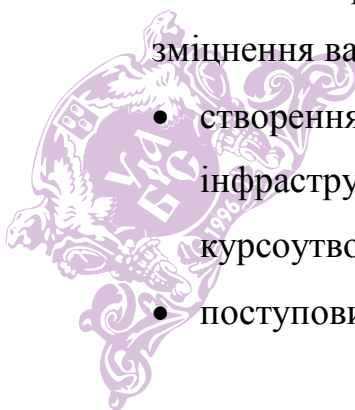
Щодо Національного банку України, то одним із основних напрямків його діяльності зі збалансування валютного ринку є продовження поступової лібералізації системи валютного регулювання та валютного контролю.

Так, наприклад, на початку березня 2005 року було скасовано двовідсоткове обмеження щодо граничного відхилення курсу купівлі та продажу готівкових іноземних валют від їхнього офіційного курсу, з 1 квітня скасовано вимогу обов'язкового продажу 50 % надходжень в іноземній валюті на користь резидентів України. З 24 квітня 2005 року втратив чинність порядок, за яким клієнт банку мав надавати в пакеті документів на купівлю іноземної валюти довідку державної податкової адміністрації, а сам банк – формувати реєстр за кожною операцією з купівлі іноземної валюти та подавати його на розгляд до податкового органу.

Здійснюючи певні кроки з лібералізації валютних операцій, НБУ водночас забезпечує прозорість їх проведення та дієвий контроль за ними з боку уповноважених банків.

Багаторічні зусилля Національного банку, спрямовані на розбудову і зміцнення валютного ринку України, дали можливість забезпечити:

- створення відповідної моделі валютного ринку, розвиток його інфраструктури та механізмів проведення торгів і режимів курсоутворення;
- поступовий розвиток валютного ринку – диверсифікацію валютної





- структури та залучення в обіг усе зростаючих обсягів валютних коштів;
- накопичення та підтримання на необхідному рівні золотовалютних резервів Національного банку України для проведення дієвої девізної політики;
  - можливість своєчасного отримання (купівлі) іноземної валюти вітчизняними підприємствами-імпортерами та її продажу експортерами тощо.

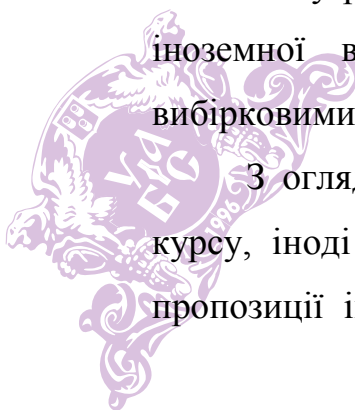
З метою переорієнтації структури зовнішніх запозичень резидентів з короткострокових на довгострокові Національний банк запровадив один із поширених у міжнародній практиці інструментів регулювання руху капіталу, а саме – обов'язкові резервні вимоги. Також упроваджуються прозоріші правила та процедури розрахунків, пов'язаних з інвестиційною діяльністю [294, 299].

На сьогодні вітчизняному валютному ринку притаманний широкий спектр операцій, включаючи й арбітражні. Це наближає ринок до стандартів ЄС та допомагає реалізувати основну стратегічну мету, визначену законодавством, – забезпечення стабільності національної валюти.

Наступним кроком при переході до плаваючого валютного курсу є розробка центральним банком країни спеціальної політики, що визначає мету, терміни й обсяги валютних інтервенцій.

За режимів фіксованих курсів терміни й обсяги інтервенцій, як правило, є непідконтрольними центральним банкам. За гнучких режимів інтервенції здійснюються за розсудом центрального банку, коли це необхідно для усунення незбалансованості валютних курсів, підтримки спокою на валютному ринку, збільшення офіційних резервів і забезпечення пропозиції іноземної валюти. Таким чином, валютні інтервенції повинні бути вибірковими й обмеженими.

З огляду на розмаїтість методологій оцінки рівноважного валютного курсу, іноді буває важко знайти і вимірити незбалансованість попиту та пропозиції іноземної валюти. Короткострокові зміни валютного курсу не





завжди виправдують проведення інтервенцій. Мінливість валютного курсу може бути результатом зміни економічних детермінантів або появи нової інформації і може відбивати процес визначення ринком рівноважних цін. Більш того, незважаючи на широко розповсюджену думку про те, що мінливість валютного курсу може призводити до реальних економічних втрат, емпіричні дослідження цього не підтверджують.

Як свідчить досвід Мексики, Туреччини та Чилі офіційні інтервенції не завжди є ефективним інструментом впливу на валютний курс або зменшення діапазону його коливань. Навпаки, саме інтервенції досить часто призводять до збільшення мінливості валютного курсу.

Інтервенції є більш ефективними, якщо вони здійснюються відносно нечасто, завдяки посиленню фактора несподіванки та зміцненню довіри учасників ринку до твердого наміру центрального банку підтримувати гнучкий валютний курс.

Позитивним фактором є прозора політика інтервенцій. Багато країн, у тому числі Туреччина та Філіппіни, підтвердили свою прихильність гнучкому валютному курсу, підкресливши, що інтервенції не будуть застосовуватися для таргетування валютного курсу. Крім того, прихильність держави визначеним цілям інтервенцій дозволяє ринку контролювати валютні операції центрального банку і забезпечує його підзвітність за їхнє проведення. Яскравим прикладом прозорості є публікація інформації про політику інтервенцій в Австралії та Швеції з чітким зазначенням мети та причин їхнього проведення [133, 220].

Враховуючи стійку тенденцію до перевищення на міжбанківському валютному ринку пропозиції іноземної валюти над попитом, у серпні 2005 року правління НБУ прийняло ряд постанов щодо подальшої лібералізації валютного ринку. Це, зокрема, дало змогу оптимізувати процес торгів на міжбанківському валютному ринку, обмеживши втручання в нього Національного банку. Відтепер Національний банк має здійснювати інтервенції на міжбанківському валютному ринку лише задля того, аби

нівелювати значні коливання обмінного курсу гривні до іноземних валют.

Скоригувавши політику проведення валютних інтервенцій, країнам необхідно встановити новий номінальний «якір» і переглянути основи грошово-кредитної політики з метою її коригування при відмові від режиму фіксованого валютного курсу. Для вирішення цих двох задач необхідно створити значний потенціал і завоювати довіру. Для упорядкованої відмови від фіксованого режиму необхідно розробити стратегію переходу.

Труднощі розробки альтернативного номінального «якоря», необхідного для стримування інфляційних очікувань, змушує більшість країн досить поступово відмовлятися від використання валютного курсу в якості об'єкта таргетування (і, отже, від його фіксації). У ряді країн при переході до іншого номінального «якоря» використовували (поступово розширюючи) валютний коридор, причому іноді протягом досить тривалого часу (наприклад, в Угорщині, Ізраїлі, Польщі та Чилі).

Деякі фахівці НБУ також дотримуються думки про подібний механізм переходу. Зокрема, спочатку пропонується введення коридору у межах не більше 3%. При цьому Національний банк не втручатиметься у дію ринкових сил та дозволить вільне встановлення курсу під їх дією. При виході курсу за ці межі НБУ здійснюватиме інтервенції, аби той повернувся до встановлених рамок [264, 274, 294].

З одного боку, такий механізм забезпечуватиме збереження переваг стабільного валютного курсу як «номінального якоря» для економіки, й економічні суб'єкти будуть впевнені в тому, що гривня не вийде за певні межі. З іншого боку, вони поступово призвичаюватимуться до думки, що курс може змінитися, причому у будь-якому напрямку – як посилення, так і ослаблення. Це стимулюватиме дедоларизацію економіки, розвиток ринку інструментів хеджування валютного ризику. Із року в рік межі коридору, а отже, й дозволеного коливання обмінного курсу розширюватимуться, і врешті-решт їх буде знято взагалі, що означатиме перехід до валютного режиму вільного плавання. Паралельно відбуватиметься й поступова

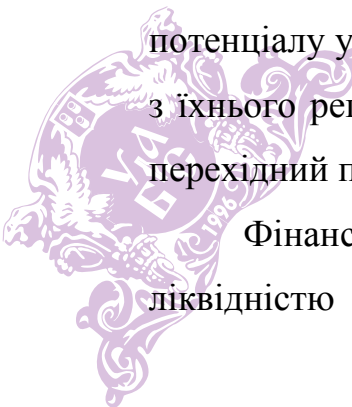
валютна лібералізація, розвиватимуться та міцнішатимуть банківська система і фінансові ринки.

Країни, яким вдалося планомірно провести відхід від режиму фіксованого курсу, як правило, вводили таргетування інфляції в якості альтернативного номінального «якоря» на тривалу перспективу. Значна тривалість перехідного періоду відбивала час, необхідний для створення необхідних інституціональних і макроекономічних умов.

Однак незалежно від забезпечення передумов для повноцінного таргетування інфляції, його основні елементи мають важливе значення для створення надійних засад грошово-кредитної політики. Зокрема, режим грошово-кредитної політики має беззаперечно встановлювати пріоритет стабільності цін перед іншими завданнями, надавати операційну незалежність центральному банку, забезпечувати прозорість грошово-кредитної політики і підзвітність за її здійснення, демонструвати достатній потенціал для прогнозування інфляції і гарантувати відповідність заходів політики завданню збереження стабільності цін. Крім того, грошово-кредитна політика має велику довіру, якщо вона спирається на правило проміжного таргетування, засноване на прогнозах інфляції, і на офіційно встановлений процес розробки грошово-кредитної політики (наприклад, регулярні засідання комітету з грошово-кредитної політики з наступним випуском прес-релізів, а не спеціальні процедури прийняття рішень і передачі повідомлень).

Важливе значення при переході до режиму плаваючого валютного курсу посідає система управління валютними ризиками. Країна повинна обмежувати валютні ризики в усіх секторах економіки. Нарощування потенціалу учасників ринку з управління цими ризиками, а органів нагляду – з їхнього регулювання і контролю – забирає час і повинно здійснюватися в перехідний період.

Фінансова криза 1994 року в Мексиці довела, що недоліки в управлінні ліквідністю в іноземній валюті можуть викликати валютну кризу.



Аналогічним чином криза у Південно-Східній Азії показала, як нехеджовані валютні позики корпоративного сектора можуть призвести до масових збитків банків-кредиторів і різкого зростання попиту на іноземну валюту. Навіть, якщо банки забезпечують збалансованість зобов'язань і активів в іноземній валюті, використання короткострокових зовнішніх позик для фінансування довгострокових кредитів в іноземній валюті нехеджованим позичальникам створює для банків великі кредитні ризики і ризики нестачі ліквідності.

Комплексний аналіз валютних ризиків в усіх секторах економіки і управління ними є ключовим завданням для країн, що мають намір здійснити планомірний перехід до системи плаваючих курсів. Оцінка ступеня впливу валютного ризику, у свою чергу, вимагає детального аналізу валютної структури статей, термінів погашення, ліквідності та кредитної якості валютних активів і зобов'язань.

Незначний валютний ризик має місце і при фіксованій валютних режимах, однак регулювання ризику та управління ним здобуває особливого значення саме при системі гнучкого курсу. Управління валютним ризиком вимагає створення інформаційних систем для спостереження за джерелами ризику, розробки економіко-математичних моделей і методів перспективного аналізу для оцінки ризику, а також вироблення внутрішніх правил і процедур по відношенню до ризику.

Переходячи до вирішення найважливіших питань грошово-кредитної політики, країни повинні визначити, коли їм починати лібералізацію рахунків операцій з капіталом: до переходу до більшої гнучкості валютного курсу або після нього.

Досвід країн з трансформаційною економікою вказує на ризики, пов'язані з лібералізацією рахунків операцій з капіталом до введення плаваючого валютного курсу. Велика кількість країн були змушені відмовитися від фіксованого режиму обмінного курсу після різкої зміни спрямованості потоків капіталу в умовах відкритих рахунків операцій з

капіталом (Мексика наприкінці 1994 року, Таїланд у липні 1997 року і Бразилія на початку 1999 року). Інші, маючи приплив капіталу і значний тиск на валютний курс, були змушені перейти до режиму гнучкого курсу, щоб уникнути «перегріву» економіки (Чилі і Польща у 1990-і роки). Таким чином, навіть при сприятливих економічних умовах відкриття рахунку операцій з капіталом до введення плаваючого валютного курсу може дестабілізувати стан внутрішньої ліквідності, спричинити макроекономічні диспропорції та викликати спекулятивні атаки [220, 275].

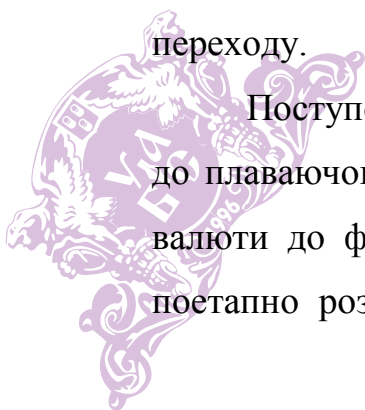
Однак, навіть, якщо рішення про режим гнучкого валютного курсу приймається до відкриття рахунку операцій з капіталом, це матиме макроекономічні наслідки.

Наприклад, країни, що відкривають рахунок операцій з капіталом для припливу коштів, наражаються на ризик виникнення надлишкової ліквідності і стрімкого зростання обсягів кредитування. У загальному плані значна асиметрія ступеню відкритості рахунку операцій з капіталом може призвести до завищення (або заниження) валютного курсу щодо його довгострокового рівноважного значення. Наприклад, оскільки Китай є більш відкритим до припливу, ніж до відтоку капіталу, деякі фахівці вважають, що ревальвації юаня можна уникнути, стимулюючи відтік капіталу.

Таким чином, перехід до режиму гнучкого валютного курсу повинен підтримуватися за рахунок поступового усунення асиметрії в мобільності капіталу для полегшення упорядкованого коректування будь-якої можливої незбалансованості валютних курсів.

Нарешті, останнім проблемним питанням, що необхідно з'ясувати при введенні системи плаваючих валютних курсів є питання щодо темпів переходу.

Поступовий підхід означає прийняття «дозованих» кроків для переходу до плаваючого курсу, наприклад, шляхом переходу від прив'язки до однієї валюти до фіксованої або повзучої прив'язки до кошика валют і далі до поетапно розширюваного валютного коридору. Швидкий підхід, навпаки,





вимагає меншого числа проміжних етапів або взагалі їх не вимагає.

Одним із найголовніших визначальних чинників темпів переходу є ступінь розвитку фінансово-кредитних інститутів і ринків. При відсутності необхідних інститутів і ринків стратегія поступового переходу може бути більш доречною, оскільки вона дозволяє скоротити ризик надмірних коливань валютного курсу і її потенційно негативного впливу на довіру з боку учасників ринку, інфляційні очікування і стан платіжного балансу.

Стратегія швидкого переходу надає суттєві переваги за умови, що створено інституціональні засади для введення плаваючого валютного курсу. При наявності потужних макроекономічних позицій і пруденційній грошово-кредитній політиці швидкий перехід є більш доречним, ніж поступовий підхід. Він також забезпечує велику дискреційність валютних інтервенцій: відсутність зобов'язань дотримуватися визначеної траєкторії або коридору валютного курсу дозволяє центральному банку обмежити інтервенції і зберегти валютні резерви.

Якою б не була стратегія переходу, кожен новий крок повинний бути спрямований на створення двосторонніх ризиків при зміні валютних курсів.

Наприклад, при встановленні валютного коридору необхідно, щоб він був досить широким для забезпечення коливань курсу в обох напрямках щодо центрального паритету. Крім того, важливо коректувати рівень валютного курсу для того, щоб гнучкість, що забезпечується коридором, не була швидко вичерпана в результаті можливої незбалансованості курсів.

Перехід до вузького коридору в умовах постійного тиску на обмінний курс може призвести до того, що курс досягне верхньої або нижньої межі, і органи грошово-кредитного регулювання будуть змушені або підтримувати його значення у межах коридору, або розширювати коридор. Часті коригування коридору, у свою чергу, можуть негативно впливати на довіру учасників валютного ринку і призводити до спекулятивного тиску з метою розширення меж коридору. Ці питання здобувають додаткової актуальності при відкритті рахунку операцій з капіталом.



З метою запровадження нового монетарного режиму обґрунтовано механізм переходу до волатильного валютного курсу в Україні, зокрема, розроблено план заходів, згідно з яким система валютного курсоутворення повинна пройти визначені стадії перехідного періоду: від фіксованої прив'язки до вільного плавання (рис. 2.7).

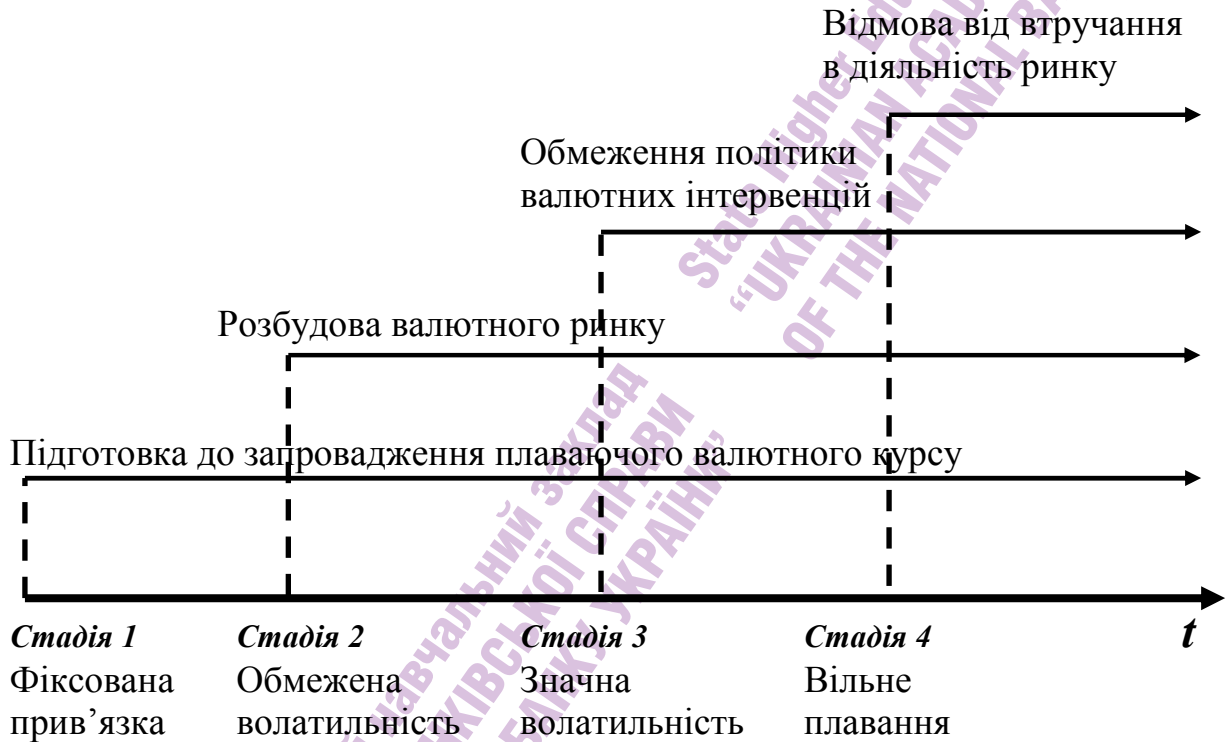


Рис. 2.7. Заходи щодо переходу до режиму плаваючого валютного курсу в Україні [133]

У роботі визначено комплекс необхідних передумов для забезпечення поступового переходу до гнучкої системи валютного курсоутворення в Україні:

- розбудова великого за обсягом і ліквідністю валютного ринку для встановлення валютного курсу;
- поступова лібералізація системи валютного регулювання та валютного контролю;
- забезпечення транспарентності політики валютних інтервенцій;
- введення інфляційного таргетування в якості альтернативного номінального “якоря” монетарної політики;
- запровадження ефективної системи хеджування валютних ризиків шляхом

створення ринку деривативів;

- визначення термінів лібералізації рахунків операцій з капіталом;
- обґрунтування політики щодо темпів переходу до гнучкої системи валютного курсу [91].

В залежності від особливостей, умов розвитку і стану фінансово-кредитної системи країни процес переходу до системи плаваючих валютних курсів може зайняти і три, і п'ять, і більше років.

Як швидко вдасться пройти цей шлях Україні, нині сказати досить складно. Це залежатиме виключно від того, коли інфляція стане контрольованою й економіка зможе сприймати її як «номінальний якір», коли внутрішній ринок зміцніє достатньо, щоб визначати економічний розвиток.

Іншими словами, успіх залежатиме від того, чи відповідатимуть змінам у валютно-курсовій політиці розвиток реального сектора та нововведення у податково-бюджетній сфері. Але тут на перший план виходять ті економічні реформи, відповідальність за впровадження яких покладено на уряд.

Таким чином, реформи податково-бюджетної та економічної політики мають забезпечити формування міцного внутрішнього ринку, завершення основних структурних перетворень в економіці, аби її структура, інституційні характеристики та стан конкуренції відповідали вимогам ринкової економіки, спільного європейського ринку, до якого прагне Україна. Лише за таких умов можна буде ставити питання про успіх нової моделі валютно-курсової політики, орієнтованої на плаваючий валютний курс та перехід до таргетування інфляції.

## Висновки до розділу 2

1. Обґрунтовано, що основою валютної політики центрального банку



країни є політика обмінного курсу або валютно-курсова політика. При цьому визначено, що головною її метою є встановлення порядку визначення та регулювання валютного курсу на території даної країни.

2. На підставі дослідження та аналізу науково-методичних підходів щодо валютно-курсів режимів визначено, що складність точної їх класифікації пояснюється наступними причинами: 1) офіційно проголошена модель валютно-курсової політики може не відповідати фактичним діям центрального банку з її реалізації; 2) існує значна кількість проміжних режимів обмінного курсу, що характеризуються наявністю спільних ознак, у зв'язку з чим ці режими важко віднести до якоїсь конкретної групи.

3. Аргументовано, що існуючі режими обмінного курсу доцільно об'єднати у дві групи: “кутові рішення” та “проміжні рішення”. При цьому визначено, що очевидний конфлікт між зазначеними групами валютно-курсів режимів може бути вирішений шляхом наступного припущення: “кутові режими” є оптимальними у довгостроковому періоді, особливо в тих країнах, які успішно лібералізували і капіталізували внутрішні фінансові інституції, а потім лібералізували їхні зовнішні рахунки капіталу; “проміжні режими” є найкращими для перехідних періодів до повного завершення внутрішньої та зовнішньої лібералізації.

4. Запропоновано графічну модель прийняття рішень щодо режиму валютного курсу в країні, основний зміст якої полягає у побудові трикутника “кутових і проміжних рішень” з виділенням двох кутових режимів: “монетарний союз” (“monetary union”) і “вільне плавання” (“pure float”), а решту проміжних режимів розташовано між ними за принципом ступінчатої послідовності.

5. Оцінюючи рівень поширеності різних режимів валютного курсу і факторів, що впливають на вибір того чи іншого напрямку реалізації валютно-курсової політики, виявлено можливість невідповідності офіційно заявленого країною режиму обмінного курсу і того, що фактично діє. При цьому встановлено, що в Україні використовується режим “жорсткого плавання”,

який регулюється НБУ за допомогою інструментів девізної політики та адміністративних інструментів.

6. На підставі проведеного аналізу валютно-курсової політики Національного банку України за період 1992-2008 рр. для вибору на перспективу оптимального режиму обмінного курсу здійснено періодизацію стадій її розвитку та виокремлено наступні етапи:

- зародження та становлення (1992-1994 рр.);
- розвитку (1995-1998 рр.);
- стабілізації (1999-2004 рр.);
- лібералізації (2005-вересень 2008 рр.).

7. Визначено, що пріоритетним завданням валютно-курсової політики на сучасному етапі лібералізації валютних відносин є забезпечення стабільності обмінного курсу гривні з поступовим підвищенням його волатильності та розширенням меж коливань за рахунок мінімізації регулятивного впливу НБУ на механізм курсоутворення.

8. З метою запровадження нового монетарного режиму обґрунтовано механізм переходу до волатильного валютного курсу в Україні, зокрема, розроблено план заходів, згідно з яким система валютного курсоутворення повинна пройти визначені стадії перехідного періоду: 1) фіксована прив'язка; 2) обмежена волатильність; 3) значна волатильність; 4) вільне плавання.

9. Визначено комплекс необхідних передумов для забезпечення поступового переходу до гнучкої системи валютного курсоутворення в Україні:

- розбудова великого за обсягом і ліквідністю валютного ринку для встановлення валютного курсу;
- поступова лібералізація системи валютного регулювання та валютного контролю;
- забезпечення транспарентності політики валютних інтервенцій;
- введення інфляційного таргетування в якості альтернативного



номінального “якоря” монетарної політики;

- запровадження ефективної системи хеджування валютних ризиків шляхом створення ринку деривативів;
- визначення термінів лібералізації рахунків операцій з капіталом;
- обґрунтування політики щодо темпів переходу до гнучкої системи валютного курсу.

10. Обґрунтовано, що успішний перехід до нової моделі валютно-курсової політики, орієнтованої на плаваючий валютний курс, є можливим лише за умови завершення основних структурних перетворень в економіці України, аби її структура, інституційні характеристики та стан конкуренції відповідали вимогам ринкової економіки.

Основні результати розділу опубліковані в наукових статтях і монографіях [106, 110, 111, 118, 120, 122, 123, 125, 126, 127, 130, 133, 275].



## РОЗДІЛ 3. ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС У МЕХАНІЗМІ РЕАЛІЗАЦІЇ ВАЛЮТНОЇ ПОЛІТИКИ

### 3.1. Платіжний баланс як вартісне вираження участі країни у світовому господарстві

Однією з найважливіших стратегічних цілей валютної політики держави є забезпечення зовнішньоекономічної рівноваги, що передбачає передусім підтримання рівноваги платіжного балансу. Тому важливим напрямом діяльності центрального банку кожної країни у процесі реалізації валютної політики є складання платіжного балансу та регулювання його сальдо, яке є кількісним і якісним вартісним вираженням масштабів, структури і характеру зовнішньоекономічних операцій країни та її участі у світовому господарстві.

Участь будь-якої країни у міжнародному поділі праці обумовлює низку господарських, культурних, дипломатичних та інших зв'язків з іншими країнами, що має супроводжуватися рухом грошових коштів у зовнішньому обороті, тобто відповідними платежами. Обсяги й напрями таких платежів можуть указувати на масштаби, структуру й характер зовнішньоекономічних зв'язків держави, для чого власне і складається платіжний баланс.

Платіжний баланс (balance of payments) – це співвідношення всіх фактичних платежів, здійснених певною країною на користь інших країн, та надходжень коштів, отриманих нею з-за кордону [89, с. 269].

Платіжний баланс – це, по суті, документ, що відображає систематизований запис усіх економічних угод, що здійснюються резидентами країни з її нерезидентами. Якщо рух товарів і послуг через кордон супроводжується рухом грошей у протилежному напрямі, то саме ці грошові потоки узагальнено відображаються у платіжному балансі країни.





При цьому він має безпосередній прямий і обернений зв'язок із реальними відтворювальними процесами. З одного боку, обсяги виробництва резидентами для нерезидентів товарів і послуг, міжнародний рух капіталів відображають масштаби зовнішньоекономічної діяльності країни й позначаються на стані платіжного балансу, а з іншого боку, сам платіжний баланс здатний впливати через динаміку обмінного курсу та стан золотовалютних резервів на перебіг виробничих процесів у реальному секторі економіки.

Платіжний баланс – це звіт про всі фінансові операції певної країни, її підприємств і населення з іншими країнами світу. Тому саме платіжний баланс дає змогу оцінити стан зовнішньоекономічних зв'язків країни, оскільки він є вартісним вираженням зовнішньоекономічних угод країни у формі співвідношення надходжень і платежів. Якщо валютні надходження перевищують здійснені платежі, то платіжний баланс є активним, якщо сума платежів більша від надходжень – баланс пасивний. Відтак, стан платіжного балансу відображає попит і пропозицію на національну та іноземні валюти і є одним із факторів формування валютного курсу, а отже, відображає результати тієї валютної політики, яка проводиться в країні. Крім того, платіжний баланс є важливою інформаційною базою у процесі реалізації тих чи інших заходів валютної політики, оскільки дає змогу оцінити наявні структурні диспропорції в економіці, які визначають різні можливості експортоорієнтованих галузей та потреби в імпорті товарів, послуг і капіталів, необхідність регулятивного впливу держави у тих чи інших секторах господарства, а також визначити спрямованість політики обмінного курсу, найбільш прийнятної для оптимізації зовнішньоекономічної діяльності в країні [75, 133].

Необхідність складання платіжного балансу країни пов'язана з певними потребами:

- визначення рівня участі країни у міжнародному розподілі праці і її частки у світовій економіці та ступеня інтеграції у світове господарство;



- розробка адекватних заходів валютної політики через регулювання обмінного курсу та величини офіційних валютних резервів із метою впливу на динаміку зовнішньоекономічної активності;
- оптимізація взаємодії суб'єктів ринку із зарубіжними партнерами по зовнішньоторговельних операціях і забезпечення своєчасних розрахунків за зовнішніми зобов'язаннями країни;
- забезпечення стабільності міжнародної фінансової системи, що відображає розробку адекватних регулятивних заходів, спрямованих на підтримання зовнішньоекономічної рівноваги різних країн під час переміщення між ними валютних коштів;
- реалізація ефективної зовнішньоекономічної політики з метою відстоювання інтересів національного виробника на зовнішніх ринках.

Платіжний баланс може складатись або за певний період (рік, місяць, квартал), або на певну дату (у вигляді співвідношення міжнародних надходжень і платежів на певний момент, які з дня на день постійно змінюються). При цьому платіжний баланс має справу з потоками, а не з запасами, тобто зі змінами у реальних і фінансових активах, що відбуваються за певний період, а не з загальними сумами економічних активів і пасивів країни на певний конкретний момент часу.

Відображаючи всі операції, здійснені між резидентами та господарствами інших країн, сучасний платіжний баланс є важливим джерелом даних для розробки основних засад валютної, грошово-кредитної, зовнішньоекономічної політики держави, оцінки перспектив щодо участі країни у міжнародному поділі праці і її позицій на світових ринках. Тому складання платіжного балансу є обов'язковою вимогою Міжнародного валютного фонду до всіх його країн-членів.

Якщо платіжний баланс відображає фактичний рух валютних потоків за звітний період, то для характеристики загального стану вимог і зобов'язань країни використовується поняття розрахункового балансу.

Розрахунковий баланс (balance of settlements) – це співвідношення на

певну дату всіх вимог і зобов'язань певної країни щодо інших країн незалежно від періоду їх виникнення і терміну оплати. Він використовується для оцінки міжнародної розрахункової позиції країни.

У розрахунковий баланс включаються всі вимоги й зобов'язання країни щодо інших країн, у тому числі й непогашені, тоді як платіжний баланс показує лише фактично отримані надходження і здійснені платежі.

Сальдо розрахункового балансу на певну дату характеризує стан країни як нетто-кредитора або як нетто-боржника. Якщо воно активне, то країна більше надала кредитів та інвестицій, аніж залучила, тобто є кредитором. Якщо сальдо розрахункового балансу пасивне – країна є боржником. Розрахунковий баланс за певний період відображає лише динаміку заборгованості та вимог країни щодо інших країн. Таким чином, якщо платіжний баланс відображає фактично здійснені перекази і платежі валютних коштів, то розрахунковий баланс охоплює також майбутні платежі за міжнародними вимогами й зобов'язаннями.

Однак у зв'язку з тим, що платіжний баланс є головним інструментом макроекономічного аналізу і прогнозування, саме на нього спрямовані регулятивні заходи валютної політики.

Відображаючи всю сукупність зовнішньоекономічних зв'язків країни, платіжний баланс дає можливість ґрунтовно оцінити стан і перспективи розвитку валютних відносин. У зв'язку з тим, що розробка та реалізація валютної політики потребує детальної характеристики операцій країни із зовнішнім світом, кожна з них має належати до того чи іншого розділу згідно з певними принципами класифікації. Відтак отримання достовірної, зручної для аналізу і прийняття рішень інформації про стан зовнішньоекономічних зв'язків країни потребує групування різних операцій, що відображають переміщення валютних коштів між країнами у вигляді певних статей, що формують відповідну структуру платіжного балансу.

Структура платіжного балансу передбачає групування всіх операцій, що в ньому відображаються, за окремими статтями і розділами залежно від



характеру здійснюваних зовнішньоекономічних угод. Ці угоди поділяються на два основні види:

- поточні: пов'язані з рухом товарів, послуг, доходів, трансфертів;
- фінансові: пов'язані з інвестиційною діяльністю, а також операціями з активами і зобов'язаннями.

Базовими засадами формування структури платіжного балансу є:

- структурні частини платіжного балансу повинні мати характерні ознаки, які відображають певні напрями здійснення зовнішньоекономічних операцій;
- перелік складових балансу не повинен бути надмірно подрібнений і деталізований, щоб не ускладнювати аналіз і прийняття рішень;
- статті балансу мають відрізнятися між собою за факторами впливу (наприклад, сукупність факторів, що мають вплив на величину однієї статті, мають відрізнятися від факторів, що впливають на інші статті);
- якщо який-небудь показник, що відображає певні параметри зовнішньоекономічної діяльності, зазнає значних коливань протягом певного періоду часу або йому належить значна частка у платіжних балансах багатьох країн, то його слід виділяти в окрему статтю;
- структура платіжного балансу має бути такою, щоб його показники відповідали іншим статистичним системам, наприклад, системі національних рахунків;
- збирання інформації для її подальшого групування у статтях платіжного балансу не повинно становити надмірних труднощів;
- кількість статей балансу не повинна бути надто великою, а самі вони повинні мати такі ознаки, щоб підлягати консолідації у компоненти більш високого рівня (групи, розділи тощо);
- структурні частини платіжного балансу мають бути подібними у різних країнах для забезпечення умов, достовірної порівняльної оцінки і міждержавного узгодження тих чи інших напрямів валютного



регулювання.

Сьогодні згідно з зазначеними критеріями структура платіжного балансу є стандартизованою відповідно до чинних методичних вказівок МВФ. Структурно основні компоненти платіжного балансу групуються за двома рахунками: рахунком поточних операцій і рахунком операцій з капіталом та фінансових операцій. Крім того, додатковими статтями платіжного балансу є «Резервні активи» і «Помилки та упущення». Структура агрегованого платіжного балансу за методикою Міжнародного валютного фонду має наступний вигляд (Додаток В).

Аналіз структури платіжного балансу дає змогу отримати повну інформацію про надходження валютних коштів у країну, їх виплати в інші країни за окремими видами зовнішньоекономічної діяльності та різних країн світу.

I. Рахунок поточних операцій (current account) охоплює всі операції, що здійснюються резидентами і нерезидентами з реальними цінностями, а також операції, пов'язані з безоплатним наданням чи одержанням цінностей для поточного використання. Цей рахунок відображає сукупність платежів, пов'язаних із розрахунками, що здійснюються за експортно-імпортними операціями, оплатою послуг, виплатами доходів за інвестиціями, а також односторонніми переказами. У структурі рахунку поточних операцій виділяють наступні чотири елементи:

- торговий баланс;
- баланс послуг;
- доходи;
- поточні трансферти.

1. Торговий баланс (або баланс товарів) показує співвідношення між доходами від експорту товарів і витратами, здійсненими на оплату імпорту товарних цінностей. Основною характерною ознакою експорту та імпорту товару є зміна його власника. Якщо при перетинанні товаром кордону право власності не змінюється то така операція не належить до експортно-



імпортних угод (наприклад, угоди лізингу, внутрішньофірмова торгівля, переміщення давальницької сировини, тобто толлінг). Облік експорту та імпорту товарів ведеться у цінах FOB, що не включають витрати на перевезення і страхування товарів, оскільки ці витрати належать до послуг і проходять у балансі за відповідною статтею. Стан торгового балансу має безпосередній вплив на валютний курс, оскільки при перевищенні експорту над імпортом попит на національну валюту зростає, а при перевищенні імпорту над експортом – знижується.

2. Баланс послуг є частиною платіжного балансу, що показує надходження коштів за надані нерезидентам послуги і витрати на оплату послуг, отриманих резидентами. При цьому в платіжному балансі відображається рух коштів за такими видами послуг, як транспортні перевезення, страхування, туризм, будівельні послуги, всі види зв'язку і телекомунікацій, послуги фінансових посередників, комп'ютерні та інформаційні послуги, роялті та ліцензійні послуги, реклама та маркетинг, наукові та конструкторські послуги, урядові послуги та ін. При цьому надання послуг означає надходження валюти в країну, а отримання послуг – навпаки, валютні виплати.

3. Доходи є статтею поточного рахунку платіжного балансу, що відображає рух коштів, пов'язаних із такими операціями:

а) оплата праці, тобто виплата заробітної плати працівникам країни за роботу, виконану за кордоном (платежі з оплати праці передбачають виплати коштів тимчасово зайнятим в економіці країни нерезидентів, а також надходження коштів від резидентів, працевлаштованих за кордоном);

б) доходи від прямих, портфельних та інших інвестицій, що передбачають сплату коштів за результатами пайової участі у капіталі компаній, дивідендів за акціями, процентів за облігаціями і банківськими кредитами тощо (йдеться про співвідношення між виплаченими й отриманими дивідендами, процентами та іншими формами доходу, одержаного від інвестованого за рубежем капіталу).





4. Поточні трансферти є статтею рахунку поточних операцій, яка показує некомпенсовану передачу матеріальних та фінансових цінностей на користь країни з-за кордону і навпаки. Вони включають, з одного боку, державні трансферти у вигляді гуманітарної допомоги, внесків до міжнародних організацій, урядові субсидії, надання технічної допомоги, а з іншого – грошові перекази тих, хто працює за кордоном, а також дарування, спадщину, аліменти, пенсії та інші виплати. Стаття «Поточні трансферти» по суті відображає рух грошових коштів чи матеріальних цінностей, який має неторговий характер, тобто без зустрічного потоку товарів або грошей.

II. Рахунок операцій з капіталом і фінансових операцій (capital and financial account) – це розділ платіжного балансу, в якому відображається співвідношення між іноземними активами та зобов'язаннями резидентів і нерезидентів країни. На цьому рахунку відображаються міжнародні операції, у результаті яких право власності на активи переходить від резидента країни до нерезидента або навпаки. Йдеться про передачу прав власності на основний капітал, надання і погашення позик, коли один з учасників угоди не отримує вартісного еквівалента.

Відповідно до назви, двома основними складовими рахунку операцій з капіталом і фінансових операцій є:

- 1) рахунок операцій з капіталом;
- 2) фінансовий рахунок.

1. Рахунок операцій з капіталом (capital account) включає всі операції, які передбачають, по-перше, одержання або сплату капітальних трансфертів, а, по-друге, придбання і використання невикористаних, нефінансових активів. У першому випадку йдеться про передачу права власності на основні фонди, списання (анулювання) боргу кредитором та ввезені мігрантами ресурси, а в другому – про передачу прав на користування землею і її надрами, патентів, ліцензій, авторських прав тощо.

2. Фінансовий рахунок (financial account) охоплює всі операції з фінансовими активами і зобов'язаннями резидентів щодо нерезидентів. Усі ці



операції за функціональними ознаками класифікуються за кількома основними групами. Тому цей рахунок включає, зокрема, такі статті:

- прями інвестиції;
- портфельні інвестиції;
- інші інвестиції.

Прямі інвестиції відображають вкладення коштів резидентами у діяльність зарубіжних підприємств, щоб мати можливість постійно впливати на діяльність такого підприємства в іншій країні. Вкладення коштів вважаються прямими інвестиціями, якщо вони забезпечують 10-процентну участь у підприємстві. Як правило, прямі інвестиції передбачають здійснення операцій щодо вкладення коштів в акціонерний капітал підприємства, розташованого за межами країни інвестора, з метою придбання контрольного пакета акцій і вирішального голосу в управлінні підприємством. Йдеться передусім про дочірні підприємства, асоційовані компанії та відділення.

Портфельні інвестиції охоплюють вкладення коштів резидентів у цінні папери, які надають право участі у капіталі, а також боргові цінні папери, за винятком коштів, які відносяться до прямих інвестицій та резервних активів. Сюди належать вкладення в акції різних типів (не для контролю над підприємством), облігації та інші боргові зобов'язання, а також різні види похідних фінансових інструментів (ф'ючерси, опціони тощо). Таким чином, портфельні інвестиції передбачають вкладення коштів у цінні папери, які не належать до прямих інвестицій.

Інші інвестиції є рахунком, що показує вкладення за залишковим принципом, тобто операції, які не належать до прямих і портфельних інвестицій. Сюди належать комерційні кредити постачальників або аванси покупців, банківські кредити, готівкова валюта (поза банківською системою), депозити у банках, кошти за трастовими операціями, державні кредити, довгострокові кредити МВФ та міжнародних валютно-кредитних організацій.

III. Резервні активи – це розділ платіжного балансу, який містить інформацію про іноземні валютні активи у різних формах, що перебувають



під контролем центрального банку країни. До них відносять монетарне золото, спеціальні права запозичення, резервну позицію в МВФ, іноземну валюту (готівку на рахунках у банках-нерезидентах), а також зарубіжні фінансові активи у вигляді ліквідних цінних паперів, номінованих в іноземній валюті. Головним критерієм віднесення того чи іншого фінансового активу до категорії «резервні активи» є те, що центральний банк країни повинен мати безпосередній контроль над ними, тобто можливість використання у будь-який момент для фінансування дефіциту платіжного балансу і регулювання обмінного курсу національної валюти.

IV. Помилки та упущення – це розділ платіжного балансу, до якого заносять дані статистичних похибок і неврахованих операцій. Наприклад, переміщення короткострокового капіталу не завжди можна точно врахувати. Дані, що використовуються для складання платіжного балансу, отримують із різних джерел (фінансові органи, податкові, митні служби, центральний банк тощо). Це зумовлює розбіжності при складанні платіжного балансу, які мають враховуватись у статті «Помилки та упущення» для досягнення його рівноваги. Крім того, тут враховується незаконне переміщення капіталів, незаконне ввезення і вивезення валютних цінностей.

Утім, якщо величина «чистих помилок і упущень» порівняно незначна, то це ще не означає, що сума абсолютних розходжень у даних статистики чи незаконних операціях є справді малою. Просто протилежні за знаком пропуски можуть погашати один одного [86, 133, 215].

### **3.2. Аналіз динаміки платіжного балансу України як структурного чинника системи валютного курсоутворення**

В Україні практичні заходи зі складання платіжного балансу були розпочаті у 1993 році. До цього інформація про світогосподарські зв'язки

країни відображалась у різних формах: торговому балансі, балансі фінансових ресурсів та валютному плані.

Однак розробка і складання платіжного балансу є обов'язковою умовою для всіх країн – членів МВФ і має здійснюватися за єдиного методологією і стандартною класифікацією компонентів. Для реалізації цього завдання 17 вересня 1993 р. було прийнято спільну постанову Національного банку і Кабінету Міністрів України «Про деякі питання складання Платіжного балансу» № 737, згідно з якою на Національний банк України покладалася відповідальність за складання узагальненого платіжного балансу країни, що згодом було підтверджено у законодавчому порядку прийняттям Закону України «Про Національний банк України», пункт 12 ст. 7 якого визначає, що НБУ складає платіжний баланс, здійснює його аналіз та прогнозування [191, 250].

Спільною постановою Національного банку і Кабінету Міністрів України «Про складання платіжного балансу» від 17 березня 2000 р. № 517 було встановлено порядок координації дій міністерств і відомств щодо формування інформаційної бази платіжного балансу. Згідно з цією постановою в Україні діє система збору інформації за міжнародними операціями для складання платіжного балансу, яка об'єднує два типи такого збору:

- банківський – під егідою НБУ, що забезпечує збирання інформації про валютні операції від уповноважених банків за формою № 1-ПБ;
- статистичний – під егідою Державного комітету статистики України, що ґрунтується на звітності підприємств і організацій, які мають рахунки в іноземних банках за формою № 2-ПБ.

Координація дій усіх установ та концентрація інформації для складання платіжного балансу здійснюється Національним банком України.

Основними складовими для формування інформаційної бази платіжного балансу України є дані:

1. Від уповноважених комерційних банків, котрі декларують здійснені



протягом кожного місяця операції з нерезидентами, проведені за дорученням клієнтів та від власного імені. При цьому крім дебетових та кредитових оборотів за коррахунками з розбивкою за операціями, уповноважені банки надають інформацію про залишки на коррахунках на початок і кінець звітного періоду.

2. Державного комітету статистики України, який починаючи з січня 1994 р. запровадив щомісячну звітність для підприємств і організацій, які здійснюють експортно-імпорتنі операції з товарами, а також щоквартальну звітність для відстежування руху інвестиційних потоків в Україну і за кордон та за операціями з надання послуг.
3. Державної митної служби України, яка надає інформацію про експортно-імпорتنі операції відповідно до світової практики митного декларування товарів та стандартної товарної номенклатури зовнішньоекономічної діяльності.
4. Міністерства фінансів України, яке подає звітність про стан зовнішньої довгострокової заборгованості країни.
5. Державної прикордонної служби, яка подає інформацію про кількість фізичних осіб, які перетинають митний кордон України, мету поїздки, на основі чого робляться експертні оцінки про обсяги неформальної торгівлі й середні суми іноземної валюти, що ввозиться і вивозиться в розрахунку на одну особу.
6. Міністерства економіки України, яке надає інформацію про отриману міжнародну технічну допомогу.
7. Державного казначейства, яке надає дані про надходження до державного бюджету від зовнішньоекономічної діяльності, а також дані про витрати з держбюджету за міжнародним співробітництвом.
8. Міжнародного валютного фонду, що надає інформацію про резервну позицію України у фонді.

На Національний банк України покладені обов'язки з безпосереднього складання платіжного балансу, а також розробки методологічної та



методичної бази для аналізу і прогнозування платіжного балансу. З цією метою НБУ координує дії всіх установ для концентрації повної інформації, необхідної для складання платіжного балансу [89, 250].

За формою складання платіжний баланс України визначається як статистичний звіт, у якому в систематизованому вигляді наведені сумарні дані про зовнішньоекономічні операції резидентів України з резидентами інших країн за певний період. Методика складання платіжного балансу України відповідає вимогам МВФ, що передбачає можливість представлення балансу у двох формах: нейтральній та аналітичній.

Нейтральна форма представлення платіжного балансу передбачає групування всіх його статей тільки за двома розділами – рахунком поточних операцій та рахунком операцій з капіталом і фінансових операцій, до яких належать і резервні активи. При цьому кредити від МВФ показуються у складі інших інвестицій, а не виносяться за межі основних статей як балансуєча стаття. Для забезпечення рівності між рахунками додається стаття «Помилки та упущення» і виводиться загальне нульове сальдо.

Однак така форма при нульовому сальдо не показує результату зовнішньоекономічної діяльності країни загалом, а дає уявлення лише про окремі види операцій. Це пов'язано з двома суттєвими недоліками нейтральної форми платіжного балансу:

- по-перше, нульове сальдо отримується штучно і за ним неможливо визначити, чи є баланс активним, чи пасивним;
- по-друге, основні й балансуєчі статті об'єднані в один розділ, у зв'язку з чим неможливо визначити, чи мають вони самостійне значення, чи включені заради принципу подвійного запису.

Тому потрібна ще і така форма платіжного балансу, яка дає необхідну інформацію про наявність у ньому активного сальдо чи дефіциту, що й забезпечує аналітична форма представлення.

Аналітична форма представлення платіжного балансу полягає у перегрупуванні його статей таким чином, щоб первинні, автономні





зовнішньоекономічні операції були відокремлені від урівноважуючих (балансуючих) записів. Для цього за межі балансу, який показує кінцевий результат зовнішньоекономічної діяльності у вигляді активного чи пасивного сальдо, виносяться статті фінансування цього сальдо, тобто відповідна зміна резервних активів, а також використання кредитів МВФ. Аналітична форма представлення дає змогу вивести активне чи пасивне сальдо платіжного балансу загалом та отримати фактичні результати зовнішньоекономічної діяльності країни.

Схема побудови платіжного балансу за принципом подвійного запису, коли кожна зовнішньоекономічна операція відображається за дебетом і кредитом, дає змогу правильно оцінити напрям грошових потоків у валюті в країну, чи з країни. Тут діє таке загальне правило: якщо має місце приплив валюти (тобто операція проводиться за кредитом), у балансі відповідна сума показана зі знаком «+». Якщо спостерігається відплив валютних коштів із країни, тобто операція проводиться за дебетом, у платіжному балансі відповідні суми угод показуються зі знаком «-».

Аналітична схема побудови платіжного балансу чітко розподіляє статті на основні й балансуючі. Всі статті над рядком «Баланс» належать до основних, первинних, оскільки вони самостійно визначають приплив або відплив іноземної валюти, формуючи загальне сальдо платіжного балансу (позитивне чи негативне). Всі статті, що перебувають під рядком «Баланс», є похідними, балансуючими, вони врівноважують вплив первинних статей на кон'юнктуру внутрішнього валютного ринку. Відтак зміна первинних операцій у платіжному балансі автоматично тягне за собою проведення вторинних операцій. При здійсненні основних операцій виникає чистий приплив іноземної валюти на внутрішній валютний ринок, який може дестабілізувати його і зумовити значні коливання валютного курсу. Тому центральний банк змушений проводити відповідні операції з резервами для забезпечення належної стабільності валютного ринку і динаміки обмінного курсу [89].



Аналізуючи динаміку платіжного балансу України за останні 9 років зазначимо, що період 2000-2004 рр. характеризувався суттєвим зростанням позитивного сальдо за рахунком поточних операцій (із 1,2 млрд. дол. США у 2000 р. до 6,8 млрд. дол. США у 2004 р.) і наявністю переважно дефіциту за рахунком операцій з капіталом і фінансових операцій (із 0,5 млрд. дол. США у 2000 р. до 4,2 млрд. дол. США у 2004 р.). При цьому фактично до 1999 р. включно в Україні спостерігався дефіцит платіжного балансу і лише починаючи з 2000 р. загальний платіжний баланс зводився з позитивним сальдо, що мало тенденцію до зростання (у 2000 р. – 571 млн. дол. США, у 2001 р. – 983 млн. дол. США, у 2002 р. – 1,2 млрд. дол. США, у 2003 р. – 2,2 млрд. дол. США, у 2004 р. – 2,5 млрд. дол. США) [281].

Виходячи з динаміки балансуємих статей, наявність позитивного сальдо платіжного балансу України протягом зазначеного періоду забезпечила можливість нарощування резервних активів Національного банку України та погашення раніше отриманих кредитів МВФ.

Позитивна динаміка сальдо рахунку поточних операцій була передусім зумовлена:

- по-перше, збільшенням експорту товарів за рахунок сприятливої кон'юнктури ринків чорних металів, хімічної продукції та зростання експорту машинобудівної продукції;
- по-друге, зростанням експорту послуг, насамперед за рахунок збільшення обсягів різних видів транспортних послуг (залізничного, повітряного, трубопровідного);
- по-третє, збільшенням поточних трансфертів за рахунок зростання приватних грошових переказів та переказів тих, хто працює за кордоном.

Від'ємне сальдо фінансового рахунку за цей період було зумовлене значними виплатами за статтею «Портфельні інвестиції», зокрема, за облігаціями зовнішньої державної позики, а також збільшенням іноземних активів і негативного сальдо за статтею «Інші інвестиції», що особливої гостроти набуло у 2004 р. Нестабільна політична ситуація у цей період



зумовила високі обсяги відпливу іноземної валюти з банківської системи. Тільки за вересень-грудень 2004 р., тобто під час президентської виборчої кампанії, за даними НБУ, ця сума становила 3,7 млрд. дол. США, що вказує на значну залежність динаміки платіжного балансу України від політичних факторів.

Однак уже в 2005 р. значне перевищення темпів зростання імпорту товарів над експортом зумовило скорочення позитивного сальдо торгівлі товарами і послугами. Це було пов'язано з двома основними причинами:

- з одного боку, зниженням обсягів світової торгівлі та уповільненням темпів економічного зростання країн – основних зовнішньоторгових партнерів України;
- з іншого – посиленням конкуренції на ринках товарів, що є традиційними для українського експорту. Так, зокрема, Китай у 2005 р. суттєво збільшив власне виробництво металу і вийшов на зовнішні ринки збуту. Внаслідок цього істотно скоротилися поставки української металопродукції у країни цього регіону (Китай, Корея, Таїланд).

Починаючи з другої половини 2005 року, коли економіка України була визнана економікою ринкового типу, потоки капіталу в країну різко зросли. Це призвело до суттєвого тиску на зміцнення обмінного курсу гривні при погіршенні сальдо поточного рахунку. Національний банк з метою підтримання цінової конкурентоспроможності був змушений утримувати обмінний курс гривні до долара США на стабільному рівні.

Активні залучення банків на іноземних ринках капіталу та висока інфляція на світових ринках товарів призвели до різкого зростання кредитного портфелю та посилення валютних дисбалансів. Це, у свою чергу, стимулювало розвиток інфляційних процесів унаслідок зростання ВВП понад свій потенційний рівень.

На цьому фоні м'яка фіскальна політика, орієнтована в основному на поточні витрати замість капітальних, була додатковим дестабілізуючим та інфляційним фактором. Унаслідок цього підвищення оплати праці значно

перевищувало зростання продуктивності праці, що суттєво посилювало інфляційний тиск та погіршувало цінову конкурентоспроможність економіки.

З 2006 року в Україні поточний рахунок платіжного балансу формувався з дефіцитом, що невпинно зростав, і на кінець III кварталу 2008 року в річному вимірі досяг 6,2% ВВП (рис. 3.1).

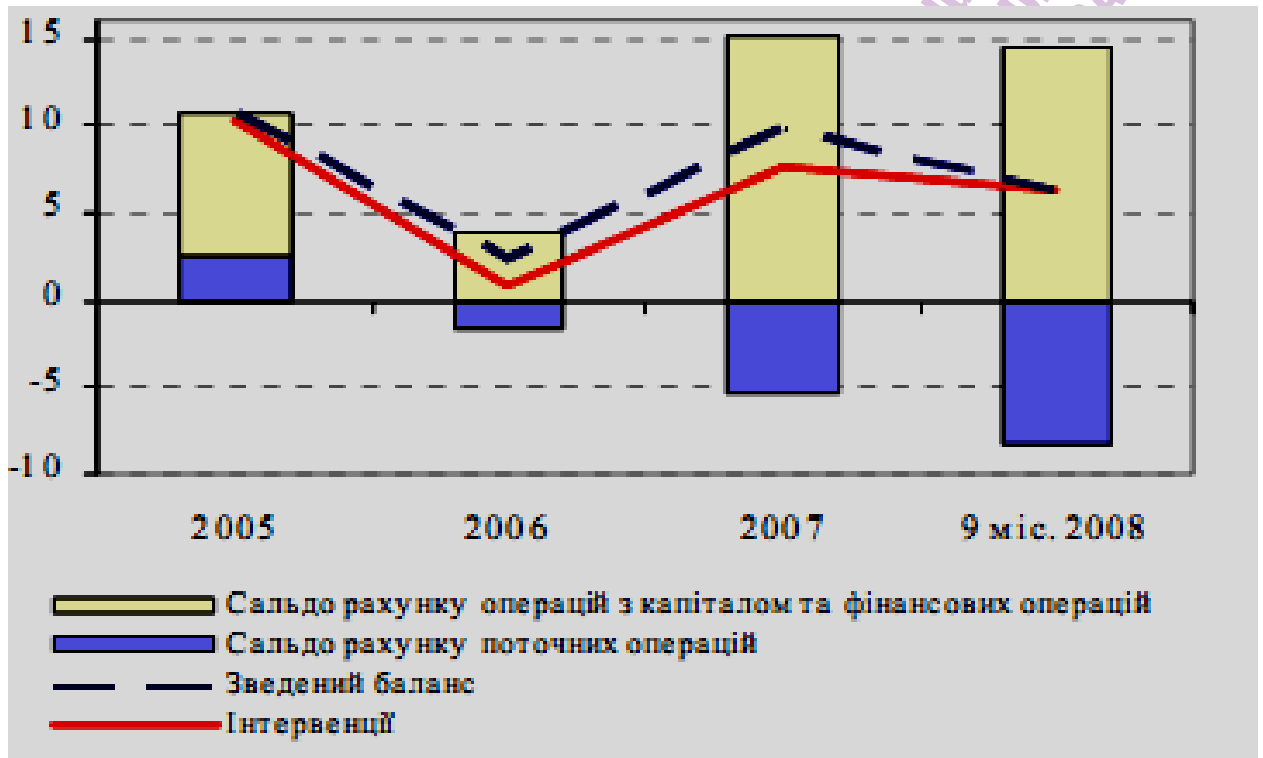


Рис. 3.1. Динаміка поточного та фінансового рахунків платіжного балансу України у 2005-2008 рр. [281]

Таке збільшення від'ємного сальдо за рахунком поточних операцій насамперед пов'язано з погіршенням сальдо торгівлі товарами (з 2005 року темпи приросту імпорту майже постійно перевищували темпи приросту експорту). Структуру імпорту товарів за категоріями за цей період наведено на рис. 3.2.

Основним фактором розвитку економіки до жовтня 2008 року була сприятлива зовнішньоторговельна кон'юнктура. Зростання світових цін на ринку металів було основним фактором розвитку промисловості України, яка, будучи локомотивом економічного зростання, стимулювала розвиток супутніх галузей економіки (транспорт, торгівля тощо).

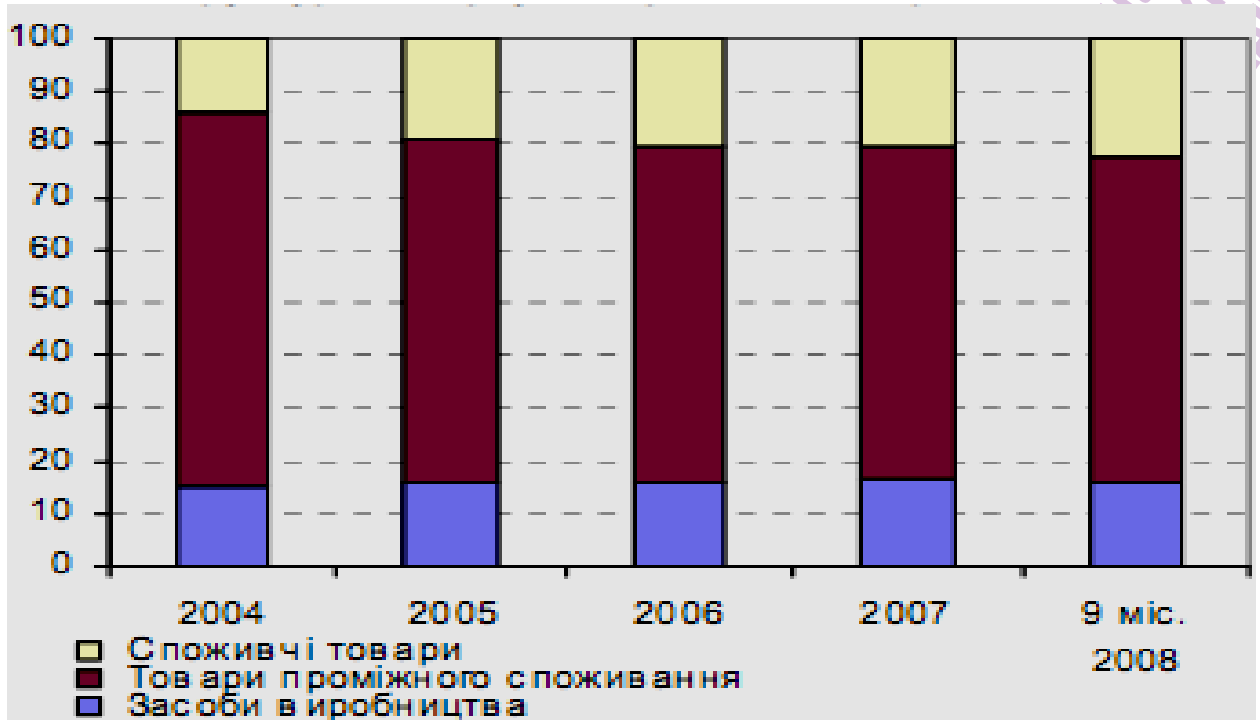


Рис. 3.2. Структура імпорту товарів за категоріями у 2004-2008 рр., % [281]

Одним з найважливіших факторів цінової конкурентоспроможності українського експорту були нижчі ціни на імпортований газ порівняно з європейськими та нижчі витрати на оплату праці.

У 2008 році особливо прискорилося зростання споживчого імпорту (за 9 місяців темпи приросту становили 73,2% до відповідного періоду попереднього року). Це було зумовлено високим збільшенням доходів населення, що стимулювалися значними соціальними витратами Уряду, динамічним розвитком споживчого кредитування, суттєвим зміцненням реального обмінного курсу.

Як у 2007 році, так і протягом 9 місяців 2008 року дефіцит рахунку поточних операцій фінансувався головним чином за рахунок надходжень прямих іноземних інвестицій і середньо- та довгострокових залучень на зовнішніх фінансових ринках. Активізація вітчизняних підприємств і банків на зовнішніх ринках позичкового капіталу була зумовлена обмеженою

пропозицією довгострокових ресурсів на внутрішньому ринку, а зовнішні ринки в той час характеризувалися високим рівнем ліквідності, тобто наявністю значних обсягів капіталу з відносно низькою вартістю.

Високі темпи зростання обсягів зовнішніх залучень банками були обумовлені, з одного боку, високим внутрішнім попитом економіки на кредитні ресурси, а, з іншого, експансією на український ринок іноземних банків і відповідним нарощенням кредитування дочірніх установ від материнських банків. Високі темпи зростання зовнішніх зобов'язань інших секторів економіки в останні роки були обумовлені високим попитом українських підприємств на кредитні ресурси, їх наявністю та відносно низькою ціною на світових фінансових ринках [41, 42, 43, 87].

При цьому на 2009 рік припадають значні суми погашення заборгованості вітчизняних банків перед іноземними кредиторами, що відповідно збільшить навантаження на валютний ринок і валютний курс (табл. 3.1).

Крім того, результатом суттєвого зростання обсягів зовнішньої торгівлі стало збільшення обсягів торгових кредитів. Як наслідок – накопичилась короткострокова заборгованість.

У результаті проведення активних запозичень резидентами на зовнішніх ринках обсяг валового зовнішнього боргу за 9 місяців 2008 року збільшився на 22,8 млрд. дол. США (на 27,5%) і станом на 01.10.2008 становив 105,4 млрд. дол. США (56,4% до ВВП) (рис. 3.3).

Структура зовнішнього боргу за строками погашення залишалася відносно стабільною, однак у січні – вересні 2008 року темпи зростання короткострокової заборгованості на 12% перевищували темпи зростання довгострокової заборгованості, що призвело до зростання частки короткострокового боргу у валовому зовнішньому борзі з 26,6% до 28,5%.

Унаслідок перевищення темпів зростання короткострокового боргу над зростанням міжнародних резервів поступово знижувався коефіцієнт покриття резервними активами короткострокового зовнішнього боргу (до 1,249 станом



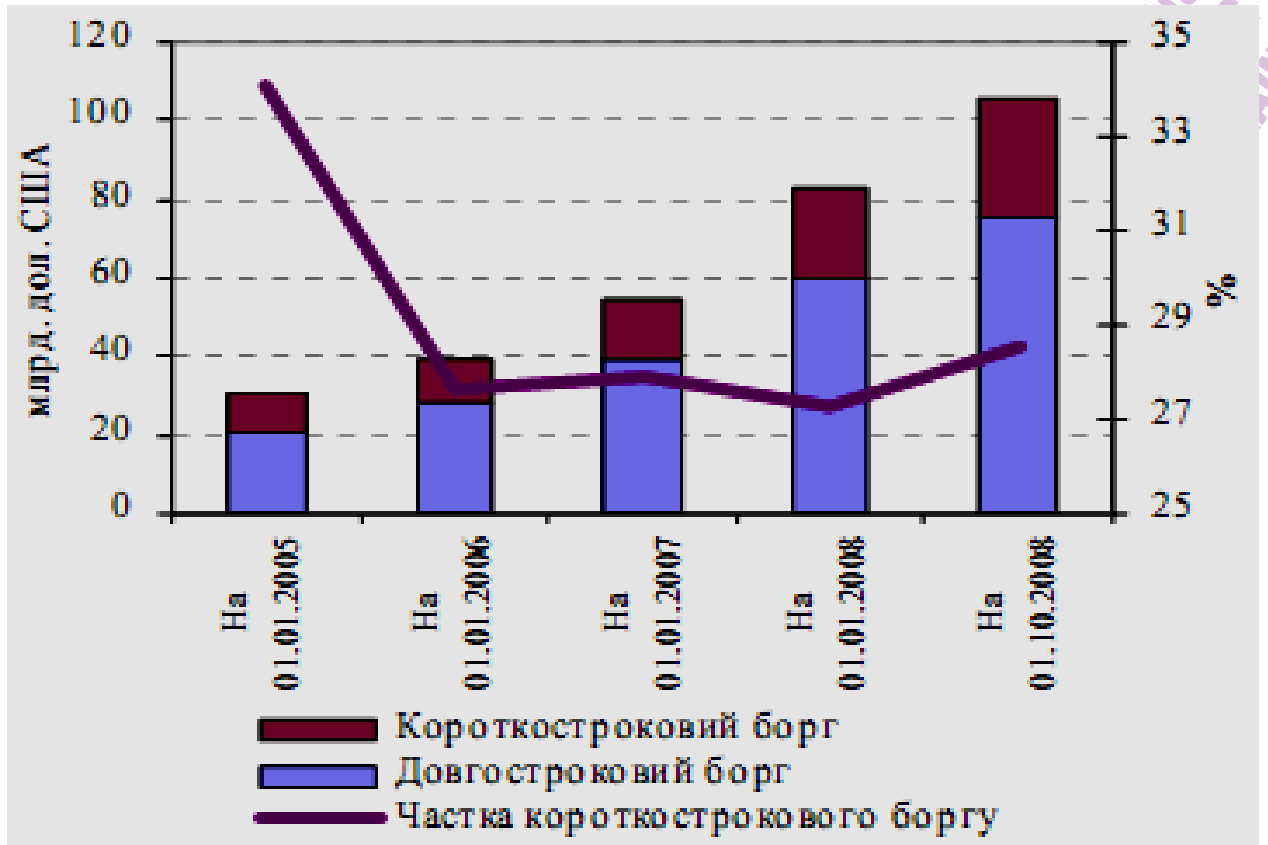


Рис. 3.3. Валовий зовнішній борг України за строками погашення [281]

на 01.10.2008 порівняно з 1,441 на початок року та 1,772 станом на 01.01.2006).

Таблиця 3.1

Заборгованість українських банків за одержаними іноземними кредитами у 2009 році

№ пор.	Банк-боржник	Сума кредиту, млн. дол. США	Строк кредитування, міс.	Термін погашення	Банки-кредитори
1.	Фінанси та кредит	70	12	березень	Standard Bank, RZB Group, ВТБ
		42,5	12	серпень	Standard Bank, Bayern LB, Banco Finantia
2.	Правекс-Банк	42	6	березень	Bayern LB, Intesa Sanpaolo, Standard Bank
3.	ПриватБанк	200	12	березень	UniCredit Group, Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Bayern LB
4.	Укрексімбанк	345	12	березень	Bayern LB, Deutsche Bank AG, Standard Bank

Продовження табл. 3.1

№ пор.	Банк-боржник	Сума кредиту, млн. дол. США	Строк кредитування, міс.	Термін погашення	Банки-кредитори
5.	Форум	115	12	квітень	Bayern LB, RZB Group, Fortis Bank
6.	Райффайзен Банк Аваль	512	24	квітень	Bayern LB, DZ Bank, HSBC, Standard Bank
		83,5	12	липень	Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Bayern LB, HSBC, Standard Bank
7.	Сведбанк	34	12	квітень	Bayern LB
		67,5	24	червень	Bayern LB, Standard Bank, UniCredit Group
8.	Родовід Банк	10	12	травень	Standard Bank
		7	24	грудень	Rosemount Capital Management
9.	Укрпромбанк	34	12	травень	Landesbank Berlin, Standard Bank
10.	УкрСіббанк	250	24	травень	Bayern LB, BNP Paribas, HSBC
		55	24	жовтень	Bayern LB, BNP Paribas, HSBC
11.	Південний	46	12	червень	RBS, Bayern LB, ING Wholesale Banking
12.	Кредит-промбанк	72	24	червень	ING Wholesale Banking, Mizuho Corporate Bank, RZB Group
13.	ПУМБ	50	12	червень	ING Wholesale Banking, Garanti Bank, ВТБ
		154	12	серпень	Bayern LB, Landesbank Berlin, Standard Bank, UniCredit Group, RZB Group
14.	Надра Банк	55	12	серпень	Bayern LB, Standard Bank
15.	Хрещатик	21	12	серпень	Standard Bank, ВТБ
16.	Укргазбанк	23	12	серпень	ING Wholesale Banking, Standard Bank
17.	ОТР Банк (Україна)	50	12	вересень	RZB Group, Bayern LB
18.	Укрсоцбанк	200	12	грудень	Bayern LB, Caylon, UniCredit Group

Показники платіжного балансу України, її зовнішнього боргу, золотовалютних резервів, обмінного курсу за період 2002 – перше півріччя 2008 рр. наведено у Додатку Д.

### 3.3. Оцінка впливу валютно-курсової політики НБУ на конкурентоспроможність національної економіки та стан платіжного балансу України

Валютна політика є високоефективним інструментом формування конкурентоспроможності національної економіки, що визначається її безпосереднім впливом на чинники, пов'язані з ціною та ціноутворенням (формування конкурентної ціни, доходів, прибутків) та з відтворювальним процесом загалом (інвестиції, технологічні та організаційні інновації, формування виробничих витрат, зростання продуктивності праці). Актуальність вибору важелів грошово-кредитної і валютно-курсової політики, які можуть забезпечити підвищення конкурентоспроможності національної економіки на інвестиційно-інноваційній основі, різко зросла у зв'язку з вичерпанням екстенсивних факторів розвитку і необхідністю переходу до використання принципово нових чинників конкурентоспроможності.

Особливості конкурентних переваг, що використовуються товаровиробниками, відповідають рівню розвитку країни. На перших стадіях реформування трансформаційної економіки перевага, як правило, віддається використанню інструментів валютної політики. Коригування рівня обмінного курсу шляхом безпосереднього впливу на ціну здатне досить швидко надати товаровиробникам цінові конкурентні переваги як на зовнішньому, так і на внутрішньому ринку без потреби модернізації виробництва. При цьому передбачається, що отримані прибутки виробники спрямують на модернізацію виробництва та освоєння високотехнологічних видів продукції.

Нездатність економічних суб'єктів використовувати нові методи виробничої діяльності і перейти до сучасних чинників конкурентоспроможності обумовлює входження країни у замкнене негативне коло перманентної девальвації і екстенсивного розвитку на застарілій виробничій базі. Проте з

часом чинники екстенсивного розвитку вичерпуються. За цих умов при стабілізації економічної та фінансової ситуації і закріплення позицій національних товаровиробників на внутрішньому та зовнішньому ринках необхідно зміщувати акцент в економічному регулюванні на використання комплексу важелів грошово-кредитної політики.

Поступове зміцнення обмінного курсу національної валюти (ревальвація) стає потужним чинником, який стимулює підвищення ефективності виробництва, зменшення залежності від зовнішньої кон'юнктури, обумовлює поліпшення якості економічного зростання шляхом переходу від конкурентоспроможності, яка базується на низькій вартості робочої сили та «слабкій» валюті, до такої, що передбачає розбудову ринкової та інформаційної інфраструктури країни, ускладнення якісних і кількісних характеристик попиту та відповідність їм внутрішньої пропозиції, розвиток здатності підприємств до пошуку і впровадження нових форм виробництва та збуту продукції.

Щодо цінової форми конкурентоспроможності, то вона робить можливим оцінку стану конкурентноздатності країни за допомогою тих чи інших вартісних показників.

По суті вартісним показником конкурентоспроможності є платіжний баланс, динаміка і пропорції якого краще всього виявляються в динаміці валютного курсу.

Таким чином, проблема підвищення конкурентоспроможності національної економіки тісно пов'язана з питаннями організації у країні внутрішнього валютного ринку та прогнозуванням валютного курсу. Одним із найбільш важливих напрямів є проведення центральним банком відповідної валютно-курсової політики, яка може бути спрямованою на стимулювання експорту та зростання виробництва, або навпаки сприяє імпортному насиченню країни. Не є виключенням і Національний банк України, який регулюючи валютний ринок та впливаючи на процес формування валютного курсу та його динаміку, переслідує певні цілі, у тому



числі і стратегічні для країни [106, 115, 118].

Центральне місце, яке посідає реальний ефективний обмінний курс (РЕОК) серед інструментів коригування рівня конкурентоспроможності виробництва, обумовлюється формулою його обчислення. Індекс оберненої величини реального ефективного валютного курсу у світовій практиці вважається одним із найбільш адекватних індикаторів цінової конкурентоспроможності товарів.

На конкурентоспроможність національної економіки валютний курс має прямий вплив через цінові чинники, а також через інфляційні очікування економічних суб'єктів щодо встановлення підприємствами індивідуальних цін. Із формули визначення реального ефективного валютного курсу випливає, що рівень цінової конкурентоспроможності національних товарів може підвищитися у наступних випадках:

- зростання рівня зовнішніх цін;
- зниження внутрішніх цін;
- девальвації національної грошової одиниці.

Цінова динаміка як на світових, так і на внутрішніх ринках залежить від комплексу чинників, який складно змінити. Тому в регулятивній практиці перевага віддається використанню девальвації національної грошової одиниці. Вплив валютного курсу на ціни забезпечує короткострокове, але досить відчутне посилення цінової конкурентоспроможності, яке тимчасово усуває потребу у підвищенні якості продукції. Тривалий позитивний ефект від набутих конкурентних переваг може не виявитися, якщо обмеженість фінансових ресурсів не дасть змоги сконцентруватися на довгострокових аспектах конкурентоспроможності.

Таким чином, девальвація за своєю суттю є протекціоністським заходом, який обмежує конкуренцію на внутрішньому ринку і надає національним товаровиробникам штучні цінові переваги. Натомість політика «сильної» валюти підвищує стимули до ефективнішого виробництва, передусім – збільшення продуктивності праці та віддачі на капітал. Оскільки



політика економічного зростання навіть за орієнтації розвитку на зовнішні зв'язки вимагає підтримки ефективного конкурентного середовища всередині країни, важливим завданням є встановлення обмінного курсу на оптимальному рівні для збалансування експортно-імпортних потоків [89, 154].

Як свідчать результати розрахунків фахівців Національного банку й Інституту економічного прогнозування НАН України, основним фактором, що визначає зміну реального ефективного обмінного курсу гривні, є процес номінального (офіційного) курсоутворення (рис. 3.4).

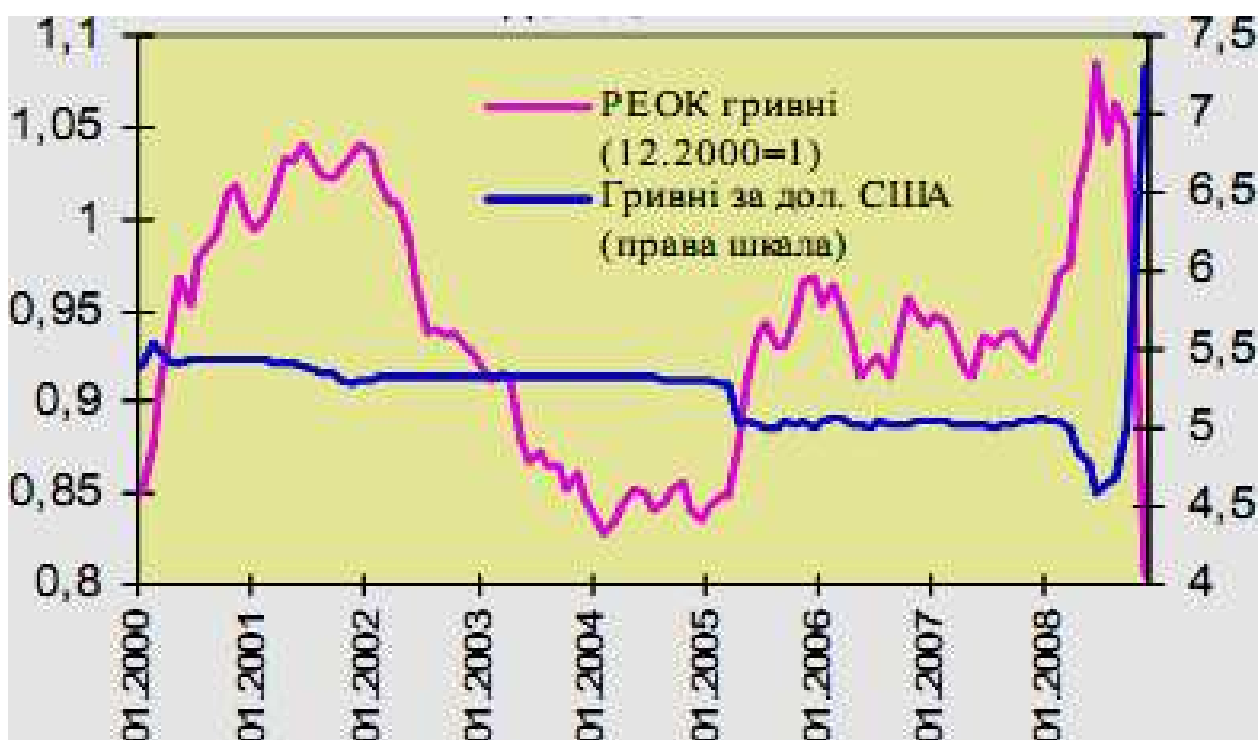


Рис. 3.4. Динаміка офіційного та реального ефективного курсу у 2000-2008 рр. [281]

Накопичення девальваційного резерву спонукало до визначення його параметрів, за яких би зберігалися цінові переваги вітчизняних виробників-експортерів, але не стримувалися б необхідні структурні зрушення в економіці держави. У сучасній методології макроекономічного аналізу найадекватнішим інструментом порівняння цінових переваг однієї країни порівняно з іншими є співвідношення курсів їхніх валют за двома основними



напрямами:

- за паритетом купівельної спроможності валюти;
- за реальним обмінним курсом.

Таким чином, якщо цінова конкурентоспроможність (величина, що є оберненою до реального ефективного обмінного курсу) є відносним показником і вказує лише на динаміку цінових переваг щодо певного обраного періоду, то різниця між паритетним та обмінним курсами демонструє глибину цих переваг. У країнах, де величина паритету купівельної спроможності нижче за поточний обмінний курс, офіційний валютний курс є заниженим порівняно з внутрішньою купівельною спроможністю валюти.

Так, за офіційними результатами міжнародних зіставлень валового внутрішнього продукту за 1999 рік, один долар США коштував в Україні за паритетом купівельної спроможності 71 коп., що становило лише 17% від офіційного обмінного курсу. Якби паритетний курс більше зблизився з обмінним, то за наявної структури вітчизняного виробництва і відповідних виробничих потужностей з великою матеріало- та енергоємністю, низьким рівнем продуктивності праці, українські виробники втратили б необхідні цінові переваги, внутрішній ринок заповнився б імпортними товарами, а експорт – кардинально скоротився б з усіма негативними наслідками для економіки України.

Таким чином, паритетний курс коливається щодо обмінного під впливом економічного зростання не лише в одній країні, а й в інших країнах, і є відносним. Відтак наближення паритетного курсу до офіційного має відбуватися за умови наближення рівня життя в даній країні до рівня життя в розвинутих країнах світу.

При обґрунтуванні валютно-курсової політики держави важливо враховувати не лише автономне зростання в ній рівня життя, а й ступінь його наближення до рівня розвинутих країн. Це означає: якщо ступінь відставання України від розвинутих та успішно трансформованих країн залишатиметься



незмінним, її економіка існуватиме за рахунок лише цінових переваг. Якщо ж стратегічною метою є досягнення якісних змін в економіці (результатом чого буде поліпшення життєвого рівня населення відносно розвинутих країн), то на перший план виходить необхідність підвищення загальної економічної продуктивності та реалізації відповідної валютної та цінової політики, які сприятимуть прогресивним структурним змінам в економіці.

За даними Звіту про глобальну конкурентоспроможність у 2008 році Всесвітнього економічного форуму Україна серед 134 країн світу посіла 72 місце (Російська Федерація – 51, Польща – 53, Латвія – 54, Угорщина – 62, Казахстан – 66, Румунія – 68, Азербайджан – 69).

Як і раніше, інституціональні проблеми залишаються основною перешкодою для поліпшення конкурентоспроможності України (115 місце).

Слабкими сторонами України порівняно з іншими країнами є: витрати в аграрному секторі (132), інфляція (127), ефективність податкової системи (127), витрати на персонал, окрім заробітної плати (125), захист прав власності (123), регулювання фондового ринку (120), якість автомобільних доріг (120), незалежність судової системи (119), етична поведінка фірм (118), захист інтелектуальної власності (114), прозорість прийняття рішень державними службовцями (114), дієвість аудиторських та бухгалтерських стандартів (113), торговельні бар'єри (113), стійкість банків (112), обмеження на рух капіталу (110), обтяжливість митних процедур (109), ставка податків (107), дієвість захисту інвесторів (107), довіра громадян до політиків (101) (рис. 3.5).

Щодо впливу політики обмінного курсу на стан платіжного балансу, то він, крім усього вищезазначеного, визначається режимом курсоутворення, який діє в країні: вільне плавання або фіксований курс з усіма їх різновидами. За цим критерієм розрізняють два основні напрями впливу валютно-курсової політики на рівновагу платіжного балансу [115, 157].

Якщо режим курсоутворення передбачає вільне плавання обмінного курсу національної валюти, то рівновага платіжного балансу встановлюється



Рис. 3.5. Світовий рейтинг (місце) України в розрізі складових конкурентоспроможності [281]

автоматично. Якщо валютна політика держави в особі центрального банку не передбачає здійснення інтервенцій на валютному ринку, а обмінний курс змінюється автоматично, під впливом попиту і пропозиції, то це автоматично корегує дефіцити й активи платіжного балансу, завдяки чому досягається рівновага.

Водночас цей механізм встановлення рівноваги має певні недоліки.

Так, ревальвація, зокрема, обмежує можливості стимулювання експортного потенціалу і за умов значного рівня інтеграції національної економіки у світове господарство може спричинити спад у деяких галузях і секторах вітчизняного виробництва. Девальвація, навпаки, може спричинити зниження внутрішньої цінової стабільності, обмежити стимули для іноземних інвестицій і підірвати довіру до валютної політики центрального



банку як усередині країни, так і за кордоном. Водночас наявність певної інерції у русі валютних потоків за зовнішньоекономічними операціями може призвести до того, що ефект від девальвації може не позначитися на сальдо платіжного балансу, або навіть на початкових етапах може виявитись протилежним до очікуваного. Це пов'язано з тим, що експортерам потрібен час для того, щоб збільшити обсяги виробництва, а імпортерам – щоб скоротити кількість нових контрактів.

Потрібно зазначити, що чим вищий рівень інтеграції національної економіки у світове господарство і ступінь участі країни у міжнародному поділі праці, тим менша еластичність обсягів імпорту у відповідь на зміну валютно-курсової динаміки, оскільки зростає частка товарів, ввезення яких із-за кордону є об'єктивно необхідним (адже вони не виробляються всередині країни у зв'язку з міжнародним поділом праці).

Якщо режим курсоутворення в країні передбачає підтримання фіксованого обмінного курсу на певному рівні, то рівновага платіжного балансу не може встановлюватись автоматично, а потребує втручання з боку держави. У цьому разі валютна політика центрального банку спрямована на підтримання рівноваги платіжного балансу шляхом операцій з офіційними валютними резервами.

При дефіциті платіжного балансу центральний банк, щоб не допустити девальвації національної валюти (оскільки зростає попит на іноземну валюту для оплати імпорту), скорочує офіційні валютні резерви, збільшуючи пропозицію іноземної валюти на внутрішньому ринку. Таким чином запаси іноземної валюти в центрального банку зменшуються, оскільки за їх рахунок фінансується дефіцит платіжного балансу, що приводить його у стан рівноваги. Така операція є по суті аналогічною до збільшення експорту – збільшуються надходження іноземної валюти на внутрішній ринок.

У разі активного сальдо платіжного балансу центральний банк, щоб не зміцнення курсу національної валюти, нарощує офіційні валютні резерви, викупуваючи іноземну валюту і тим самим зменшуючи її пропозицію на



внутрішньому ринку. Таким чином, додаткові надходження іноземної валюти в країну поповнюють офіційні резерви центрального банку. Ця операція є аналогічною до імпорту, оскільки зменшує обсяги іноземної валюти на внутрішньому валютному ринку.

Результат операцій з офіційними валютними резервами разом із сальдо рахунку поточних операцій і рахунку операцій з капіталом і фінансових операцій має дорівнювати нулю.

Використовуючи протягом останніх років політику фіксованого курсу гривні до долара США Національний банк України активно здійснював і продовжує здійснювати валютні інтервенції для підтримання курсової стабільності. При цьому, як уже зазначалося, центральне місце серед інструментів впливу на конкурентоспроможність національної економіки та стан платіжного балансу посідає індекс реального ефективного обмінного курсу.

Так, зокрема, кумулятивне укріплення РЕОК у 2005 – червні 2008 років суттєво погіршило динаміку показників зовнішньої торгівлі (уповільнило збільшення експорту, стимулювало неприпустимо високі темпи зростання споживання за рахунок імпорту).

Разом з тим, основним чинником зростання імпорту був не РЕОК, а суттєве пожвавлення внутрішнього попиту, стимульованого експансивною фіскальною політикою. Різке знецінення РЕОК у липні – грудні 2008 року (до рівня 1995 року) відновило цінову конкурентоспроможність українських виробників на високому рівні. Укріплення РЕОК гривні різко прискорилось у 2005 році і, після періоду відносної стабільності у 2006-2007 роках, у січні-червні 2008 року у розрізі країн – основних торговельних партнерів (ОТП) РЕОК ревальвував передусім, за рахунок реальних обмінних курсів гривні до євро та долара США.

Режим підтримання стабільного обмінного курсу гривні відносно долара США стримував ревальвацію РЕОК. Долар США знецінювався з 2002 року на світових валютних ринках, зокрема, відносно євро на 46,5% – з

максимуму 0,8582 дол. США за євро 31 січня 2002 року до мінімуму 1,6037 дол. США за євро 15 липня 2008 р. Відповідно, номінальний ефективний обмінний курс систематично робив внесок у девальвацію РЕОК, за винятком 2005 року.

Водночас укріплення РЕОК з 2004 року відбувалося переважно за рахунок перевищення рівня інфляції в Україні порівняно з країнами – партнерами. Кумулятивно (за період 2004 – червень 2008 року) це нівелювало внесок обмінного курсу у девальвацію, який забезпечувався завдяки стабільності гривні до долара США. Кумулятивне укріплення РЕОК за період з грудня 2004 року по червень 2008 року склало 30,1%. Разові ревальвації обмінного курсу гривні, здійснені НБУ (з 5,30 грн. за 1 дол. США до 5,05 грн. за 1 дол. США у квітні 2005 року та, надалі, до 4,85 грн. за 1 дол. США у червні 2008 року), забезпечували компромісне рішення між підтриманням конкурентоспроможного обмінного курсу та прискоренням інфляції.

Прискорене зростання заробітної плати в Україні, в свою чергу, призводило до втрати конкурентних переваг. Реальний обмінний курс гривні, скоригований на відносні темпи зростання продуктивності праці та заробітної плати в Україні, порівняно з аналогічним показником країн – ОТП, (РЕОК на базі питомих витрат із розрахунку на одиницю робочої сили – REER\_ULC) зростав вищими темпами, ніж РЕОК гривні на базі індексу споживчих цін (REER\_CPI).

Внаслідок суттєвих темпів реального укріплення станом на червень 2008 року звузився запас конкурентоспроможності відносно максимального післякризового рівня у грудні 2001 року (до 4,3%). Мінімальний посткризовий рівень (у грудні 1999 року) було перевищено на 28,6%. Разом з тим, абсолютний максимум (докризовий рівень цього показника у грудні 1997 року) не перевищувався (-17,1%).

Вичерпання післякризового запасу цінової конкурентоспроможності за рахунок прискорення інфляції в Україні, серед інших чинників, негативно



позначилось на зростанні від'ємного сальдо торговельного балансу України (за рахунок уповільнення зростання експорту та прискорення імпорту). Так, загальне сальдо зовнішньоторговельного балансу України та сальдо з країнами ЄС виявляли тенденцію до погіршення одночасно з ревальвацією РЕОК та реального обмінного курсу гривні до євро. З іншого боку, конкурентоспроможний реальний обмінний курс гривні до російського рубля сприяв стійкому зростанню обсягів експорту в Росію.

Загальне сальдо торговельного балансу у відсотках до ВВП набуло від'ємного значення з 2006 року (-2,8% та -5,4% відповідно у 2006 та 2007 роках, -7,7% – за січень-листопад 2008 року) (рис. 3.6).



Рис. 3.6. Динаміка РЕОК гривні та зовнішньоторговельного балансу України [281]

При цьому сальдо за вирахуванням енергоносіїв та металів утримувалось від'ємним з 2004 року при суттєвому погіршенні у 2006-2007 роках (відповідно -8,7% та -3,2%). Це вказує на неприпустимо високий рівень споживання за рахунок імпорту.

Обсяги експорту у відсотках до ВВП зменшувались з максимальних

77% у першому кварталі 2000 року до 39% у третьому кварталі 2008 року (рис. 3.7).

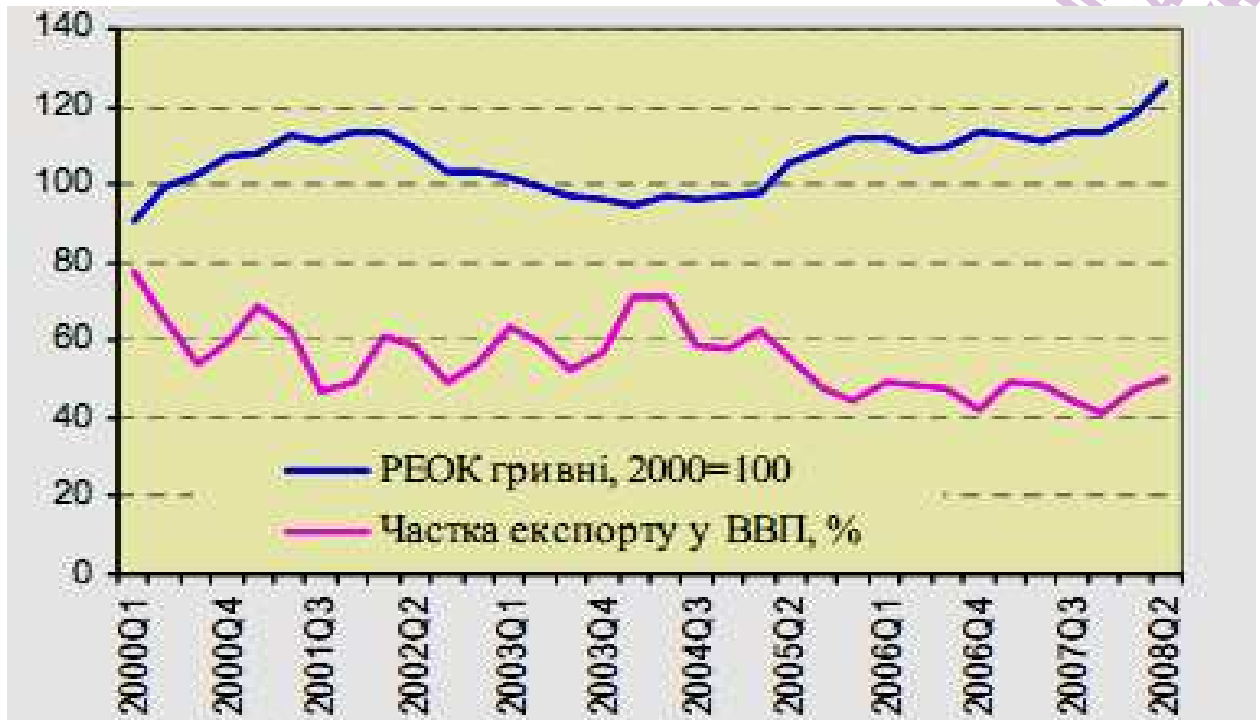


Рис. 3.7. Динаміка РЕОК гривні та частки експорту товарів та послуг у ВВП

Різке знецінення РЕОК (до рівня 1995 року) за рахунок девальвації гривні до валют основних країн-партнерів у липні-грудні 2008 року відновило цінову конкурентоспроможність. Збільшились існуючі запаси відносно критичних рівнів цього показника. На поточний момент це є важливим, оскільки конкурентоспроможність експортних галузей (особливо, хімічної) погіршиться в умовах переходу України на світові ціни на газ [87, 154, 330].

Різка реальна девальвація гривні з серпня 2008 року може чинити тиск на подорожчання реального обмінного курсу гривні у подальшому. При цьому органи монетарної політики повинні вирішувати, чи це буде відбуватися за рахунок номінального подорожчання гривні, за рахунок зростання цін або комбінації обох цих процесів.



### Висновки до розділу 3

1. Обґрунтовано, що однією з найважливіших стратегічних цілей валютної політики держави є забезпечення зовнішньоекономічної рівноваги, що передбачає передусім підтримання рівноваги платіжного балансу. Тому важливим напрямом діяльності центрального банку країни у процесі реалізації валютної політики є складання платіжного балансу та регулювання його сальдо, яке є кількісним і якісним вартісним вираженням масштабів, структури і характеру зовнішньоекономічних операцій країни та її участі у світовому господарстві. При цьому визначено, що сучасний платіжний баланс є важливим джерелом даних для розробки основних засад валютної, грошово-кредитної, зовнішньоекономічної політики держави, оцінки перспектив щодо участі країни у міжнародному поділі праці і її позицій на світових ринках.

2. Проведений у роботі аналіз динаміки платіжного балансу України за останні 9 років дозволив виявити різноспрямовані тенденції щодо динаміки його основних статей, що надало можливість виділити наступні періоди: 1) 2000-2004 рр. (характеризувався активним сальдо торгового балансу); 2) 2005-2008 рр. (характеризувався позитивним сальдо рахунку операцій з капіталом та фінансових операцій).

3. Встановлено, що протягом першого періоду позитивна динаміка сальдо рахунку поточних операцій була зумовлена наступними чинниками: 1) збільшенням експорту товарів за рахунок сприятливої кон'юнктури ринків чорних металів, хімічної продукції та зростання експорту машинобудівної продукції; 2) зростанням експорту послуг, насамперед за рахунок збільшення обсягів транспортних послуг (залізничного, повітряного, трубопровідного); 3) збільшенням поточних трансфертів за рахунок зростання приватних грошових переказів та переказів тих, хто працює за кордоном. Від'ємне сальдо фінансового рахунку за цей період було зумовлене значними

виплатами за статтею “Портфельні інвестиції”, зокрема, за облігаціями зовнішньої державної позики, а також збільшенням іноземних активів і негативного сальдо за статтею “Інші інвестиції”.

4. Виявлено, що протягом другого періоду сальдо поточного рахунку платіжного балансу України формувалося з дефіцитом, що на кінець 2008 р. в досяг 6,7 % ВВП. Щодо рахунку операцій з капіталом і фінансових операцій, то починаючи з другої половини 2005 р., коли Україна була визнана країною з економікою ринкового типу, потоки капіталу в країну різко зросли. Це призвело до суттєвого тиску на зміцнення обмінного курсу гривні при погіршенні сальдо поточного рахунку. НБУ з метою підтримання рівня цінової конкурентоспроможності був змушений утримувати обмінний курс долара США до гривні на стабільному рівні.

5. У дисертаційній роботі обґрунтовано, що вартісним показником зовнішньої конкурентоспроможності України є її платіжний баланс, динаміка і пропорції якого формують волатильність обмінного курсу. При цьому визначено, що центральне місце серед інструментів коригування рівня цінової конкурентоздатності вітчизняної економіки посідає індекс РЕОК гривні, що зумовлює необхідність підтримання відповідності між його динамікою та значенням офіційного валютного курсу.

6. Визначено, що кумулятивне укріплення індексу РЕОК за період з грудня 2004 р. по червень 2008 р. склало 30,1 %. При цьому індекс РЕОК гривні, скоригований на відносні темпи зростання продуктивності праці та заробітної плати в Україні, порівняно з аналогічним показником країн – основних торговельних партнерів (РЕОК на базі питомих витрат із розрахунку на одиницю робочої сили – REER ULC) зростав вищими темпами, ніж РЕОК гривні на базі індексу споживчих цін (REER CPI). Внаслідок високих темпів реального укріплення станом на червень 2008 р. зменшився запас конкурентоспроможності відносно максимального післякризового рівня у грудні 2001 р. (до 4,3 %).

7. Обґрунтовано, що різке знецінення індексу РЕОК (до рівня 1995 р.)

за рахунок девальвації гривні у липні-грудні 2008 р. відновило цінову конкурентоспроможність і суттєво збільшило існуючі запаси відносно критичних рівнів цього показника, що є винятково важливим, оскільки конкурентоспроможність експортних галузей (особливо, хімічної та металургійної) погіршиться в умовах переходу України на світові ціни на газ. Аргументовано, що різка реальна девальвація гривні чинитиме тиск на подорожчання індексу РЕОК у майбутньому.

Основні результати розділу опубліковані в наукових статтях і монографіях [109, 112, 115, 116, 118, 119, 121, 126, 128, 131, 133, 159].



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

Higher Educational Institution  
“UKRAINE”  
ACADEMY OF BANKING  
NATIONAL BANK OF UKRAINE

## РОЗДІЛ 4. МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ ЗОЛОТОВАЛЮТНИМИ РЕЗЕРВАМИ ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКУ

### 4.1. Формування та управління міжнародними резервами країни як невід’ємна складова її валютної політики

В умовах трансформації економічних та соціальних процесів в Україні, формування та розвитку банківської системи винятково важливого значення набуває посилення ролі центрального банку країни як провідника грошово-кредитної політики. Виконання основної функції Національного банку України – забезпечення стабільності національної валюти – зумовлює об’єктивну потребу у формуванні та управлінні золотовалютними резервами.

Управління золотовалютними резервами країни є органічною складовою валютної політики центрального банку, що безпосередньо впливає на можливості ефективного використання ним основних інструментів валютного регулювання, зокрема девізної політики, встановлення режиму валютного курсу, регулювання сальдо платіжного балансу та інших. Від величини резервів, їх якісного складу залежить не лише забезпеченість міжнародних розрахунків країни необхідним обсягом платіжних засобів, але й стабільність внутрішнього грошового обігу і динаміка основних макроекономічних параметрів, що безпосередньо пов’язані зі змінами валютного курсу та підтриманням рівноваги платіжного балансу. Тому управління офіційними золотовалютними резервами країни є необхідним елементом валютної політики держави, що здійснюється центральним банком.

Проблема управління золотовалютними резервами є новою для незалежної України. За часів Радянського Союзу управління золотовалютними резервами здійснювалося централізовано Державним





банком СРСР та Зовнішекономбанком СРСР [133, 163].

Таким чином, Національний банк України самостійно почав формувати механізм управління золотовалютними резервами. Нині постала необхідність систематизувати накопичений досвід, виявити основні тенденції та закономірності сучасної практики управління золотовалютними резервами в провідних центральних банках світу, визначити методи, інструменти, обґрунтувати теоретичні та практичні підходи до вдосконалення механізму управління золотовалютними резервами Національного банку України. Актуальність цього питання значно підвищується у зв'язку з безперервним поступальним розвитком світового фінансового ринку, зростанням складності, комплексності фінансових інструментів та рівня ризиків.

Як свідчить світовий досвід, недостатня увага центральних банків до питань управління золотовалютними резервами може призвести до значних фінансових втрат, які не тільки зменшують обсяг золотовалютних резервів, але й негативно впливають на авторитет центрального банку як провідника грошово-кредитної політики країни.

У дисертаційній роботі розглянуто деякі визначення та тлумачення поняття «золотовалютні резерви».

Золотовалютні резерви – частина національного багатства країни, що перебуває під контролем органів грошово-кредитного управління (центрального банку), складається з міжнародних резервних активів і призначена для прямого та непрямого регулювання платіжного дисбалансу шляхом проведення валютних інтервенцій та (або) інших цілей [163].

Золотовалютні резерви – це запаси іноземних фінансових активів та золота, які належать державі і перебувають у розпорядження органів грошово-кредитного регулювання і можуть бути реально використані на регулятивні та інші потреби, що мають загальноекономічне значення [208].

У своєму підручнику «Центральний банк та грошово-кредитна політика» професор А.М. Мороз дає наступне визначення: «золотовалютні резерви – запаси резервних активів, які можуть використовуватися для

здійснення міжнародних розрахунків країни, виплат за борговими зобов'язаннями як перед урядовими установами, так і комерційними та фінансовими структурами інших держав та міжнародних фінансових організацій» [283, с. 157].

Згідно з Законом України «Про Національний банк України» золотовалютний резерв – резерви України, відображені у балансі Національного банку України, що включають в себе активи, визнані світовим співтовариством як міжнародні і призначені для міжнародних розрахунків [250].

О.В. Дзюблюк у підручнику «Валютна політика» визначає офіційні золотовалютні резерви як «державні валютні активи, що включають золото та міжнародні платіжні засоби і можуть бути використані для міжнародних розрахунків та погашення зовнішніх боргів» [89, с. 326].

Поняття офіційних золотовалютних резервів часто ототожнюється з поняттям міжнародної валютної ліквідності, тобто здатністю країни забезпечувати своєчасне погашення своїх міжнародних зобов'язань прийнятними для кредитора платіжними засобами.

Основною характерною ознакою офіційних золотовалютних резервів є те, що їх власником виступає держава (звідси і назва – офіційні). На практиці ці резерви перебувають у розпорядженні визначених законодавством органів державної влади, до яких належать центральні банки, міністерства фінансів (казначейства), валютні управління, стабілізаційні валютні фонди.

При цьому в більшості країн можливі два основні варіанти управління золотовалютними резервами з боку державних регулятивних органів:

- по-перше, розпорядником золотовалютних резервів є центральний банк країни, який має достатній рівень самостійності у прийнятті рішень щодо визначення структури і напрямів використання коштів;
- по-друге, розпорядником золотовалютних резервів є міністерство фінансів, а центральний банк виконує лише технічні функції за дорученням міністерства щодо використання резервів.



В Україні діє саме перший підхід щодо формування і розпорядження золотовалютними резервами. Так, згідно зі ст. 7 Закону «Про Національний банк України» саме на центральний банк нашої держави покладено повноваження щодо накопичення та зберігання золотовалютних резервів та здійснення операцій з ними та банківськими металами [250].

Те ж саме визначається і статтею 11 Декрету Кабінету Міністрів України «Про систему валютного регулювання і валютного контролю», згідно з якою Національний банк України «нагромаджує, зберігає і використовує резерви валютних цінностей для здійснення державної валютної політики» [248].

Необхідність формування офіційних золотовалютних резервів визначається такими основними потребами:

- забезпечення міжнародних торгово-економічних і кредитно-фінансових відносин, що здійснюються на рівні держав, належною кількістю платіжних засобів;
- покриття дефіциту платіжного балансу;
- проведення девізної політики центральним банком через валютні інтервенції на ринку.

Зазначені чинники відображають по суті й функції, які виконують офіційні золотовалютні резерви у процесі організації міжнародних валютних відносин:

- засіб утворення ліквідних коштів (для зовнішніх розрахунків);
- засіб міжнародних платежів (для фінансування негативного сальдо платіжного балансу);
- засіб валютної інтервенції (для купівлі-продажу іноземних валют на ринку в обмін на національну).

Виконуючи ці функції, офіційні золотовалютні резерви по суті виступають гарантом стабільності національної грошової системи країни.

Згідно з вимогами МВФ, затвердженими 20 вересня 2001 р., офіційні



валютні резерви використовуються для вирішення наступних завдань:

- забезпечення довіри до політики щодо управління грошовими агрегатами й обмінним курсом, у тому числі до можливостей проведення інтервенцій з метою підтримання курсу національної валюти;
- обмеження впливу факторів зовнішньої вразливості за допомогою збереження ліквідних коштів в іноземній валюті для нейтралізації шоків під час кризових явищ;
- підтримання в учасників ринку впевненості у здатності держави виконувати свої зовнішні зобов'язання;
- демонстрація того, що національна валюта забезпечена зовнішніми активами;
- допомога уряду в задоволенні його потреб в іноземній валюті при виконанні зобов'язань за зовнішнім боргом;
- збереження резерву на випадок національних катастроф чи надзвичайних подій.

Важливим аспектом управління золотовалютними резервами є визначення їх оптимального рівня. Ця задача є досить нетривіальною, оскільки при визначенні необхідного обсягу золотовалютних резервів центральні банки або інші уповноважені особи враховують цілу низку мотивів та факторів, основні з яких і будуть розглянуті нижче.

На початку розгляду цієї проблеми варто зазначити, що ще у 1936 р. Дж. М. Кейнс сформулював три основні мотиви, які впливають на формування попиту на гроші:

- транзакційний мотив (transaction motive) або мотив ліквідності;
- мотив обережності (precaution motive);
- портфельний мотив (portfolio motive) або мотив диверсифікації заощаджень чи багатства [163, 164].

На думку автора, ці загальні мотиви можуть бути застосовані центральними банками для визначення необхідності утримання певного



рівня офіційних золотовалютних резервів.

Трансакційний мотив пов'язують із попитом на певний вид активу для здійснення платежів, проведення розрахунків та інших поточних цілей. Зокрема, попит суб'єктів господарювання, державних органів та установ на іноземну валюту для обслуговування імпорتنих операцій, здійснення платежів капітального характеру, проведення різних видів трансфертних платежів, обслуговування зовнішнього боргу формує так званий «трансакційний попит» на іноземну валюту.

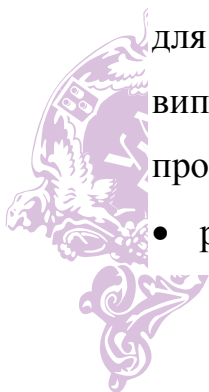
В економічно розвинених країнах трансакційний попит задовольняється на відкритому валютному ринку. З іншого боку, країни, що розвиваються, звичайно характеризуються деякими особливостями:

- нерозвинений валютний ринок;
- наявність певних обмежень на проведення валютних операцій;
- специфічний режим курсоутворення;
- обмежений доступ до позичкових ресурсів в іноземній валюті тощо.

Такі особливості не тільки призводять до досить відчутних дисбалансів попиту (пропозиції) іноземної валюти протягом фінансового року, але й перешкоджають автоматичному згладжуванню таких дисбалансів, покладаючи дану функцію практично виключно на золотовалютні резерви. В такій ситуації трансакційний попит може значно перевищувати пропозицію іноземної валюти, особливо в умовах дії фіксованого режиму валютного курсу. Наявність жорсткого валютного контролю у деяких країнах призводить також до підвищення важливості офіційних золотовалютних резервів для збалансування попиту та пропозиції іноземної валюти.

Мотив обережності передбачає створення резервів певного виду активу для запобігання виникненню невизначеностей у майбутньому. В нашому випадку є декілька основних ризиків, якими управляє центральний банк в процесі своєї діяльності:

- ризик дефолту країни;



- курсовий ризик.

Ризик дефолту полягає у можливості несвоєчасного проведення міжнародних платежів, найчастіше з обслуговування зовнішнього державного боргу, внаслідок нестачі іноземної валюти. При цьому цей ризик тісно пов'язаний із трансакційним мотивом, особливо коли обслуговування головного державного фіскального агента покладено на комерційні банки.

Основним інструментом управління курсовим ризиком для центрального банку є валютні інтервенції. Індустріально розвинені країни та країни з фіксованим режимом валютного курсу розглядають золотовалютні резерви саме як джерело проведення валютних інтервенцій.

Сутність портфельного мотиву полягає в оптимізації співвідношення дохід/ризик для різних фінансових та нефінансових активів. На наш погляд, цей мотив звичайно не має великого впливу на рівень офіційних золотовалютних резервів центрального банку. Скоріше за все, портфельний мотив, головним чином, впливає на склад резервів.

Крім того, мотив диверсифікації заощаджень при деяких обставинах може відігравати суттєву роль у визначенні оптимального рівня золотовалютних резервів. Найчастіше такі обставини пов'язані з певними особливостями валютного контролю, зобов'язаннями центрального банку регулювати рівень валютного ризику для країни в цілому тощо. При збільшенні зовнішнього боргу центральний банк може, відповідно, збільшити валові золотовалютні резерви, особливо у випадках, коли він стурбований підтриманням або укріпленням кредитоспроможності країни.

Основні фактори, які впливають на визначення оптимального або необхідного розміру золотовалютних резервів, проілюстровано на рис. 4.1.

Крім того, центральний банк при виборі оптимального рівня резервів не може не враховувати політичні, макроекономічні та інші фактори.

Як правило фактичний рівень золотовалютних резервів досить суттєво відрізняється від рівня, який офіційно визнано необхідним. Тому поняття «оптимальний рівень золотовалютних резервів» необхідно сприймати не як





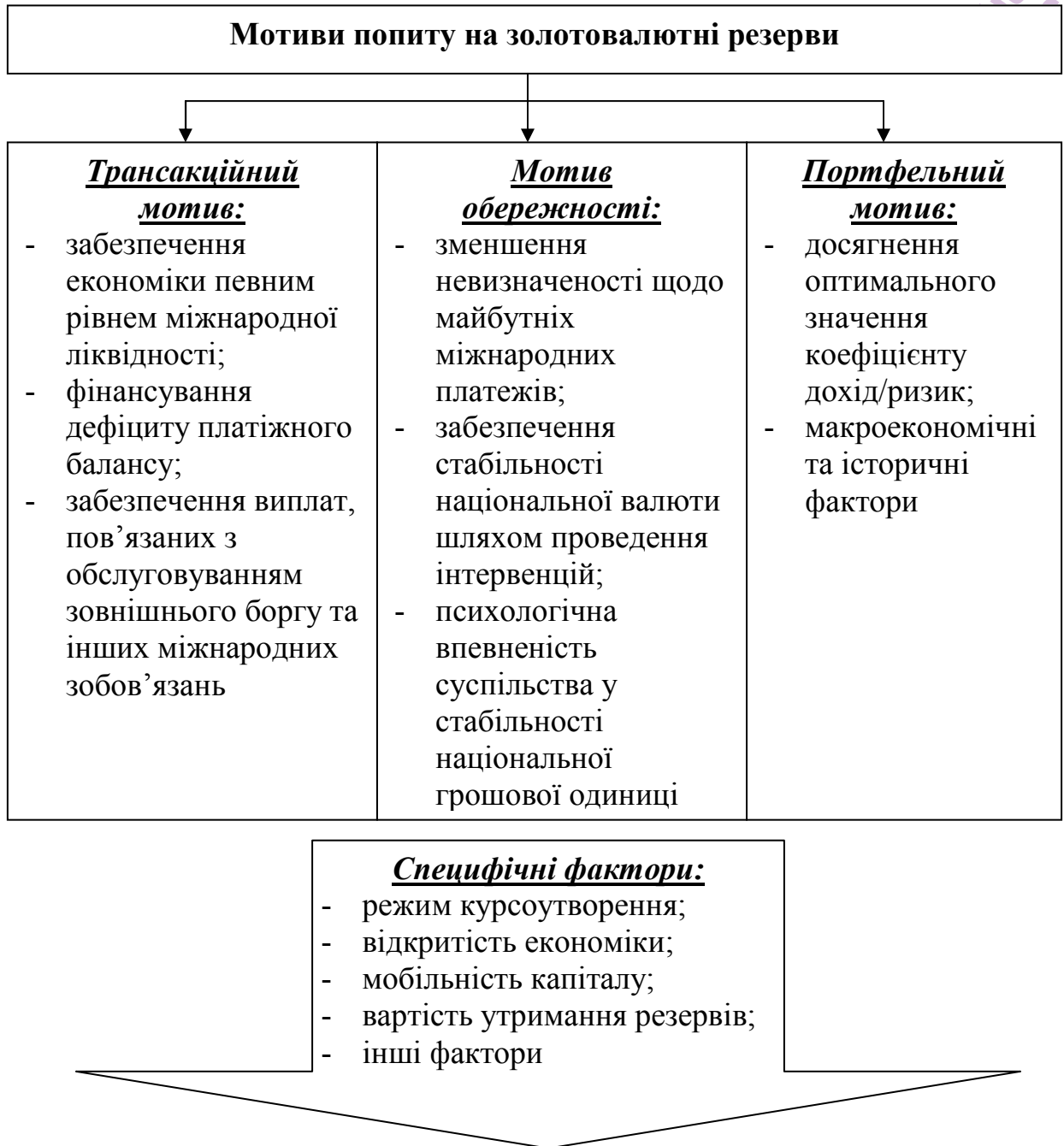


Рис. 4.1. Мотиви та фактори визначення оптимального рівня золотовалютних резервів [163]

чітко заплановану величину, а, скоріше, як середньо- чи довгострокову ціль, навколо якої фактичний рівень резервів може коливатись у певних межах.

Зазвичай у більшості країн світу центральні банки намагаються втримувати такий обсяг офіційних золотовалютних резервів, який би давав можливість тримати під контролем динаміку обмінного курсу національної валюти у разі негативного розвитку подій на валютному ринку. Адже різка

девальвація національної грошової одиниці внаслідок недостатності валютних коштів може зумовити кризу міжнародної валютної ліквідності країни, тобто її неспроможність виконувати свої зовнішні платіжні зобов'язання. Тому для уникнення таких негативних явищ потрібно у процесі реалізації валютної політики враховувати всі можливі фактори, які можуть істотно впливати на стан золотовалютних резервів країни.

Основні чинники, що визначають динаміку офіційних валютних резервів:

1. Стан розвитку національного господарства і масштаби зовнішньоекономічної діяльності – фактор, що визначає інтенсивність потоків валютних коштів з урахуванням експортного потенціалу країни та її участі у міжнародному поділі праці. Чим більшою є ця участь, чим динамічніше розвиваються експортоорієнтовані галузі виробництва, тим більшими можуть бути валютні резерви з огляду на приплив валютної виручки в країну.
2. Величина зовнішнього боргу – це фактор, що визначає необхідний обсяг резервів для підтримання високого рівня міжнародної валютної ліквідності для щорічного обслуговування зовнішньої заборгованості шляхом виплати сум основного боргу і процентів за ним.
3. Темпи інфляції в країні, що визначають рівень внутрішнього знецінення національної грошової одиниці та ймовірність поступового вичерпання офіційних золотовалютних резервів. За умови здешевлення національної валюти дорожчає імпорт, що зумовлює збільшення попиту на іноземну валюту на внутрішньому ринку, а відтак ще більше витрачання валютних резервів центральним банком для уникнення кризи.
4. Чинний режим валютного курсу національної валюти визначає динаміку золотовалютних резервів залежно від використання фіксованого або плаваючого режиму. За інших рівних обставин у країнах, де діє фіксований обмінний курс, центральний банк потребує більших обсягів валютних резервів для забезпечення згладжування курсових коливань



шляхом проведення девізної політики. Плаваючий режим валютного курсу передбачає менші обсяги валютних резервів з огляду на менші масштаби втручання центрального банку у функціонування валютного ринку.

5. Стан платіжного балансу, тобто наявність активного сальдо або дефіциту, є фактором, який свідчить про можливість додаткового нагромадження або витрачання золотовалютних резервів як засобу остаточного врегулювання сальдо.
6. Міжнародний рух капіталів, який впливає на переміщення валютних коштів з країни в країну, що зумовлює зміни кон'юнктури на внутрішньому валютному ринку, а відтак і дії центрального банку з нагромадження або витрачання валютних резервів. Зростання валютних резервів може бути пов'язане з припливом іноземних капіталів у країну. Однак цей процес має і свої негативні наслідки. Зокрема, у країнах Південно-Східної Азії (Індонезія, Таїланд, Південна Корея) восени 1997 р. значний вплив іноземного капіталу призвів до валютної кризи і змусив уряд цих країн витратити значні обсяги нагромаджених валютних резервів. Те саме спостерігалось в Україні в 1998 р.
7. Валютні обмеження, що діють у країні, визначають можливості доступу економічних агентів країни до міжнародних фінансових ринків. Чим ширшими є ці можливості, тобто чим ліберальніші умови валютного регулювання і валютного контролю, тим меншими у разі необхідності можуть бути потреби звертатися на внутрішній валютний ринок, а відтак меншими є витрати офіційних золотовалютних резервів, спрямованих на задоволення внутрішнього попиту і згладжування коливань кон'юнктури ринку. І навпаки, чим обмеженішим є доступ на зовнішні ринки запозичень, тим більшими мають бути обсяги золотовалютних резервів для уникнення різких коливань попиту і пропозиції на валютному ринку.

Врахування всіх факторів, що впливають на стан і обсяги офіційних золотовалютних резервів країни, є необхідним елементом валютної політики



для забезпечення адекватних дій центрального банку на внутрішньому і зовнішньому валютному ринках відповідно до реальних потреб і завдань розвитку національної економіки.

Необхідним елементом валютної політики центрального банку, пов'язаної з формуванням та управлінням офіційними золотовалютними резервами країни, є визначення їх оптимальної структури.

Структура офіційних золотовалютних резервів – це сукупність підібраних у певній пропорції валютних активів, використання яких дає змогу центральному банку забезпечувати регулятивний вплив на валютні відносини й організацію зовнішньоекономічної діяльності в країні [89].

Структура золотовалютних резервів значною мірою залежить від особливостей елементів чинної в певний історичний період міжнародної валютної системи, особливостей міжнародних розрахунків, ролі різних країн у світовій торгівлі та міжнародному поділі праці.

За умови Паризької валютної системи функціонування золотого стандарту зумовлювало формування центральними банками основної частки офіційних резервів саме у золоті, яке було не лише засобом міжнародних розрахунків, але й основним активом, що слугував забезпеченням внутрішнього банкнотного обігу в країні. Період дії Генуезької валютної системи поклав початок активнішому нагромадженню іноземних валют у структурі золотовалютних резервів – головним чином розмінних на золото девізів – долара США, англійського фунта стерлінгів та французького франка. Зі створенням Бреттон-Вудської валютної системи провідні позиції як у світовій торгівлі, так і в структурі валютних резервів більшості країн посів долар США. Однак ті зрушення, що відбулися у структурі світової економіки у післявоєнний період, призвели до перерозподілу частки різних країн у міжнародних торговельних операціях. Зростання ролі Західної Європи та Японії у світовій торгівлі об'єктивно позначилося і на структурі офіційних валютних резервів центральних банків різних країн. Йдеться про адекватні зміни, які стали відображенням багатовалютного стандарту



Ямайської валютної системи, що передбачало включення до складу золотовалютних резервів нарівні з долларом США найбільш стабільних європейських валют (німецької марки і швейцарського франка) та японської ени.

Сьогодні структура резервів центральних банків значною мірою визначається оцінкою перспектив економічного розвитку США та країн Центральної і Західної Європи (16 країн зони євро), що впливає на частку, відповідно, американського долара і євро у складі золотовалютних резервів. Загалом структура золотовалютних резервів країни і рівень її диверсифікації залежать від економічного становища 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.

У сучасних умовах структура офіційних золотовалютних резервів, що формуються центральними банками більшості країн світу, включає, як правило, чотири основні компоненти (рис. 4.2).

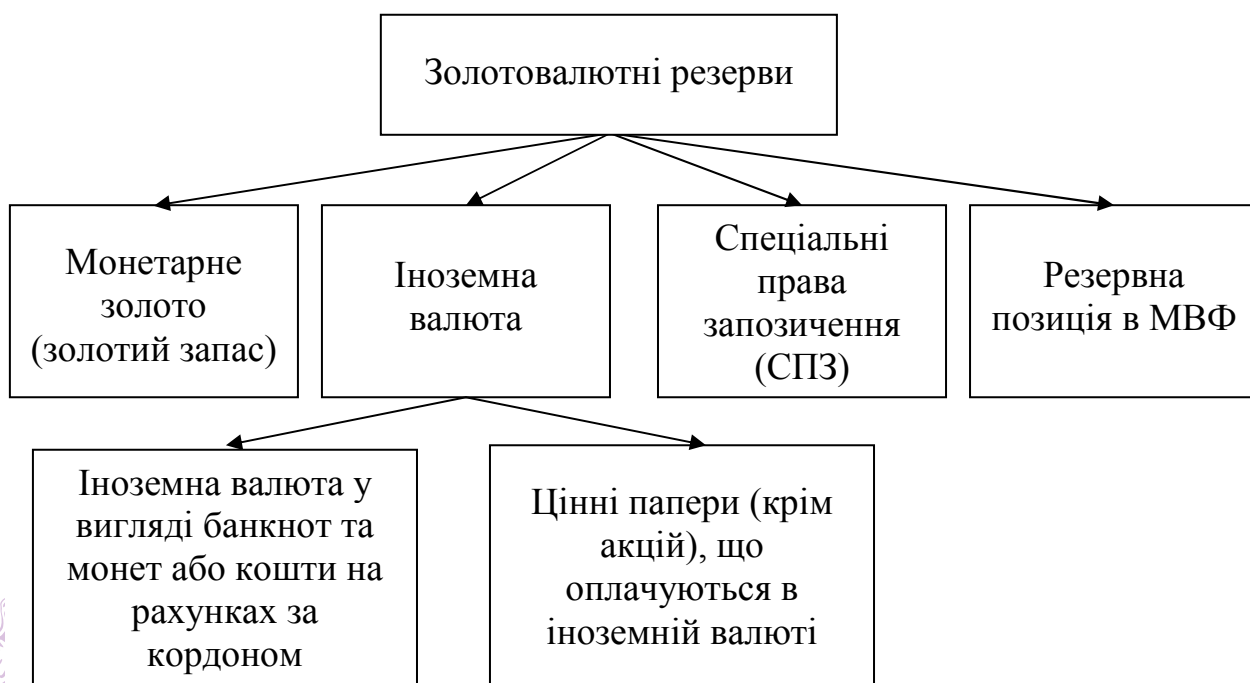


Рис. 4.2. Типова структура золотовалютних резервів [165]

Запаси іноземної валюти перебувають, як правило, у безготівковій

формі і зберігаються на кореспондентських рахунках і короткострокових депозитах у зарубіжних банках (МВФ, зокрема, визнає резервами активи, розміщені у центральних і закордонних першокласних комерційних банках), а також у формі різних цінних паперів, виражених у валюті, що обертаються на міжнародному фінансовому ринку. До цих паперів належать здебільшого казначейські векселі та урядові облігації як найбільш надійні види фондових інструментів. Певна частка запасів іноземної валюти може зберігатися також у вигляді готівки в касах центрального банку.

Резервна позиція в МВФ – це особлива форма активів, що означає право країни-члена автоматично отримувати від нього кошти в іноземній валюті у межах 25% квоти, а також суми, що раніше була надана в кредит Фонду. У зв'язку з тим, що квота в Міжнародному валютному фонді, яка визначає частку кожної країни в капіталі МВФ, на 75% вноситься у національній валюті, а на 25% – у вільно конвертованій валюті, визначеній Фондом, то саме на цю суму може претендувати країна як на кредит на першу вимогу без будь-яких застережень. Для використання цих коштів, на відміну від кредитів МВФ, не встановлюються часові обмеження і не потрібно попередньої згоди з боку Фонду. Отже резервна позиція в МВФ є по суті тим лімітом, у межах якого країна автоматично отримує від Фонду необхідну їй іноземну валюту.

Спеціальні права запозичення (СПЗ) – це компонент золотовалютних резервів, який складається із запасів коштів у емітованих МВФ міжнародних резервних і платіжних засобах, які розподіляються між країнами-членами пропорційно до їхніх квот. Угода про емісію СПЗ набула чинності 1 січня 1970 р. Їхнє основне призначення – регулювання сальдо платіжних балансів, поповнення офіційних резервів, вимірювання вартості національних валют та розрахунки з МВФ. СПЗ функціонують лише на міждержавному рівні у вигляді записів на спеціальних рахунках МВФ. Фактично, СПЗ – це штучна «колективна» грошова одиниця МВФ, курс якої встановлюється на основі середньозваженого спеціального набору валют.





До 1999 р. вартість СПЗ визначалася Фондом на основі середньозваженого курсу п'яти провідних світових валют, які склали «валютний кошик» СПЗ: долар США, японська єна, німецька марка, французький франк, англійський фунт стерлінгів. Із 1 січня 1999 р. (тобто із запровадженням євро у безготівковий обіг) визначення курсу СПЗ проводиться за кошиком у такому складі: долар США, євро, японська єна й англійський фунт стерлінгів.

Маючи актив у СПЗ, країна може купувати в обмін на них вільно конвертовану валюту, яку може використати для інтервенцій на валютному ринку або для врегулювання сальдо платіжного балансу. У зв'язку з тим, що СПЗ використовуються лише для безготівкових міжнародних розрахунків шляхом записів на спеціальних рахунках МВФ, то як компонент міжнародних ліквідних коштів СПЗ можна використовувати лише на рівні урядів, центральних банків і міжнародних валютно-кредитних організацій, приватні особи та банки не можуть бути власниками СПЗ. Обмеженість сфери використання СПЗ у міжнародних розрахунках визначає і незначну їх частку в міжнародних резервних активах порівняно з долларом США. Нині СПЗ становлять не більше 3% резервних активів світової економіки і для практичних цілей великого значення не мають. Водночас для цілей формування золотовалютних резервів СПЗ можуть бути досить важливим компонентом з огляду на можливості їх обміну на вільно конвертовану валюту для врегулювання зобов'язань щодо сальдо платіжних балансів.

Монетарне золото (золотий запас) є централізованим резервом золота у вигляді злитків та золотих монет, що перебуває у розпорядженні центрального банку країни. Йдеться про золото проби не нижче 995, яке зберігається у сховищах центрального банку або уряду та яке в будь-який момент можна продати за іноземну валюту на світових ринках золота.

У період функціонування Бреттон-Вудської валютної системи значна роль золота визначалася можливістю країн – членів МВФ використовувати його як міжнародний платіжний засіб, проте у зв'язку з фіксованою ціною



(35 доларів США за тройську унцію) золото поступово втрачало зв'язок з реальними потребами зовнішньоторгового обороту. Це у кінцевому підсумку призвело до відмови США розмінювати свою валюту на золото за офіційним курсом.

Незважаючи на те, що відповідно до Ямайської (Кінгстонської) валютної угоди 1976 р. відбулася офіційна демонетизація золота (скасування його офіційної ціни, виключення з системи міжнародних розрахунків, часткова реалізація золотого запасу МВФ), воно залишається компонентом офіційних золотовалютних резервів центральних банків. Це пов'язано з тим, що золотий запас виконує роль страхового фонду для отримання у разі необхідності міжнародних платіжних засобів у формі вільно конвертованих валют (золото можна продати на відповідних спеціалізованих ринках). Крім того, золотий запас може використовуватись і як застава для отримання зовнішніх кредитів в іноземній валюті. Водночас у діяльності центральних банків промислово розвинутих країн щодо формування золотовалютних резервів в останнє десятиліття 20 ст. спостерігається тенденція поступового скорочення частки золотих запасів у цих резервах. З одного боку, це пов'язано з тим, що такий актив не приносить ніякого доходу, а з іншого – нестабільність цін на світових ринках золота, кон'юнктура яких більшою мірою визначається політичними факторами, ніж економічними, може призвести до прямих збитків від утримання значних обсягів золота в активах центробанків. Саме з огляду на ринкові ціни на золото його запаси враховуються в балансі центрального банку.

Золото може використовуватись як застава при отриманні міждержавних валютних кредитів. А якщо йдеться про використання цього компонента резервів для покриття дефіциту платіжного балансу, то його спершу слід перетворити на вільно конвертовану валюту, продавши на світових ринках золота. Слід зазначити, що МВФ у своїх статистичних публікаціях показує резерви як із включенням, так і без включення золота. Це пов'язано із політикою демонетизації золота після відміни принципів



Бреттон-Вудської валютної системи і водночас збереження його як мобільного і ліквідного активу, а тому – важливої складової офіційних золотовалютних резервів.

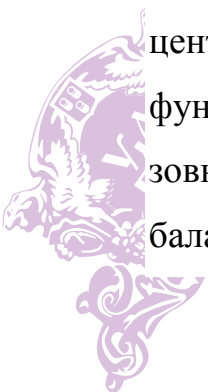
Таким чином, з огляду на специфіку складу і структури офіційних золотовалютних резервів можна виділити ряд характерних для них рис:

- золотовалютні резерви повинні мати у своєму складі абсолютно ліквідні активи, які центральний банк може використати у будь-який момент для реалізації тих чи інших цілей валютної політики;
- золотовалютні резерви мають включати вимоги до нерезидентів і частково утримуватися за кордоном (у банках-нерезидентах) із метою реалізації можливості використання в разі виникнення валютно-фінансових криз;
- золотовалютні резерви мають перебувати під повним контролем державних органів, уповноважених проводити валютну політику і здійснювати валютне регулювання (передусім центрального банку).

Основними завданнями центрального банку у формуванні оптимальної структури офіційних золотовалютних резервів за складом валютних активів, включених до них, є:

- забезпечення відповідності структури золотовалютних резервів спрямуванню платежів за зовнішньоекономічними операціями й обслуговуванню зовнішнього боргу країни;
- недопущення знецінення резервних активів унаслідок коливання курсів різних іноземних валют, що входять до їх складу;
- забезпечення за можливістю прийняттого рівня дохідності вкладень, розміщених у валютних активах, при мінімальному ризику [89, 163, 165].

Формування належної структури офіційних золотовалютних резервів центральним банком дає йому змогу належним чином виконувати власні функції з регулювання валютних відносин передусім у плані підтримання зовнішньої стабільності національних грошей і рівноваги платіжного балансу. Крім того, валютні резерви є важливою складовою емісійного



механізму, виступаючи одним із видів забезпечення національних грошей у складі активів центрального банку. А тому оптимальна структура валютних резервів є також одним із факторів гарантії стабільності внутрішнього грошового обігу в країні.

Окрім формування золотовалютних резервів країни одним із головних завдань центрального банку у процесі реалізації валютної політики є ефективне управління ними.

Управління офіційними золотовалютними резервами – це діяльність центрального банку, спрямована на забезпечення максимальної ефективності при формуванні і використанні міжнародних ліквідних засобів у процесі реалізації тактичних і стратегічних завдань валютної політики [89].

Деякі фахівці під управлінням золотовалютними резервами розуміють процес зберігання золотовалютних резервів з метою збереження або нарощення їх реальної вартості, підтримання високого рівня ліквідності та доступності до використання органами грошово-кредитного управління [164].

Розглянемо цілі, етапи та завдання ефективного управління золотовалютними резервами країни.

Загальні цілі управління золотовалютними резервами:

- збереження (або нарощення) їх реальної вартості;
- підтримка золотовалютних резервів у високоліквідній формі;
- забезпечення узгодженості їх зберігання з іноземними центральними банками.

Необхідно усвідомлювати, що досягнення цілей управління золотовалютними резервами неможливе без отримання доходу (постійного номінального приросту їх обсягу). Це є специфікою управління золотовалютними резервами, оскільки отримання доходу не може бути основною метою діяльності центрального банку.

Визначення конкретних цілей управління золотовалютними резервами полягає у розв'язанні трилеми «ризик – ліквідність – дохідність» з огляду на



призначення золотовалютних резервів, їх відносний обсяг, поточну кон'юнктуру фінансового ринку та інші фактори.

Процес управління золотовалютними резервами складається певних етапів (рис. 4.3).

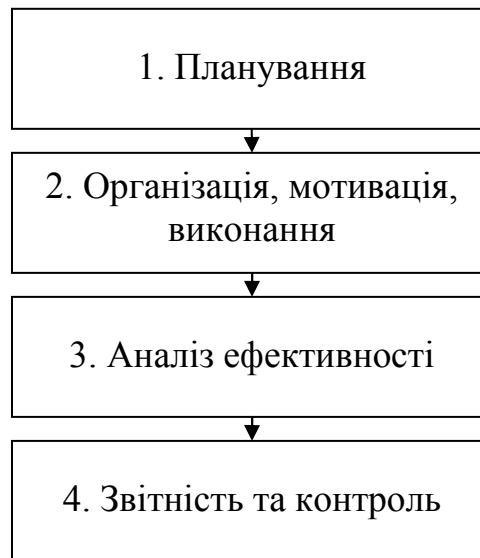


Рис. 4.3. Основні етапи процесу управління золотовалютними резервами

Механізм управління офіційними золотовалютними резервами передбачає виконання наступних завдань:

- забезпечення покриття дефіциту платіжного балансу країни;
- вплив на обмінний курс національної валюти через девізну політику;
- вплив на динаміку обсягів грошової маси всередині країни з метою досягнення цінової стабільності як стратегічної цілі монетарного регулювання.

Реалізація зазначених цілей відображає напрями використання офіційних золотовалютних резервів країни через відповідне управління ними центральним банком як важливим елементом валютної політики.

Використання офіційних золотовалютних резервів для покриття дефіциту платіжного балансу відображає остаточні методи регулювання його сальдо, коли дефіцит за рахунком поточних операцій не покривається активним сальдо за рахунком операцій із капіталом і фінансових операцій. За



таких обставин використання офіційних валютних резервів центрального банку нарівні з отриманням кредитів від Міжнародного валютного фонду залишається єдиним засобом збільшення пропозиції іноземної валюти на внутрішньому валютному ринку для задоволення зростаючого попиту за необхідності утримання на незмінному рівні обмінного курсу національної валюти.

Реалізація девізної політики центрального банку шляхом проведення валютних інтервенцій на ринку безпосередньо залежить від величини наявних офіційних золотовалютних резервів. Продаж національної валюти і придбання іноземної визначає обсяги зростання офіційних валютних резервів. З іншого боку, купівля центральним банком національної валюти і відповідно продаж іноземних активів визначається величиною вже сформованих валютних резервів. Відтак, можливості реалізації ефективної девізної політики залежать від наявних оптимальних за обсягами, складом і структурою виражених в іноземній валюті резервних активів центрального банку.

Зміни стану платіжного балансу зумовлюють зміни величини офіційних валютних резервів, що впливає на обсяг грошової бази, а відтак на обсяги грошової маси в обігу. За активного сальдо платіжного балансу, в умовах припливу іноземної валюти на внутрішній ринок і відповідного збільшення обсягів золотовалютних резервів центрального банку величина грошової маси зростає. У свою чергу надмірне зростання обсягу грошової маси загрожує інфляційними процесами і дестабілізацією макроекономічної ситуації в країні, зумовленою надмірною грошовою пропозицією на внутрішньому ринку.

Дефіцит платіжного балансу і відповідне скорочення золотовалютних резервів у зв'язку з продажем іноземної валюти в обмін на національну призводить до скорочення грошової маси. Це зумовлює загрозу дефляції, а відтак переходу економіки до стагнації і виробничого спаду.

Отже, динаміка офіційних золотовалютних резервів, яка тісно





пов'язана з масштабами зовнішньоекономічної діяльності й валютного обороту, безпосередньо впливає на стан внутрішнього грошового обігу в країні. Таким чином, офіційні золотовалютні резерви є ключовою ланкою, яка пов'язує обсяги грошової маси і масштаби зовнішньоекономічної діяльності та забезпечує взаємодію між ними, результат якої відображає сальдо платіжного балансу. А відтак валютна політика центрального банку, спрямована на формування й оптимальне управління офіційними золотовалютними резервами, є необхідним елементом у загальній системі заходів регулятивного впливу на динаміку обмінного курсу, стан платіжного балансу і підтримання макроекономічної рівноваги.

Для забезпечення ефективного управління офіційними золотовалютними резервами центральному банку необхідно мати у своєму розпорядженні систему показників, які б відображали:

- кількість золотовалютних резервів, тобто відповідність обсягу резервів центрального банку потребам у них відповідно до обсягів зовнішньоекономічної діяльності. Ці потреби визначаються такими факторами, як масштаби зовнішньоекономічних операцій країни, сальдо платіжного балансу, величина зовнішнього боргу, а також динаміка руху капіталів;
- якість золотовалютних резервів, що відображає оптимальну структуру резервів при мінімальному ризику вкладення коштів у ті чи інші види валютних активів. Вона зумовлюється такими факторами, як динаміка обмінних курсів резервних валют на світових ринках, частка золота і СПЗ у резервах, величина зовнішньої заборгованості країн – емітентів резервних валют, кон'юнктура на світових ринках золота.

Управління обсягом офіційних золотовалютних резервів за кількісними показниками є важливою з погляду вибору такої їх величини, яка б максимально відповідала завданням центрального банку щодо регулятивного впливу на організацію валютних відносин.

Якщо величина золотовалютних резервів унаслідок негативного сальдо



платіжного балансу, відпливу капіталів із країни і дефіциту валюти на внутрішньому валютному ринку є надто малою, то це може виявитися небезпечним для фінансування життєво важливого імпорту й обслуговування зовнішнього боргу. Крім того, така ситуація несе в собі серйозну загрозу різкої девальвації національної валюти.

І навпаки, якщо внаслідок припливу іноземної валюти в країну надмірно зростають офіційні золотовалютні резерви, то це може спричинити економічно необґрунтоване зростання грошової маси і стимулювати інфляційні процеси. Для усунення наслідків дії цих негативних явищ центральний банк може використати стерилізовані валютні інтервенції або ослабити валютний контроль і збільшити обслуговування зовнішнього боргу, сприяючи тим самим відпливу валюти з країни. Крім того, потрібно враховувати величину альтернативних витрат при формуванні офіційних золотовалютних резервів, адже у разі зберігання готівкової іноземної валюти чи золота завжди потрібно пам'ятати про упущені внаслідок цього доходи, величина яких дорівнює номінальній ставці процента за банківським депозитом.

Кількісні показники, що визначають достатність офіційних золотовалютних резервів, можуть охоплювати такі основні параметри:

- відношення обсягу золотовалютних резервів до загального обсягу імпортованих поставок у країну;
- визначення величини золотовалютних резервів за обсягом імпорту, який за них можна придбати (у місяцях поставок);
- відношення обсягу валютних резервів до величини всіх зовнішніх витрат держави;
- співвідношення величини золотовалютних резервів і величини сальдо платіжного балансу – активного чи пасивного;
- порівняння величини золотовалютних резервів з обсягами зовнішнього державного боргу;



- співвідношення обсягів золотовалютних резервів і величини грошової бази (або готівки в обігу – агрегату  $M_0$ ).

Одним із основних показників, які визначають рівень достатності золотовалютних резервів, є співвідношення їх величини й усереднених показників обсягів імпорту. Водночас цінність показника, який розраховується як відношення суми офіційних золотовалютних резервів до суми річного товарного імпорту, є обмеженою. Це пов'язано з тим, що у ньому не враховуються всі майбутні платежі за послугами, некомерційними операціями, а також фінансовими операціями, пов'язаними з міжнародним рухом капіталу.

Щодо зіставлення величини золотовалютних резервів і конкретних обсягів імпортованих поставок, які за них можна придбати, то мінімально прийнятною у світовій практиці й відповідно до методології МВФ вважається величина золотовалютних резервів, котра відповідає вартості імпорту товарів і послуг за три місяці. При цьому вартість імпорту розраховується як середньоарифметична величина від обсягу імпортованих поставок по місяцях. В останні роки спостерігаються значні відмінності у дотриманні цього критерію в розвинутих країнах – від 25 днів у США до 20 місяців у Японії.

Крім того, величина золотовалютних резервів країни для кількісного аналізу може також зіставлятися з розмірами різних видів заборгованості (за сальдо платіжного балансу, державним боргом, приватним боргом). Особливо важливою є така оцінка офіційних золотовалютних резервів з погляду аналізу перспектив уникнення фінансових криз у країні. Одним із таких показників є рівень валютних резервів, які покривають річний обсяг зовнішнього боргу країни, тобто наявні у розпорядженні центрального банку країни іноземні валютні активи мають покривати виплати за основною сумою зовнішнього боргу і проценти за ним на весь наступний рік. Цей показник відображає здатність країни один рік жити без нових зовнішніх запозичень.



Щодо показника, який відображає можливості покриття резервами грошової бази, то він характеризує здатність центрального банку засобами девізної політики уникати різких девальвацій і ревальвацій національної валюти і не допускати спекулятивних атак на обмінний курс національної грошової одиниці, забезпечуючи плавність його зміни під дією ринкових сил.

Управління офіційними золотовалютними резервами за якісними показниками передбачає вибір між різними компонентами резервів і встановлення оптимального співвідношення між ними. Це означає, що крім абсолютної величини резервів важливим є також те, яка частка в них належить іноземній валюті, резервній позиції в МВФ, СПЗ і золотому запасу. При цьому головними принципами якісного управління офіційними золотовалютними резервами є забезпечення дотримання наступних параметрів (табл. 4.1.).

Таблиця 4.1

## Принципи управління золотовалютними резервами країни [165]

№ пор.	Параметр	Характеристика
1.	Збереження	визначає необхідність накопичення, оптимального формування і раціонального використання валютних резервів як частини національного багатства країни;
2.	Ліквідність	передбачає наявність у центрального банку можливості негайного використання значної частини валютних резервів із метою реалізації завдань оперативного регулювання валютних відносин у країні;
3.	Дохідність	забезпечує належну ефективність розміщення центральним банком коштів у різних видах валютних активів;

Як уже зазначалося, досягнення цілей управління золотовалютними резервами неможливе без отримання доходу. Це й є специфікою управління золотовалютними резервами, оскільки отримання доходу не може бути метою діяльності центрального банку в цілому. При цьому, на нашу думку, існує необхідність використання портфельного підходу та інвестиційних



еталонів як ефективних інструментів комерційного інвестиційного менеджменту в процесі управління золотовалютними резервами.

Інвестиційний еталон можна розглядати як інструмент узгодження суб'єктивних вимог центрального банку до ризику та дохідності золотовалютних резервів з об'єктивними можливостями досягнення цих цілей на фінансових ринках. Інвестиційні еталони застосовуються на усіх етапах процесу управління золотовалютними резервами, який доцільно розглядати з позицій макро- і мікрорівня (рис. 4.4, 4.5).

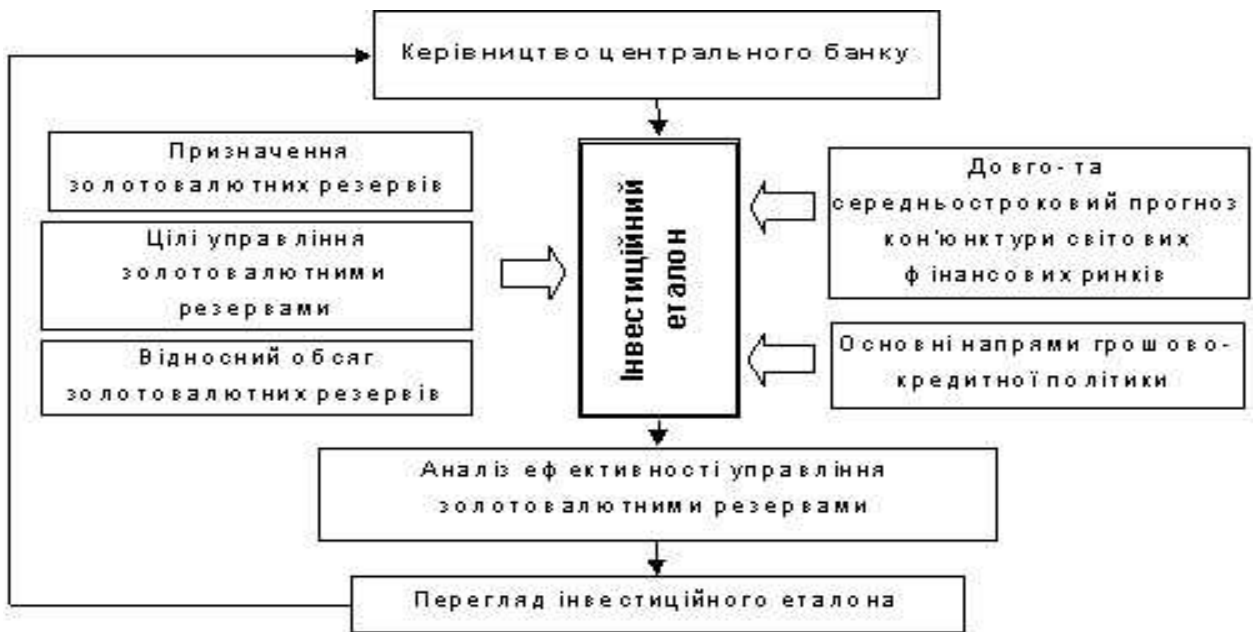


Рис. 4.4. Макрорівень процесу управління золотовалютними резервами [167]

В процесі управління золотовалютними резервами за допомогою інвестиційного еталона можна вирішити такі завдання:

- визначення та затвердження інвестиційної стратегії, прийняття рішення щодо граничного рівня ризиків, здійснення стратегічного управління золотовалютними резервами з боку керівництва центрального банку;
- здійснення операцій із золотовалютними резервами відповідно до інвестиційного еталона, підготовка управлінської звітності щодо стану золотовалютних резервів, визначення ефективності управління золотовалютними резервами відносно інвестиційного еталона з боку інвестиційного менеджера – відповідного підрозділу центрального банку.





Рис. 4.5. Мікрорівень процесу управління золотовалютними резервами [167]

Для оцінки ефективності управління золотовалютними резервами можна виділити два аспекти: грошово-кредитний і фінансовий. З точки зору грошово-кредитної політики, ефективне управління золотовалютними резервами має забезпечувати постійну доступність цих резервів для здійснення валютних інтервенцій або інших заходів. Фінансова ефективність управління золотовалютними резервами оцінюється шляхом порівняння планових (розрахованих за інвестиційним еталоном) і фактичних показників дохідності золотовалютних резервів.

Довгий час центральні банки нехтували фінансовим аспектом ефективності управління золотовалютними резервами, виходячи з того, що отримання доходу не є метою діяльності центрального банку. Незацікавленість у доході та нерозробленість показників оцінки ефективності управління золотовалютними резервами спричинили існування рудиментарних механізмів управління ризиками, проведення неефективних операцій із золотовалютними резервами, і, як результат, неадекватну поведінку центральних банків на фінансових ринках.

Важливим завданням у процесі управління золотовалютними резервами є забезпечення належної їх диверсифікації за видами валют з метою уникнення ризиків, з одного боку, а з іншого – для приведення їх у відповідність зі структурою зовнішньоторговельного обороту країни відповідно до валют, в яких укладаються угоди. Ризик при формуванні офіційних золотовалютних резервів, пов'язаний із вибором валют,



визначається тенденціями зміни у міжнародній валютній системі, що відображають перманентний процес переходу від доларового стандарту до багатовалютного стандарту і зміну ролі різних валют у світовій економіці й торгівлі.

У процесі управління золотовалютними резервами з метою уникнення втрат потрібно також урахувати такі фактори:

- зміни кон'юнктури на світових валютних ринках;
- перспективи короткострокових коливань обмінних курсів валют;
- прогнозні оцінки стану міжнародних розрахунків країни;
- потреби обслуговування зовнішнього боргу;
- перспективи впливу тих чи інших чинників на обмінний курс національної валюти.

З технічної точки зору механізм управління офіційними золотовалютними резервами передбачає здійснення сукупності тих чи інших операцій, кінцевим результатом яких є формування певної структури валютних активів центрального банку (до їх складу належать: залишки на поточних рахунках і депозитах у банках-нерезидентах, банкноти і монети, цінні папери). Основні види таких операцій:

- конверсійні валютні угоди на валютному ринку на умовах поставки валюти «тод» (сьогодні), «том» (наступного банківського дня) і «спот» (на другий банківський день);
- форвардні угоди, а також операції «своп», що передбачають обмін національної валюти на іноземну з одночасним укладенням зворотної форвардної угоди на певний строк із метою хеджування валютних ризиків;
- придбання, продаж, обмін державних цінних паперів (казначейських векселів, облігацій державних позик тощо) емітентами або гарантами за якими виступають урядові структури інших країн;
- придбання, продаж, обмін боргових зобов'язань (векселів, депозитних



сертифікатів та ін.), боржниками або гарантами за якими виступають міжнародні фінансові організації або банки-нерезиденти за умови, що їхні зобов'язання повністю забезпечені державними позиками;

- отримання кредиту під заставу державних цінних паперів інших країн або боргових зобов'язань зарубіжних банків;
- розміщення депозитів у банках-нерезидентах, які мають високий інвестиційний клас згідно зі світовими рейтинговими агентствами;
- угоди з похідними фінансовими інструментами, що здійснюються з метою мінімізації валютного ризику при відкритій позиції і ризику вкладень в іноземні цінні папери [89, 283].

При виборі конкретних видів операцій, направлених на формування того чи іншого компонента офіційних золотовалютних резервів, необхідно враховувати протиріччя між високою дохідністю довгострокових вкладень з їх нижчою ліквідністю та більш високою ліквідністю але меншою дохідністю короткострокових вкладень коштів. Зрозуміло, що з урахуванням ролі золотовалютних резервів в оперативному регулюванні динаміки валютного курсу і стану платіжного балансу дуже важливе значення має саме їх висока ліквідність. Зазвичай у світовій практиці у процесі формування оптимальної структури офіційних золотовалютних резервів вважається необхідним забезпечення підтримання частки ліквідних короткострокових вкладень (зі строком вимог не більше трьох місяців) на рівні половини загального обсягу резервів.

З метою ефективного управління офіційними золотовалютними резервами країни процес формування окремих їх частин відповідно до того, яка з них має забезпечувати ліквідність, а яка дохідність, може бути підпорядкований різним цілям – операційним та інвестиційним. Відповідно до цього використовуються і різні операції та інструменти формування валютних резервів.

Підпорядкована операційним цілям частина резервів має на меті забезпечення високої ліквідності активів центрального банку за поточними



валютними операціями (наприклад, проведення інтервенцій на валютному ринку або забезпечення надзвичайних потреб держави). Для її формування використовуються такі операції: внесення коштів на короткострокові депозити у першокласні іноземні банки, зворотне РЕПО, придбання короткострокових казначейських векселів США та інших високоліквідних цінних паперів.

Підпорядкована інвестиційним цілям частина резервів має на меті забезпечення прийняттого рівня дохідності вкладень від розміщених валютних резервів. Із метою формування цієї частини використовуються такі операції: внесення коштів у довгострокові державні цінні папери іноземних урядів і урядових організацій (передусім США), придбання забезпечених банківських облігацій (із заставою у вигляді державних позик).

У зв'язку з тим, що такі компоненти офіційних золотовалютних резервів, як резервна позиція в МВФ і запас СПЗ, у переважній більшості країн складають порівняно незначну частку в резервних активах, то у процесі управління резервами центральним банком головне завдання полягає у виборі виду резервної валюти (серед провідних світових резервних валют) і забезпеченні оптимального співвідношення між запасами валюти і золота.

Нарешті нормальне функціонування механізму управління золотовалютними резервами центрального банку є неможливим без належної організаційної та інформаційної підтримки.

Необхідною умовою нормального функціонування системи управління золотовалютними резервами центрального банку є створення ієрархічної організаційної структури, основною вимогою до якої є розподіл повноважень та відповідальності між особами, які ініціюють укладення угод, контролюють ризики, здійснюють розрахунки та складають звітність за укладеними угодами. Світовий досвід свідчить, що для організації управління золотовалютними резервами та запровадження дієвого контролю за операційним ризиком необхідне створення спеціалізованих підрозділів.

Як відомо, керівними органами Національного банку України є Рада



Національного банку та Правління Національного банку України.

Правління НБУ приймає рішення щодо наступних питань, які стосуються управління золотовалютними резервами:

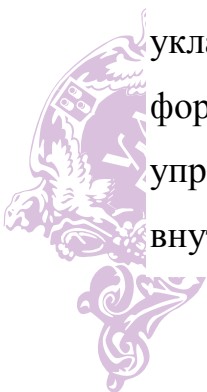
- про диверсифікацію активів Національного банку та їх ліквідності;
- щодо мінімального розміру золотовалютних резервів;
- про участь у міжнародних валютно-кредитних організаціях;
- видача нормативних актів НБУ тощо.

Рада Національного банку України є наглядовим органом, якому заборонено втручання в оперативну діяльність Правління НБУ, але вона має право відкладального вето щодо рішень Правління Національного банку України відносно:

- диверсифікації активів Національного банку та їх ліквідності;
- мінімального розміру золотовалютних резервів.

Оперативні рішення з питань управління золотовалютними резервами в Національному банку України приймає заступник Голови НБУ, що за розподілом обов'язків опікується діяльністю Департаменту валютного регулювання, директор Департаменту валютного регулювання та начальник управління валютних операцій, що входить до складу Департаменту валютного регулювання. Бухгалтерський облік та розрахунки за здійсненими операціями з золотовалютними резервами здійснює Операційне управління НБУ.

На організаційному рівні Національного банку України не повністю завершився процес створення повноцінних відповідальних підрозділів та оптимізації операційних процедур. Так, «незалежне» підтвердження укладених угод до сьогоднішнього часу здійснює той же підрозділ, що і укладає угоди, а саме управління валютних операцій. З іншого боку, після формального переведення відділу СВІФТ до структури Операційного управління НБУ, не сформовано в повному обсязі надійний механізм внутрішнього контролю за здійсненням розрахунків. Створення незалежного



управління контролю ризиків, безсумнівно, є прогресивним кроком, однак, в існуючому вигляді це управління спроможне виконувати лише функції загального послідуючого контролю, а також методологічні функції. При цьому функції оперативного та попереднього контролю повинні покладатися в тому або іншому вигляді на інші підрозділи.

Розподіл функцій та повноважень різних ланок менеджменту Національного банку України щодо управління золотовалютними резервами наведено у Додатку Е.

Таким чином, можна зазначити, що досконала організаційна структура є необхідною умовою управління золотовалютними резервами Національного банку України. Вона, зокрема, дозволяє суттєво зменшити рівень операційного ризику, підвищити прозорість механізму управління золотовалютними резервами та запровадити дієву систему внутрішнього контролю.

#### **4.2. Особливості механізму управління золотовалютним резервом Національного банку України**

Одним із головних завдань Національного банку України в процесі реалізації валютної політики є формування та ефективне управління офіційними золотовалютними резервами країни [250].

НБУ формує, зберігає та накопичує золотовалютні резерви, переслідуючи наступні цілі:

- забезпечення стабільності національної грошової одиниці України;
- поліпшення кредитоспроможності країни;
- вплив на офіційний обмінний курс національної валюти через девізну політику;
- створення сприятливих умов для здійснення зовнішніх запозичень;



- гарантування виконання зобов'язань перед міжнародними валютно-кредитними організаціями;
- регулювання платіжного балансу України;
- вплив на динаміку обсягів грошової маси всередині країни з метою досягнення цінової стабільності як стратегічної цілі монетарної політики тощо.

Проведений аналіз управління золотовалютними резервами Національного банку України дав змогу виділити чотири історичних етапи та виявити їх особливості (табл. 4.2).

Офіційні золотовалютні резерви Національного банку України за своїм складом відповідають загальносвітовій практиці діяльності центральних банків щодо формування резервних активів. Вони містять такі основні складові:

- Монетарне золото, розміщене у закордонних банках та у сховищі Державної скарбниці НБУ. Це високопробне золото у формі монет, злиwkів або брусків не нижче 995 проби.
- Спеціальні права запозичення, що є авуарами в СПЗ на рахунку Національного банку України в Казначействі МВФ.
- Резервна позиція України в МВФ, тобто сума міжнародних резервних коштів, еквівалентна квоті нашої країни в МВФ. Із 1993 по 1998 р. квота України в МВФ становила 997,3 млн. СПЗ, а з 1999 р. – 1372 млн. СПЗ.
- Іноземна валюта, що перебуває на балансі НБУ у вигляді банкнот та монет або кошти на рахунках за кордоном у вигляді банківських депозитів у банках-нерезидентах із високим міжнародним рейтингом.
- Цінні папери (крім акцій), що оплачуються в іноземній валюті, а також будь-які інші визнані на міжнародному рівні резервні активи за умови забезпечення їх надійності та ліквідності – передусім державні цінні папери, випущені нерезидентами, які мають високий міжнародний рейтинг [250].





## Етапи управління золотовалютними резервами НБУ

№ пор.	Історичний етап	Тривалість	Характеристика
1.	Перший	1991-1992 рр.	Охоплює період з часу створення НБУ і закінчується організацією Валютної біржі НБУ (УМВБ). Головні завдання: - створення інфраструктури управління золотовалютними резервами; - встановлення кореспондентських відносин НБУ з іноземними банками; - підготовка кваліфікованого персоналу
2.	Другий	1992-1995 рр.	Вступ України до МВФ. Особливості: - активне формування нормативно-правової бази з питань валютного регулювання та валютного контролю; - швидке зростання золотовалютних резервів НБУ завдяки впровадженню обов'язкового продажу частини валютних надходжень експортерів
3.	Третій	1995-1998 рр.	Стрімке зростання обсягів золотовалютних резервів за рахунок надходження кредитів МВФ та короткострокових портфельних іноземних інвестицій. Завершення етапу – фінансова криза 1998 р.
4.	Четвертий	1998- теперішній час	Виявлення недоліків існуючої системи управління золотовалютними резервами НБУ, зокрема: низька ліквідність резервів, що обумовлено використанням довгострокових фінансових інструментів; проведення операцій з офшорними банками; недостатній рівень контролю за ризиками НБУ. Результат: удосконалення механізму управління золотовалютними резервами НБУ

Основним джерелом коштів для поповнення офіційних золотовалютних резервів НБУ до 1995 р. були надходження від обов'язкового продажу валютної виручки експортерів. Після відміни вимоги

щодо обов'язкового продажу валюти безпосередньо центральному банку і встановлення зобов'язань для експортерів щодо її реалізації на внутрішньому валютному ринку джерелами поповнення офіційних валютних резервів Національного банку України є його власні операції на внутрішньому валютному ринку (валютні інтервенції), що сьогодні є основним каналом поповнення резервів.

Крім того, для забезпечення курсової стабільності національної грошової одиниці, збереження рівноваги на міжбанківському валютному ринку НБУ використовує офіційні золотовалютні резерви, здійснюючи інтервенції. Сутність цього механізму відображена на рис. 4.6.

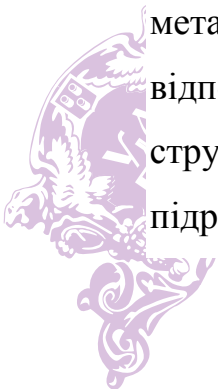
Отже офіційні золотовалютні резерви є досить дієвим інструментом реалізації монетарної та валютної політики Національним банком України, що дозволяє в тій чи іншій мірі впливати на обсяги грошової маси в обігу, темпи та рівень інфляції, ринкову кон'юнктуру та зростання виробництва.

Таким чином, здійснюючи інтервенції щодо придбання іноземної валюти на внутрішньому валютному ринку, НБУ нарощує обсяги офіційних золотовалютних резервів, одночасно збільшуючи в обігу величину грошової маси у національній валюті.

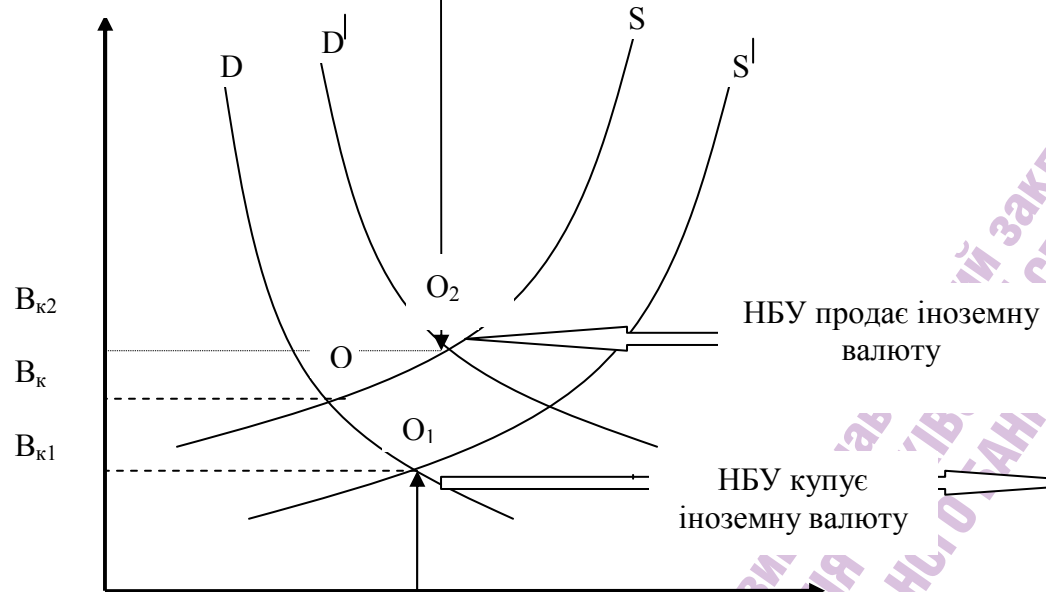
Національний банк України може поповнювати резерви за рахунок кредитних коштів, отриманих урядом України від міжнародних валютно-кредитних організацій.

Джерелом поповнення резервів можуть також бути доходи, отримані від операцій із власними валютними цінностями на зовнішніх ринках через розміщення їх у ті чи інші форми прибуткових активів.

Для зберігання державного золотого запасу, а також дорогоцінних металів, дорогоцінного каміння та інших коштовностей і проведення з ними відповідних операцій для нагромадження золотовалютних резервів у структурі центрального апарату Національного банку України діє окремий підрозділ – Державна скарбниця НБУ.



Дефіцит іноземної валюти (попит перевищує пропозицію)



Надлишок пропозиції іноземної валюти

НБУ продає іноземну валюту

НБУ купує іноземну валюту



$B_k$  – фактичний (офіційний) курс іноземної валюти USD/UAH;  
 $B_{k1}$  – ймовірний курс USD/UAH за умови збільшення пропозиції на валютному ринку доларів США;  
 $B_{k2}$  – ймовірний курс USD/UAH за умови збільшення попиту на американські долари;  
 $D, S$  – криві попиту та пропозиції доларів США на міжбанківському валютному ринку України;  
 $D', S'$  – криві збільшення попиту та пропозиції доларів США на валютному ринку;  
 $O$  – точка визначення офіційного обмінного курсу гривні;  
 $O_1$  – точка визначення ймовірного курсу  $B_{k1}$  (девальвація долара та ревальвація гривні) за умов незмінного попиту на долари США та збільшення їхньої пропозиції;  
 $O_2$  – точка визначення ймовірного курсу  $B_{k2}$  (девальвація гривні та ревальвація долара) за умов незмінної пропозиції доларів США та збільшення попиту на

Рис. 4.6. Механізм впливу золотовалютних резервів на реалізацію девізної політики НБУ

Згідно зі ст. 48 Закону України «Про Національний банк України» золотовалютний резерв використовується НБУ на наступні цілі:

- продаж валюти на фінансових ринках для проведення грошово-кредитної політики, включаючи політику обмінного курсу;
- витрати за операціями з іноземною валютою, монетарними металами, а також іншими визнаними на міжнародному рівні резервними активами.

При цьому не допускається використання золотовалютного резерву для надання кредитів і гарантій та інших зобов'язань резидентам і нерезидентам України [250].

Протягом усього періоду діяльності Національного банку України включно до 2008 р. спостерігалася чітка тенденція до нарощування обсягів офіційних золотовалютних резервів (за виключенням 1998 р., пов'язаного з фінансовою кризою), що вказує на поступове зміцнення ролі зовнішньоекономічного сектору в надходженні виручки в іноземній валюті на внутрішній валютний ринок країни (табл. 4.3). Як свідчать дані таблиці за період 1994-2007 рр. загальний обсяг золотовалютних резервів України збільшився майже у 196 разів. Збільшення також відбулося за всіма іншими позиціями, окрім показника «СПЗ і резервна позиція в МВФ». Найбільшу питому вагу (понад 95 %) посідає стаття «Іноземна валюта», що включає до свого складу такі показники: готівкові кошти у вільноконвертованих валютах, кошти на рахунках за кордоном у вигляді банківських депозитів, цінні папери (крім акцій), що оплачуються в іноземній валюті.

У роботі визначено, що зміна обсягу офіційних золотовалютних резервів безпосередньо відображається на внутрішньому грошовому обігу, оскільки за нинішніх умов саме золотовалютні резерви є основним видом активів Національного банку, а відтак забезпеченням його зобов'язань, що визначають масштаби здійснюваної емісії національної валюти (табл. 4.4)

Як видно з даних табл. 4.4, головна частка у структурі активів Національного банку України належить основним складовим офіційних золотовалютних резервів країни, а саме:



## Структура та динаміка офіційних золотовалютних резервів України [43]

Дата	Усього золотовалютних резервів, млн. дол. США	Загальна сума резервів за мінусом золота, млн. дол. США	СПЗ і резервна позиція в МВФ, млн. дол. США	Іноземна валюта, млн. дол. США	Монетарне золото, млн. дол. США
01.01.1994	166,0	161,6	–	161,6	4,4
01.01.1995	664,4	650,7	180,6	470,1	13,7
01.01.1996	1068,9	1050,6	144,3	906,3	18,3
01.01.1997	1971,6	1960,0	67,2	1892,3	11,6
01.01.1998	2358,8	2341,1	71,1	2270,0	17,7
01.01.1999	792,9	761,3	182,4	578,9	31,6
01.01.2000	1093,6	1046,4	65,7	980,7	47,2
01.01.2001	1475,4	1351,7	248,1	1103,6	123,7
01.01.2002	3089,5	2955,4	251,1	2704,3	134,1
01.01.2003	4416,8	4241,4	28,3	4213,1	175,4
01.01.2004	6937,2	6730,7	21,2	6709,5	206,5
01.01.2005	9524,7	9302,4	1,2	9301,2	222,3
01.01.2006	19390,4	19114,5	1,0	19113,5	403,0
01.01.2007	22358,2	21845,1	1,0	21844,1	513,1
01.01.2008	32462,1	31972,0	2,8	31969,2	490,1

- запаси іноземної валюти: 63,8 % на 1 січня 2006 р. та 49,0% на 1 липня 2007 р.;
- вкладення у цінні папери нерезидентів: 16,4 % на початок 2006 р., 35,0% у середині 2007 р.;
- внески в рахунок квоти МВФ: 8,0 % на 1 січня 2006 р. та 6,7% на 1 липня 2007 р.;
- монетарне золото: 1,1 % та 1,2 % відповідно.



Таблиця 4.4

## Структура вимог і зобов'язань Національного банку України [41, 43]

№ рядка балансу	Найменування статті балансу	01.07.2007		01.01.2006	
		Сума, тис. грн.	Частка, %	Сума, тис. грн.	Частка, %
	<b>I. АКТИВИ</b>				
1	Кошти та депозити в іноземній валюті	77017000	49,0	78734539	63,8
2	Цінні папери нерезидентів	54984000	35,0	20259210	16,4
3	Авуари в СПЗ	5000	0,0	5108	0,0
4	Монетарне золото	1881000	1,2	1393248	1,1
5	Цінні папери уряду	395000	0,3	438982	0,4
6	Кредити банкам та іншим позичальникам	945000	0,6	697810	0,6
7	Внутрішній державний борг	8524000	5,4	9225282	7,5
8	Внески в рахунок квоти МВФ	10487000	6,7	9902809	8,0
9	Основні засоби та нематеріальні активи	2163000	1,3	2147578	1,7
10	Інші активи	801000	0,5	557772	0,5
	<b>Усього активів</b>	<b>157202000</b>	<b>100,0</b>	<b>123362338</b>	<b>100,0</b>
	<b>II. ЗОБОВ'ЯЗАННЯ</b>				
11	Банкноти та монети в обігу	91632000	58,3	65409135	53,0
12	Кошти банків	19013000	12,1	17783162	14,4
13	Кошти уряду та інших клієнтів	22676000	14,4	18558796	15,0
14	Зобов'язання з перерахування прибутку до бюджету	921000	0,6	–	–
15	Депозитні сертифікати, емітовані НБУ	–	–	2426603	2,0
16	Кредити отримані	205000	0,1	334881	0,3
17	Зобов'язання перед МВФ	13670000	8,7	15943410	12,9
18	Інші зобов'язання	263000	0,2	120545	0,1
	<b>Усього зобов'язань</b>	<b>148381000</b>	<b>94,4</b>	<b>120576532</b>	<b>97,7</b>



Продовження табл. 4.4

№ рядка балансу	Найменування статті балансу	01.01.2007		01.01.2006	
		Сума, тис. грн.	Частка, %	Сума, тис. грн.	Частка, %
	<b>III. ВЛАСНИЙ КАПІТАЛ</b>				
19	Статутний капітал	10000	0,0	10015	0,0
20	Фонди та інші резерви	3464000	2,2	2729278	2,3
21	Резерви переоцінки іноземної валюти та банківських металів	4587000	2,9	-715713	-0,6
22	Резерви переоцінки основних засобів	760000	0,5	762226	0,6
	<b>Усього власного капіталу</b>	<b>8821000</b>	<b>5,6</b>	<b>2785806</b>	<b>2,3</b>
	<b>Усього пасивів</b>	<b>157202000</b>	<b>100,0</b>	<b>123362338</b>	<b>100,0</b>



Державний вищий навчальний заклад  
 «УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОГО НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ»

Таким чином, підсумовуючи зазначені статті балансу маємо:

На 01.01.2006 р. сума золотовалютних резервів становила 89,3% від загальної суми активів НБУ.

На початок другого півріччя 2007 р. міжнародні резерви НБУ становили 91,9 % підсумку балансу.

Фактично за таких обставин можна говорити про функціонування в Україні варіанта формування резервів і емісії грошей, наближеного до валютного бюро (валютної ради), коли практично вся грошова база в країні покривається офіційними золотовалютними резервами центрального банку.

Щодо валютної побудови, то нині основна частка в структурі офіційних золотовалютних резервів НБУ належить активам у американських доларах. Однак зрозуміло, що після запровадження у 1999 р. євро значна кількість контрактів із партнерами з країн – учасниць Європейського економічного і валютного союзу стала укладатися саме у цій валюті. Це, а також нестабільність курсу долара США на світових фінансових ринках змушує Національний банк України диверсифікувати золотовалютні резерви (рис. 4.7).

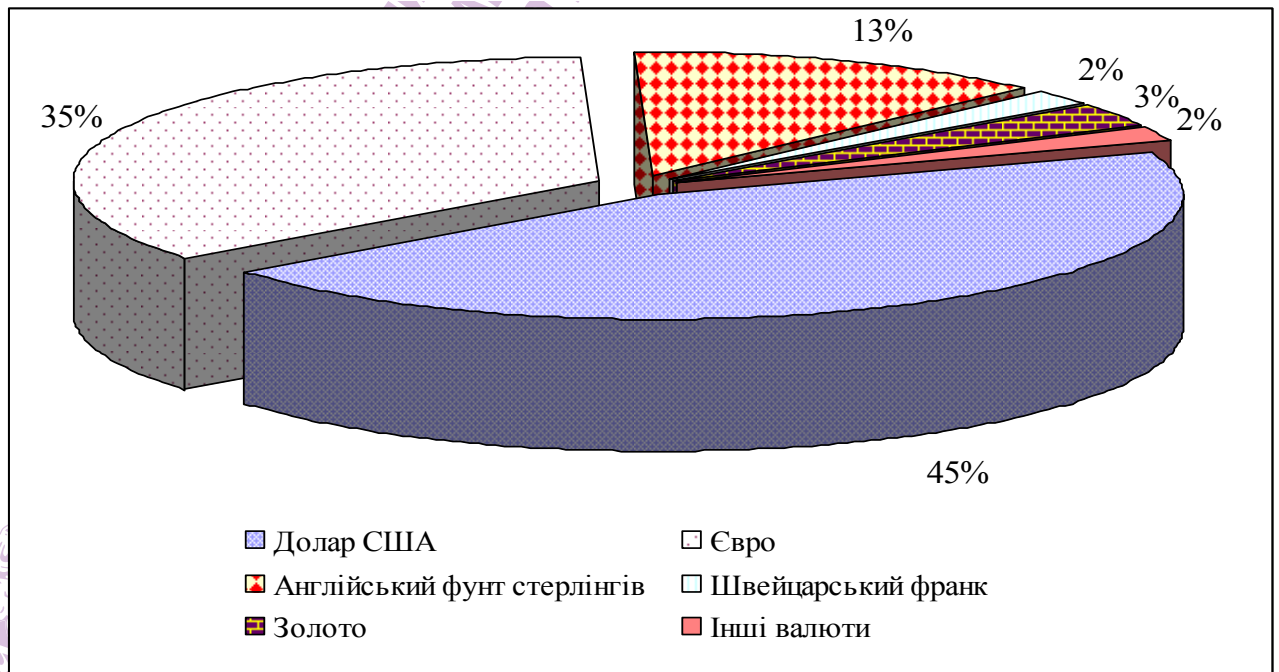


Рис. 4.7. Валютна структура золотовалютних резервів НБУ

(станом на 01.04.2009 р.)

Підтримання обраної валютної структури офіційних золотовалютних резервів НБУ здійснює шляхом проведення інтервенцій на міжбанківському валютному ринку України. У зв'язку з цим в окремі періоди часу виникає ситуація, коли НБУ продає долари США і купує замість них інші валюти – євро, англійські фунти стерлінгів, швейцарські франки. Водночас важливим завданням НБУ під час здійснення цих операцій є підтримання постійної вартості офіційних валютних резервів, щоб не допустити її зниження внаслідок значних коливань обмінного курсу долара США на світових валютних ринках. Це завдання вирішується Національним банком через встановлення збалансованої валютної структури золотовалютних резервів.

У разі позитивних тенденцій розвитку зовнішньоекономічного сектору і кон'юнктури світових ринків товарів, послуг і капіталів можна вважати, що така ситуація спостерігатиметься й у подальшому.

Проведений у дисертаційній роботі порівняльний аналіз структури золотовалютних резервів НБУ та країн-членів Міжнародного валютного фонду дав змогу дійти наступних висновків:

- валютна структура золотовалютних резервів НБУ в цілому є незбалансованою, що обумовлює існування цілого ряду довгих та коротких відкритих валютних позицій та підвищує рівень валютного ризику;
- як основний фінансовий інструмент для інвестицій використовуються строкові депозити в іноземних банках, що знижує рівень ліквідності золотовалютних резервів та підвищує кредитний та операційний ризики Національного банку України;
- загальноприйняті в іноземних центральних банках операції з цінними паперами, а також операції «репо» та «своп» НБУ практично не здійснюються, що дещо знижує ефективність управління його ліквідністю та кредитним ризиком;
- інвестиційні еталони для управління структурою золотовалютних резервів не використовуються, що ускладнює ризик-менеджмент та оцінку



ефективності управління золотовалютними резервами Національного банку України.

Результати діагностики організаційної підтримки управління золотовалютними резервами НБУ виявили певні недоліки:

- відсутність колегіального органу управління золотовалютними резервами (Комітету з управління активами та пасивами НБУ), який би координував роботу різних підрозділів НБУ;
- нечітке розмежування функцій підрозділів Національного банку, що значно підвищує операційний ризик;
- невиділення функції ризик-менеджменту в організаційній структурі НБУ.

Результати аналізу інформаційно-аналітичного забезпечення управління золотовалютними резервами свідчать, що відповідне єдине інформаційно-аналітичне поле Національного банку України остаточно не сформоване. Основною причиною цього є наявність численних локальних інформаційних систем, що пов'язані з управлінням золотовалютними резервами. Доречно зауважити, що зв'язок між останніми здійснюється за допомогою паперових носіїв. Неоперативність та неузгодженість інформації в рамках існуючої системи обмежують можливість прийняття ефективних управлінських рішень та погіршують прозорість механізму управління золотовалютними резервами. Отже, удосконалення системи управлінської звітності має бути здійснене шляхом запровадження нових міжнародних стандартів звітності, розроблених Міжнародним валютним фондом, та нових форм управлінської звітності з урахуванням інвестиційних еталонів.

Підтримання оптимальної структури офіційних золотовалютних резервів країни вимагає від центрального банку встановлення правильного співвідношення не лише за окремими видами валют, а й визначення частки монетарного золота, яке належить до резервів. З огляду на те, що цей вид активів є достатньо ліквідним і його без перешкод можна реалізувати на ринку в обмін на вільно конвертовану валюту, центральні банки більшості країн продовжують зберігати золото у своїх резервах. Проте нестабільність

кон'юнктури на ринках золота визначає підвищений ризик його зберігання, а відтак існує тенденція щодо зниження ролі золотих запасів у складі резервів.

У Національного банку України запаси монетарного золота на 1 липня 2007 р. в активі балансу становили 1881 млн. грн. (372,5 млн. дол. США), тоді як на 1 січня 2006 р. відповідні активи становили 1393, 2 млн. грн. (275,9 млн. дол. США), а на 1 січня 2002 р. – 134 млн. американських доларів (табл. 3.6), тобто спостерігається тенденція до поступового збільшення частки монетарного золота у складі резервів НБУ, що відображає збільшення загального обсягу цих резервів.

Враховуючи той факт, що золотовалютні резерви країни безпосередньо впливають на процес формування грошової бази, яка, у свою чергу, визначає величину грошової маси, необхідним елементом ефективного управління резервами є уникнення центральним банком дестабілізуючого впливу процесу формування резервів на стан грошового обігу.

Так, за наявності активного сальдо платіжного балансу, що визначає надходження значних обсягів валюти на внутрішній ринок завжди є небезпека імпортування інфляції, оскільки збільшення валютних резервів центральним банком здійснюється за рахунок додаткової емісії національної валюти, в обмін на яку купується валюта іноземна при проведенні відповідних інтервенцій. Нівелювання негативного впливу зростання грошової маси центральним банком може відбуватися шляхом проведення відповідних стерилізаційних операцій, тобто через операції на відкритому ринку шляхом продажу відповідної кількості державних цінних паперів, а також обмежувальних заходів дисконтної політики і підвищення норм обов'язкового резервування для комерційних банків [89].

Таким чином, оптимальна структура золотовалютних резервів, правильне управління ними визначає можливості центрального банку ефективно проводити не лише валютну, але й грошово-кредитну політику, забезпечуючи досягнення відповідних стратегічних цілей монетарного регулюванням.



### 4.3. Проблемні аспекти вибору резервних валют при управлінні золотовалютними резервами НБУ

У структурі офіційних золотовалютних резервів більшості країн домінують запаси іноземної валюти, що відображає дотримання принципу ліквідності у формуванні резервів відповідно до їх цільового призначення. За таких оптимальних умов вибір конкретної валюти або групи валют для формування офіційних валютних резервів є одним із головних завдань валютної політики центрального банку.

Резервна валюта (reserve currency) – це валюта країни, в якій центральні банки інших країн формують і зберігають свої офіційні золотовалютні резерви. Це вузьке трактування суті резервної валюти, яке означає, що теоретично будь-яка національна валюта може стати резервною, якщо у ній формують свої резерви зарубіжні центральні банки. В дійсності це далеко не так, оскільки для визнання певної національної валюти резервною потрібен ще комплекс відповідних економічних передумов, які визначають крайню обмеженість кола резервних валют.

Сьогодні основними валютами, що виконують роль резервних, виступають:

- долар США;
- євро;
- японська єна;
- англійський фунт стерлінгів;
- швейцарський франк.

У зв'язку з цим уточнюючим (більш вузьким) терміном, що визначає резервну валюту, є ще поняття ключової валюти.

Ключові валюти (vehicle currency) – це національні кредитні гроші провідних розвинутих країн світу, що використовуються у міжнародному обороті. Таке використання валюти, зокрема, передбачає:





- обслуговування зовнішньоторговельних операцій;
- забезпечення міжнародного руху капіталу;
- вираження цін у зовнішньоторгових угодах;
- використання у якості бази для вираження обмінних курсів більшості валют інших країн;
- забезпечення функціонування механізму валютних інтервенцій.

Зазначені умови не завжди діють у комплексі (як для долара США та євро) для всіх валют. Наприклад, швейцарський франк не є валютою зовнішньоторгових операцій, однак використовується як резервна валюта, оскільки швейцарські банки мобілізують значні грошові кошти і забезпечують надійне розміщення капіталу. Фунт стерлінгів, незважаючи на зменшення ролі Великої Британії на світових ринках, зберігає за собою роль резервної валюти з огляду на розвинуту в усьому світі банківську мережу цієї країни.

Крім указаних вище умов віднесення тієї чи іншої валюти до складу резервних, слід зазначити, що певні умови існують і для країни – емітента резервної валюти. Зокрема, до них належать такі основні умови:

- режим вільної конвертованості валюти (за поточними і капітальними операціями);
- відносна стабільність обмінного курсу;
- сприятливий правовий режим використання валюти для нерезидентів як усередині країни, так і на міжнародних валютних ринках;
- високий рівень розвитку банківської і страхової системи, інфраструктури фінансового ринку;
- провідні позиції країни у міжнародній економіці і світовій торгівлі.

Для міжнародної валютної системи й економіки країни, валюта якої є резервною, зміна величини власних офіційних золотовалютних резервів цієї країни не має суттєвого значення. Йдеться передусім про економіку США, валюта яких є ключовою резервною валютою світу. Орієнтація більшості країн на долар дає змогу США без будь-яких обмежень здійснювати



міжнародні розрахунки власною національною валютою при постійному і навіть підвищеному в останній період із боку суб'єктів зовнішньоекономічної діяльності попиті на долари як найбільш поширений світовий засіб платежу і нагромадження. Водночас переваги країни, валюта якої є резервною, полягають у можливості отримувати дешеве і по суті безстрокове кредитування національної економіки завдяки нагромадженню іншими країнами резервів у цій валюті, купувати на зовнішніх ринках більшу кількість товарів і послуг, ніж продавати, тобто мати хронічний дефіцит платіжного балансу [89, с. 343-345].

Долар є головною резервною валютою впродовж усього післявоєнного періоду (протягом 1945-1980-х рр.). Лише після створення у 1979 р. країнами ЄЕС Європейської валютної системи із механізмом спільного плавання європейських валют на міжнародному валютному ринку з'являється друга ключова валюта – німецька марка. Однак її частка у міжнародних операціях не перевищувала 30% . Запровадження євро суттєво не змінило розстановку сил між ключовими валютами. Згідно з дослідженнями Банку міжнародних розрахунків, що проводиться раз на три роки і присвячені використанню валют в операціях на світових валютних ринках, частка долара США у валютообмінних операціях за останні десятиліття практично не змінилась і становила близько 85-90 %.

Важливим фактором, що визначає роль долара США як провідної резервної валюти, є й те, що саме у доларах здійснюється основна частка розрахунків за енергоносії і передусім за нафтопродукти. Зростання попиту на них, зумовлене тенденціями зростання світової економіки, автоматично означає збільшення попиту на долари, а відтак і зміцнення курсу цієї валюти. Крім того, долар США обслуговує не лише ринок нафти, а й біля двох третин світового ринку високих технологій, що власне і є основою економічного розвитку. Сполучені Штати, залучаючи капітали з усього світу (в тому числі інтелектуальні) та інвестуючи їх у створення нових технологій та розробку новітніх технологічних принципів, забезпечили собі по суті недосяжне



лідерство у цій галузі.

Незважаючи на поступове зниження за останні десятиліття позицій долара США, він усе ще залишається основною резервною валютою світу. Саме у доларах утримують свої резерви центральні банки більшості країн світу. Однак тенденції останніх років свідчать про девальвацію американського долара. Цьому сприяє ціла низка різних факторів, в першу чергу, економічних.

Зокрема, станом на грудень 2007 року зовнішній борг Сполучених Штатів сягав 9 трлн. доларів (Конгрес у черговий раз був змушений підвищувати його верхню межу). Вражає навіть не сама цифра боргу (стосовно ВВП вона хоч і висока, але все-таки в прийнятних рамках), а скоріше, перманентна динаміка його зростання – на 60 % протягом останніх 7 років. Крім того, вражає сума внутрішнього боргу – 38 трлн. дол. США, що втричі перевищує величину ВВП.

Ще один тривожний момент – постійне збільшення і без того гігантського дефіциту платіжного балансу. У 2006 р. він склав близько 6 % ВВП, а у 2007 р. має зрости до 6,5 % ВВП, переступивши ще далі за кризову, за мірками МВФ, межу (5 % ВВП). Фактично такий показник дефіциту платіжного балансу означає, що Сполучені Штати щорічно протягом останніх років споживають на 6-6,5% більше, ніж виробляють, що в абсолютних цифрах становить майже 800 млрд. доларів

Якщо подивитися на поточний платіжний баланс США, то єдиним «сильним» експортним рядком у ньому є літакобудування. ВВП країни росте винятково за рахунок досить волатильних і хитких доходів фінансового сектора економіки.

У сформованій ситуації головним експортним товаром Америки став долар.

Постійний експорт доларів змусив США вдатися до їх прискореної емісії. Причому якщо зростання звичайної грошової емісії (що виражається агрегатом M1) ще перебуває в рамках пристойності, то вибухове збільшення

кредитної емісії (що виражається агрегатом М3) викликає серйозні занепокоєння економістів (табл. 4.5). Як результат – зростання інфляції не тільки у США, але й у всій світовій фінансовій системі, що абсорбує долари.

Таблиця 4.5

Співвідношення грошової маси та золотовалютних резервів  
у деяких країнах світу станом на 1 січня 2007 р.

Країна	Показник		
	Грошова маса (M1), млрд. дол. США	Обсяг золотовалютних резервів, млрд. дол. США	Співвідношення між грошовою масою та валютними резервами
1. США	1385	54	25,7
2. Німеччина	1205	46	26,2
3. Японія	3603	834	4,3
4. Канада	177	33	5,4
5. Австралія	218	47	4,6
6. Бразилія	70	76	0,9
7. Південна Корея	92	235	0,4
8. Україна	24	22	1,1

Дотепер основні торговельні партнери Сполучених Штатів та інші країни обмінювали частину одержаних експортних доларів на казначейські зобов'язання (облігації) уряду США, так звані Treasury bonds. Ці країни накопичили значні золотовалютні резерви, переважно також у доларах і доларових цінних паперах. Станом на 1 січня 2008 р. у трійка «лідерів» мала наступний вигляд:

- Китай – 1,434 трлн. дол. США;
- Японія – 945,6 млрд. американських доларів;
- Росія – 455,8 млрд. доларів.

Далі йдуть Тайвань, Південна Корея, Індія та Гонконг.

Всі ці країни, що фінансували дефіцит платіжного балансу США, фактично були основними спонсорами американського буму на ринку

нерухомості останніх років, що закінчився масштабною іпотечною кризою.

Непохитну колись віру в долар почали втрачати не тільки центральні банки, але і приватні власники американської валюти. Якщо загальний обсяг американських доларів у центральних банків дорівнює приблизно 4-4,5 трлн., то у приватних власників по усьому світі є значно більша сума – 10-11 трлн. «Розпорошеність» цієї суми між дрібними власниками призводить до повільного та поступового позбавлення від американської валюти. Але якщо цей процес набере потужності, долар одержить удар не менш серйозний, ніж дії найбільших центробанків. Адже на відміну від них, приватні власники не обмежені у своїх діях політичними міркуваннями і вільні переходити з одного виду активів в інші.

Отже, центральні банки заявили про початок диверсифікації своїх золотовалютних резервів, зменшуючи в них частку американської валюти на користь, в першу чергу, євро і англійського фунта стерлінгів. Сумніви у фінансовій стабільності американської економіки змусили низку країн, що володіють значними золотовалютними резервами, розпочати їхню поступову диверсифікацію. Так, третя за обсягом золотовалютних резервів Росія станом на початок 2008 р. тримає лише 45 % своїх активів в американських доларах, решту – переважно в євро, незначну частину – в фунтах стерлінгів і японських єнах. Подібний перегляд валютної структури своїх міжнародних активів зробила й Індія (6-е місце).

Нещодавно три нафтовидобувні країни Аравійського півострова заявили про намір відмовитися від домінування у своїх золотовалютних резервах американського долара. Зокрема, Центральний банк Об'єднаних Арабських Еміратів зараз серйозно вивчає це питання, внаслідок чого може відбутися і відмова від «прив'язки» національної валюти – дирхама – до долара США і суттєва девальвація останнього. Причому, навіть якщо Рада співробітництва арабських держав Перської затоки, у яку поряд з ОАЕ входять Саудівська Аравія, Бахрейн, Кувейт, Катар і Оман, не прийме колективного рішення щодо цього питання, то справа закінчиться тим, що

три арабські країни Перської затоки приймуть самостійні рішення. Арабські засоби масової інформації вже оголосили про приєднання до ОАЕ Кувейту та Катару.

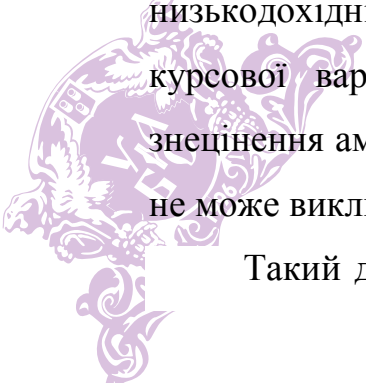
Країни-лідери за обсягом золотовалютних резервів – Китай і Японія – також усе наполегливіше заявляють про намір скоротити частку долара у своїх міжнародних резервах.

Як уже зазначалося, рекордний показник золотовалютних резервів на початок 2008 р. належить Китаю (1,434 трлн. доларів США), причому вони збільшуються зі швидкістю приблизно 18 млрд. доларів на місяць, а відповідно до оцінки фахівців МВФ, до 2010 року вони повинні подвоїтися. Однак китайські чиновники досить обережно заявляють про можливості диверсифікації своїх резервів. Якщо Китай почне інтенсивно розпродавати американські долари, то тим самим він девальвує власні міжнародні активи.

З іншого боку, неясні довгострокові перспективи американської валюти все-таки змушують центробанки удаватися до дуже поступової та обережної диверсифікації. За даними Міжнародного валютного фонду та Європейського центрального банку з 2000 по 2006 рр. частка євро у світових резервах зросла з 18,0 до 25,8 %, при цьому частка долара скоротилася з 71,0 до 64,7 %.

Процес позбування від доларових активів супроводжується падінням вартості американського долара відносно основних світових валют. Індекс вартості долара щодо кошика валют з євро, японської єни, англійського фунта стерлінгів, канадського долара, шведської крони і швейцарського франка – US Dollar Index – упав з максимуму в 120 пунктів у 2002 р. до 81 пункту у 2007 р. Якщо ж виключити з індексу штучно занижені і низькодохідні валюти, – японську єну і швейцарський франк, – зниження курсової вартості долара буде ще більш вражаючим. І якщо раніше знецінення американської валюти було плавним і керованим, зараз уже ніхто не може виключити і варіант неконтрольованого обвалу.

Такий дуже малоймовірний поки варіант можливий при масштабному





одноразовому продажі доларів одним з великих валютних гравців – тим чи іншим центральним банком. І хоча великим власникам доларів його знецінення не вигідно, цей крок теоретично може бути зроблений виходячи з політичних міркувань. Незважаючи на всі ці тяжкі проблеми американської валюти, є фактори і на користь долара. Так, крім політичної та економічної обмеженості для маневру центробанків, завдання позбування від долара додатково ускладнюється також відсутністю гідної альтернативи.

Головним серйозним конкурентом долара США як резервної валюти нині може бути лише євро. Це пов'язано з тим, що частка японської єни у міжнародній торгівлі не перевищує кількох процентів, а частка інших резервних валют (англійський фунт стерлінгів, швейцарський франк) є ще меншою. В останні роки немає ніяких передумов для розширення використання єни як засобу платежу в міжнародній торгівлі, а відтак і як засобу формування міжнародних резервів. Навіть самі японські компанії в експортно-імпортних операціях використовують в основному долар США. При цьому частка експорту, номінованого в доларах США, у загальному обсязі експорту Японії значно вища, ніж у експорті інших розвинутих країн. Труднощі японської економіки кінця 1990-х – початку 2000-х рр. зумовили відносно незначну частку єни у структурі офіційних валютних резервів інших країн. Частка англійського фунта стерлінгів навіть попри незначну тенденцію підвищення останніх років, що визначається зміцненням міжнародних позицій британської економіки, все одно залишається незначною і навіть меншою за японську єну. Тому з долларом США нині конкурує, головним чином, не єна або фунт стерлінгів, а євро. Однак його різка та істотна ревальвація щодо долара надзвичайно не вигідна європейським експортерам, що певною мірою є стримуючим чинником для використання євро у якості головної світової резервної валюти [132, 133].

Аналізуючи валютну структуру міжнародних резервів НБУ, автор дійшов висновку, що зважаючи на постійну волатильність світових фінансових ринків та нестабільність обмінних курсів, Національний банк



України з метою ефективного управління валютними ризиками повинен постійно здійснювати їхню диверсифікацію.

При цьому виявлено, що в процесі оптимізації структури золотовалютних резервів НБУ необхідно враховувати наступні чинники:

- питому вагу іноземної валюти у системі міжнародних розрахунків країни (майже 60 % міжнародних розрахунків України здійснюються у доларах США);
- сальдо поточного рахунку платіжного балансу (– 6,7 % від ВВП за підсумками 2008 р.);
- частку країни-партнера у загальному обсязі зовнішньоторговельної діяльності України (з 25 країн – основних торговельних партнерів України 8 є країнами єврозони, а їхня питома вага у зовнішньоторговельному обороті України складає майже 40 % і має постійну динаміку до збільшення);
- іноземну валюту для проведення валютних інтервенцій на внутрішньому валютному ринку (в Україні інтервенційною валютою з питомаю вагою майже у 100 % є долар США).

Таким чином, враховуючи вищезазначені фактори, поточну політику Національного банку України щодо управління золотовалютними резервами, а також сучасні тенденції розвитку світових фінансових ринків, аргументовано, що частку долара США необхідно поступово зменшувати на користь євро, при цьому решта резервів суттєвих змін не повинна зазнавати.

#### Висновки до розділу 4

1. Обґрунтовано, що виконання основної функції Національного банку України – забезпечення стабільності гривні – зумовлює об'єктивну потребу в формуванні золотовалютних резервів та управління ними. Згідно з Законом



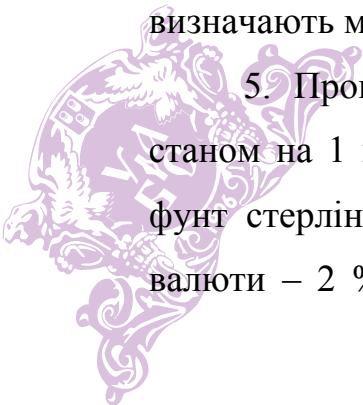
України «Про Національний банк України» золотовалютний резерв – резерви України, відображені у балансі Національного банку України, що включають в себе активи, визнані світовим співтовариством як міжнародні і призначені для міжнародних розрахунків.

2. Встановлено, що структура золотовалютних резервів Національного банку України відповідає загальносвітовій практиці діяльності центральних банків щодо формування резервних активів, а формування валютного компоненту відбувається під впливом еволюційного розвитку світової валютної системи. Визначено, що основним джерелом формування золотовалютних резервів НБУ до 1995 р. були надходження від обов'язкового продажу валютної виручки експортерів, на сьогодні головним каналом їх поповнення виступають валютні інтервенції.

3. Визначено, що за період 1994-2007 рр. загальний обсяг золотовалютних резервів України збільшився майже у 196 разів. Найбільшу питому вагу (понад 95%) посідає стаття «Іноземна валюта», що включає до свого складу такі показники: готівкові кошти у вільноконвертованих валютах, кошти на рахунках за кордоном у вигляді банківських депозитів, цінні папери (крім акцій), що оплачуються в іноземній валюті.

4. Доведено, що золотовалютні резерви є дієвим інструментом реалізації монетарної та валютної політики Національного банку України, що дозволяє впливати на обсяги грошової маси в обігу, рівень інфляції, ринкову кон'юнктуру та зростання темпів виробництва. Аргументовано, що зміна обсягу офіційних резервів безпосередньо відображається на внутрішньому грошовому обігу, оскільки за нинішніх умов саме золотовалютні резерви є основним видом активів НБУ, а відтак забезпеченням його зобов'язань, що визначають масштаби емісії національної валюти.

5. Проведений аналіз валютної структури золотовалютних резервів станом на 1 квітня 2009 р. (долар США – 45 %, євро – 35 %, англійський фунт стерлінгів – 13 %, золото – 3 %, швейцарський франк – 2 %, інші валюти – 2 %) свідчить, що зважаючи на постійну волатильність світових



фінансових ринків та нестабільність обмінних курсів, НБУ з метою ефективного управління валютними ризиками повинен і в подальшому здійснювати їхню диверсифікацію.

6. Встановлено, що в процесі оптимізації структури золотовалютних резервів НБУ необхідно враховувати наступні чинники:

- питому вагу іноземної валюти у системі міжнародних розрахунків країни (майже 60 % міжнародних розрахунків України здійснюються у доларах США);
- сальдо поточного рахунку платіжного балансу (– 6,7 % від ВВП за підсумками 2008 р.);
- частку країни-партнера у загальному обсязі зовнішньоторговельної діяльності України (з 25 країн – основних торговельних партнерів України 8 є країнами єврозони, а їхня питома вага у зовнішньоторговельному обороті України складає майже 40 % і має постійну динаміку до збільшення);
- іноземну валюту для проведення валютних інтервенцій на внутрішньому валютному ринку (в Україні інтервенційною валютою з питомою вагою майже у 100 % є долар США).

7. Таким чином, враховуючи вищезазначені фактори, поточну політику Національного банку України щодо управління золотовалютними резервами, а також сучасні тенденції розвитку світових фінансових ринків, аргументовано, що частку долара США необхідно поступово зменшувати на користь євро, при цьому решта резервів суттєвих змін не повинна зазнавати.

Основні результати розділу опубліковані в наукових статтях і монографіях [114, 120, 125, 126, 127, 128, 130, 132, 133, 159].



## РОЗДІЛ 5. РОЗВИТОК ДЕРЖАВНОГО РЕГУЛЮВАННЯ ВАЛЮТНОГО РИНКУ В УКРАЇНІ

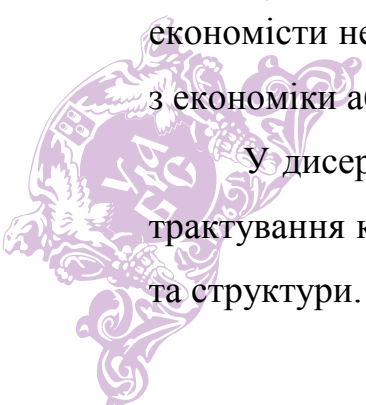
### 5.1. Валютний ринок у механізмі реалізації валютної політики

Основною сферою взаємодії суб'єктів валютних відносин, що визначає можливість реалізації валютної політики, є валютний ринок. Саме функціонування валютного ринку є основним об'єктом впливу системи валютного регулювання і валютного контролю з боку держави у процесі реалізації валютної політики.

У зв'язку з тим, що міжнародні економічні відносини породжують відповідні грошові вимоги і зобов'язання сторін, необхідною умовою їх урегулювання є використання національної валюти тієї чи іншої країни, оскільки єдиного універсального світового платіжного засобу поки що немає. Це зумовлює потребу обміну однієї валюти на іншу у формі купівлі-продажу іноземної валюти платником або одержувачем коштів при здійсненні міжнародних операцій. Саме міжнародний платіжний оборот, пов'язаний з оплатою грошових вимог і зобов'язань юридичних і фізичних осіб різних країн, обслуговується валютним ринком, визначаючи його об'єктивну необхідність.

Досліджуючи сутність поняття «валютний ринок», варто зазначити, що у сучасній вітчизняній та іноземній літературі не існує загальноприйнятого підходу до визначення цієї економічної категорії. Деякі дослідники-економісти не надають їй належного значення, не включаючи до підручників з економіки або лише згадуючи про валютний ринок.

У дисертаційній роботі проведено аналіз різноманітних поглядів щодо трактування категорії «валютний ринок», визначення його основних функцій та структури.



Валютний ринок – складне економічне поняття. Тому в економічній літературі важко знайти два однакових його визначення. Отже, кращому розумінню сутності валютного ринку сприятиме наведення різних визначень, що акцентують увагу на його певних аспектах.

Саме поняття валютного ринку не є новим, воно зустрічається ще в Українській радянській енциклопедії 1978 р. та має таке трактування: «Валютний ринок – це особлива сфера економічних відносин за капіталізму, пов'язана з проведенням операцій з іноземною валютою і платіжними документами в іноземних валютах (чеки, векселі, телеграфні й поштові перекази, акредитиви)».

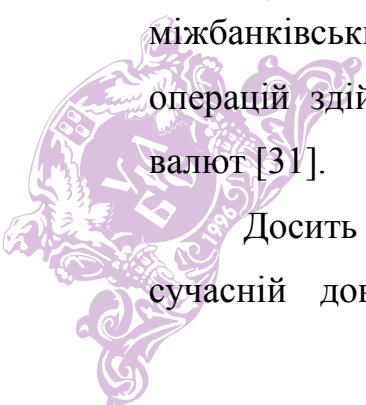
Описову характеристику валютного ринку подає Ф.С. Мишкін: «Більшість країн світу мають свої власні валюти: США мають долар, Швейцарія – франк, Бразилія – крузейро, а Індія – рупію. Торгівля між країнами викликає обмін різних валют одна на одну» [196].

Н.А. Міклошевська і А.В. Холопов при визначенні валютного ринку акцентують увагу лише на функції обміну валюти: «Валютний ринок – це особливий ринок, на якому здійснюють обмін валюти однієї країни на валюту іншої країни за визначеним валютним курсом» [191].

І.Н. Платонова у навчальному посібнику «Валютный рынок и валютное регулирование» подає наступне визначення: «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» [46].

С.Я. Боринець вважає, що валютний ринок – це переважно міжбанківський ринок, адже саме в процесі проведення міжбанківських операцій здійснюється основний обсяг угод з купівлі-продажу іноземних валют [31].

Досить різні визначення поняття валютного ринку подаються у сучасній довідниковій літературі. Так, наприклад, С.В. Мочерний в





«Економічному словнику-довіднику» зазначає, що 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.

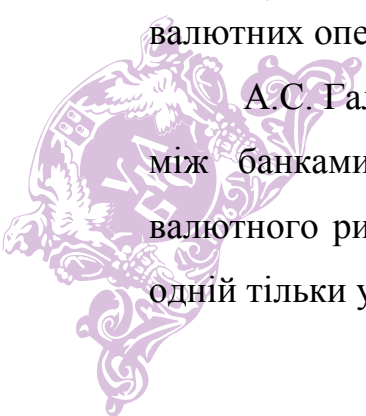
У банківсько-фінансово-правовому словнику-довіднику уточнюється попереднє визначення, а саме, підкреслюється, що валютний ринок – сфера економічних відносин між країнами, пов'язаних з операціями купівлі-продажу, обміну іноземних валют та з використанням платіжних документів в іноземних валютах. Подібне визначення подає фінансовий словник-довідник за редакцією М.Я. Дем'яненка.

У словнику з бізнесу із серії Оксфордських довідників сутність валютного ринку інтерпретується так: «Валютний ринок – міжнародний ринок, на якому продають іноземні валюти».

А.М. Мороз дає таке визначення: «Валютний ринок за своїм економічним змістом – це сектор грошового ринку, на якому урівноважуються попит і пропозиція на такий специфічний товар, як валюта» [283].

В.А. Ющенко та В.І. Міщенко пропонують розглядати валютний ринок і як економічну категорію, і з практичної точки зору, подаючи таке визначення: «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» [306].

А.С. Гальчинський характеризує валютний ринок як відносини не лише між банками, але й між їхніми клієнтами. Головна характерна риса валютного ринку полягає у тому, що тут грошові одиниці протидіють одна одній тільки у вигляді записів на кореспондентських рахунках [77].



Досить широке визначення, з яким не можна не погодитись, подає Є.В. Савельєв, стверджуючи, що валютний ринок є:

- по-перше, особливим ринком, на якому продають шляхом обміну не матеріальні цінності, а валютні цінності (грошові знаки) різних країн;
- по-друге, як ціни на ньому виступають номінальні валютні курси;
- по-третє, здійснення обмінних операцій на валютному ринку дає змогу проводити операції з обміну факторами виробництва, товарами і послугами;
- по-четверте, в організаційно-технічному аспекті валютні ринки складаються з їх учасників і певної сукупності сучасних засобів збору, передачі й обробки інформації, що розділені на національні та світові валютні ринки [262].

Досить влучним, на наш погляд, є визначення, яке у своєму підручнику «Валютна політика» пропонує О.В. Дзюблук: «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» [89].

У працях інших науковців є згадки про валютний ринок, але не надано його визначення і не досліджено сутність, хоча розглянуто основні його складові: валюта, валютні цінності, валютний курс, валютні операції, валютні ризики тощо.

Перелік визначень поняття «валютний ринок» можна продовжити, але їх аналіз і порівняння дозволяє дати власне визначення цієї економічної категорії.

Отже, на думку автора, 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.

Таким чином, поняття валютного ринку як економічної категорії стоїть

в одному ряду з іншими видами ринків, однак його специфікою є об'єкт торгівлі, тобто валюта і валютні цінності, а також ціна, виражена обмінним курсом, що складається під впливом ринкової кон'юнктури. Саме на валютному ринку узгоджуються інтереси продавців і покупців валютних цінностей через співвідношення попиту і пропозиції.

За функціональним змістом валютні ринки забезпечують своєчасне здійснення міжнародних розрахунків, хеджування валютних ризиків, диверсифікацію валютних резервів, проведення арбітражних операцій.

За інституціональним змістом валютні ринки представлені сукупністю банків, інвестиційних компаній, валютних бірж, брокерських контор, які здійснюють валютні операції.

За організаційно-технічною ознакою валютний ринок є сукупністю телеграфних, телефонних, телекських, електронних, комп'ютерних й інших комунікаційних систем, які зв'язують між собою учасників ринків з різних країн, що здійснюють міжнародні розрахункові та валютні операції [133].

Попри те, що операції, що на сьогодні здійснюються на валютних ринках, відомі ще з античного періоду, їхнє формування у сучасному розумінні припадає на кінець 19 – початок 20 ст. Інтенсифікація цього процесу саме у вказаний період відбувалася під дією сукупності таких основних факторів:

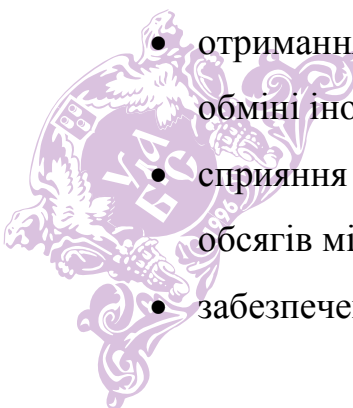
- зростання масштабів світової торгівлі та розширення на цій основі регулярних економічних зв'язків між різними країнами;
- поступове витіснення золота з міжнародного платіжного обороту і поширення кредитних засобів обігу у вигляді національних валют різних країн і платіжних інструментів, виражених у цих валютах;
- зростання масштабів міжнародної діяльності банків та інших фінансово-кредитних установ, які забезпечують належну концентрацію капіталів для безперервного переміщення значних обсягів коштів у зовнішньоторговому обороті;
- інтенсивний розвиток інформаційних технологій та удосконалення засобів

зв'язку, що сприяє оптимізації обміну даними між ринками різних країн та зниженню рівня ризику при здійсненні валютно-обмінних операцій.

Інтенсивне зростання масштабів валютних ринків пов'язане передусім із занепадом Бреттон-Вудської валютної системи і переходом до системи плаваючих валютних курсів. Ямайська валютна система, яка передбачала вільний вибір режимів обмінних курсів національних валют, хоч і надає центральним банкам ширші можливості для маневру, проте сприяє нестабільності валютних курсів та зростанню обсягів спекулятивних операцій. До речі, саме у цей період часу почалося активне формування міжнародного валютного ринку «форекс».

Сутність валютного ринку знаходить безпосереднє відображення у його функціях. Основні функції валютного ринку:

- мінімізація ризику, пов'язаного з коливанням обмінних курсів іноземних валют, шляхом формування відповідних механізмів для розподілу цього ризику між різними суб'єктами ринку;
- своєчасне здійснення міжнародних розрахунків шляхом обміну валют різних країн та переказу коштів через міжнародні платіжні системи банківських установ;
- визначення та регулювання валютних курсів, формування попиту та пропозиції на іноземні валюти;
- можливість використання операцій з валютними деривативами як з метою хеджування валютних ризиків, так і з метою валютного арбітражу;
- диверсифікація валютних резервів підприємств, банків, держави шляхом своєчасного обміну одних валют на інші та формування портфелю валютних вкладень із найстабільніших валют;
- отримання прибутку учасниками ринку у вигляді різниці, що виникає при обміні іноземних валют унаслідок коливання обмінних курсів;
- сприяння поглибленню міжнародного розподілу праці та розширенню обсягів міжнародної торгівлі;
- забезпечення можливості реалізації валютної політики, спрямованої на



державне регулювання економічних процесів на національному рівні, а також узгодження відповідних регулятивних заходів у рамках світового господарства.

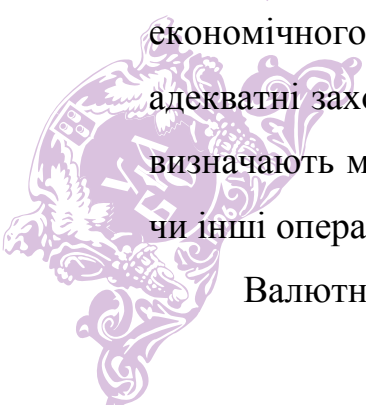
На сьогодні власне розвиток валютних ринків є одним із ключових факторів нормального функціонування світової економіки та міжнародної торгівлі. В умовах глобалізації економічних процесів швидкість та ефективність міжнародних розрахунків, що здійснюються на основі своєчасного, оптимального обміну іноземних валют, є необхідним підґрунтям міжнародного обороту товарів, послуг, робіт і капіталів.

Саме валютний ринок є однією з головних форм забезпечення світових господарських зв'язків, виконуючи по суті функції міжнародної грошової системи та сприяючи здійсненню міжнародних інвестицій і торгівлі. Він обслуговує не лише експортерів та імпортерів, але й величезні міжнародні потоки капіталів, розширившись від ланцюга окремих національних фінансових центрів до єдиного інтегрованого міжнародного ринку, який відіграє значно важливішу роль у функціонуванні національних економік, впливаючи на всі аспекти життя суспільства.

Саме цим зумовлена порівняно складна структура валютного ринку за сферою поширення, рівнем організованості, складом суб'єктів (Додаток Ж).

Функціонування валютного ринку в будь-якій країні тією чи іншою мірою зазнає безпосереднього впливу валютної політики держави, що через дію відповідних економічних чи адміністративних інструментів позначається на формуванні кон'юнктури ринку та умовах діяльності його учасників. Такі умови можуть мати жорсткіший або ліберальний характер залежно від того, які пріоритети визначені валютною політикою держави на певному етапі економічного розвитку країни. З урахуванням цього на практиці проводяться адекватні заходи валютного регулювання і валютного контролю, що власне і визначають можливості учасників валютного ринку здійснювати на ньому ті чи інші операції з валютними цінностями, тобто валютні операції.

Валютні операції – це операції, пов'язані з переходом права власності





на валютні цінності, включаючи операції з використання валютних цінностей у міжнародному обігу як засобу платежу, а також операції, пов'язані з ввезенням, переказуванням і пересиланням на територію країни та за її межі валютних цінностей [248].

По суті всі учасники економічних відносин, що здійснюють валютні операції, є суб'єктами валютного ринку. Склад учасників валютного ринку визначає його інституційну структуру. З інституційного погляду валютний ринок – це сукупність комерційних банків, інвестиційних компаній, бірж, брокерських контор, які здійснюють валютні операції.

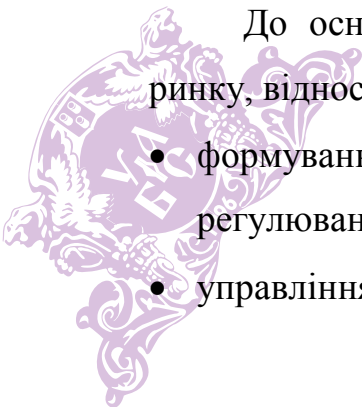
Характерною особливістю діяльності таких учасників валютного ринку є проведення ними операцій з обміну іноземних валют на постійній, професійній основі і, як правило, для своїх клієнтів – підприємств, міжнародних компаній і фінансових установ, які здійснюють іноземні вкладення активів і отримують виручку за кордоном, а також фізичних осіб, які є учасниками валютного ринку через операції неторговельного характеру з приводу купівлі-продажу іноземної валюти (туризм, переказ зарплати, пенсій, гонорарів, допомоги тощо).

Таким чином, учасників валютного ринку можна умовно поділити на дві основні групи – ті, хто здійснюють валютні операції на професійній основі, і ті, хто користуються послугами перших, беручи участь у валютних угодах, тобто непрофесійні учасники.

Важливими суб'єктами валютного ринку є центральні банки країн, які через застосування інструментів валютної політики відповідно до її стратегічних і тактичних цілей здатні впливати на всіх учасників ринку як на національному, так і на регіональному та міжнародному рівнях.

До основних функцій центральних банків, як учасників валютного ринку, відносяться:

- формування певної стратегії і тактики при здійсненні політики валютного регулювання та валютного контролю;
- управління золотовалютними резервами країни;





- вплив на обмінний курс шляхом здійснення валютних інтервенцій;
- регулювання рівня облікової ставки, нормативу обов'язкового резервування, проведення операцій на відкритому ринку;
- контроль за обсягом грошової маси в обігу та інші.

Серед центральних банків найбільш впливовими є Федеральна Резервна Система США, Європейський Центральний Банк і Банк Англії, діяльність яких може суттєво вплинути на кон'юнктуру міжнародного валютного ринку [306].

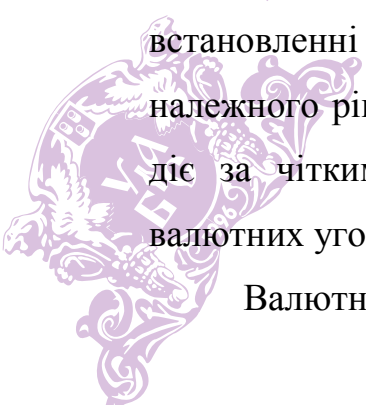
Потрібно зауважити, що валютний ринок не є якимось абстрактним поняттям, а має цілком конкретне організаційне наповнення. З організаційного погляду валютний ринок – це система валютних бірж, комерційних банків та інших фінансово-кредитних установ, які реалізують угоди з купівлі-продажу іноземної валюти. На практиці це означає поділ валютного ринку на два основні сегменти: біржовий та позабіржовий (міжбанківський).

Біржовий ринок – це організаційно оформлений і постійно функціонуючий валютний ринок у вигляді валютних бірж.

Валютна біржа – це самостійна фінансово-кредитна установа, що організовує торги іноземною валютою, цінними паперами, вартість яких визначається в іноземній валюті, а також біржовими валютними деривативами.

Валютні біржі не виступають контрагентом у валютних угодах, скоріше вони є торговельним майданчиком, функції якого полягають не в отриманні високої норми прибутку, а, перш за все, в організації валютного ринку, мобілізації коштів для здійснення валютно-обмінних операцій, встановленні реальної ринкової вартості валют, а також забезпеченні належного рівня ліквідності валютних цінностей. Біржовий валютний ринок діє за чіткими правилами, що фіксують основні параметри здійснення валютних угод.

Валютні біржі існують в багатьох країнах як самостійні фінансові

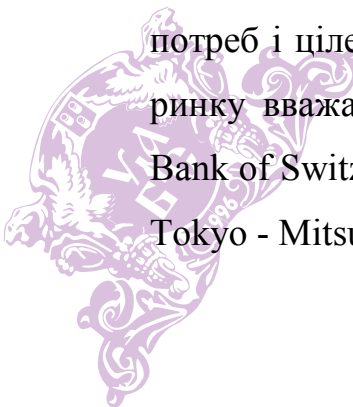


установи. Так, в Японії, Франції, Скандинавських країнах завдання валютних бірж полягає у визначенні валютних курсів та фіксації довідкових курсів. У деяких країнах валютні біржі здійснюють функції обміну валют для юридичних осіб та формують ринковий валютний курс. При цьому держава в особі центрального банку, використовуючи компактність біржового ринку, регулює обмінний курс через валютні інтервенції та інші заходи економічного та адміністративного характеру.

Останнім часом досить часто на універсальних або спеціалізованих біржах створюються спеціальні підрозділи, які займаються валютними операціями. Крім того, в останні роки почали з'являтися спеціалізовані валютні біржі, які обслуговують строковий сегмент валютних ринків (біржі валютних деривативів):

- Лондонська міжнародна біржа фінансових ф'ючерсів (LIFFE);
- Токійська міжнародна біржа фінансових ф'ючерсів (TIFFE);
- Європейська опціонна біржа в Амстердамі (EOE);
- Німецька строкова біржа у Франкфурті-на-Майні (DTB);
- Біржа строкової торгівлі у Сіднеї (SFE);
- Австрійська строкова опціонна біржа (OeTOB) та інші [306].

Позабіржовий ринок – це сукупність операцій з обміну іноземної валюти, що здійснюються банками та іншими фінансовими установами без участі посередників. Діяльність позабіржового ринку безпосередньо пов'язана зі здійсненням валютних операцій. Основний обсяг валютних операцій припадає на комерційні банки, які формують міжбанківський валютний ринок шляхом здійснення всього спектру операцій з іноземною валютою, включаючи як клієнтські замовлення так і виконання операцій для потреб і цілей банку. Загальновизнаними лідерами міжнародного валютного ринку вважаються такі банки: Bank of America, Deutsche Bank AG, Union Bank of Switzerland, Barclays Bank plc, JP Morgan Chase, Citibank NA, Bank of Tokyo - Mitsubishi UFJ та інші (табл. 5.1).



Найбільші учасники міжнародного валютного ринку  
(станом на 01.07.2008 р.)

№ пор.	Назва банку (маркет-мейкера)	Частка в обсязі ринку, %
1.	Deutsche Bank AG	19,30
2.	UBS AG	14,85
3.	Citibank NA	9,00
4.	The Royal Bank of Scotland Group	8,90
5.	Barclays Bank plc	8,80
6.	Bank of America	5,29
7.	HSBC	4,36
8.	Goldman Sachs	4,14
9.	JP Morgan Chase	3,33
10.	Morgan Stanley	2,86
Інші банки		19,17

Банки та фінансово-кредитні установи, які функціонують на валютному ринку, за ступенем їхнього впливу на формування валютної політики та тенденцій динаміки валютних курсів поділяють на дві основні групи:

1. Маркет-мейкери (market makers) – найбільші банки та фінансово-кредитні установи, які здійснюють значні обсяги валютних операцій і завдяки своєму панівному становищу на ринку формують стратегію динаміки валютних курсів, відсоткових ставок тощо. Зазвичай, банки та фінансові компанії є маркет-мейкерами за однією або кількома валютами. Наприклад, Union Bank of Switzerland AG є маркет-мейкером за конверсійними операціями зі швейцарським франком (CHF), Bank of America – з американським доларом (USD) та євро (EUR), Bank of Montreal – з канадським доларом (CAD), Bank of Tokyo - Mitsubishi UFJ – з японською єною (JPY).

Маркет-мейкери визначають поточні курси іноземних валют шляхом постійного здійснення валютних операцій один із одним та з меншими банками, які є по відношенню до маркет-мейкерів користувачами ринку.

2. Маркет-юзери (market users) – дрібні банки та фінансово-кредитні

установи, які є користувачами валютного ринку і виконують значно менші обсяги валютних операцій, а їх діяльність не спричиняє суттєвого впливу на валютну політику та динаміку валютних курсів.

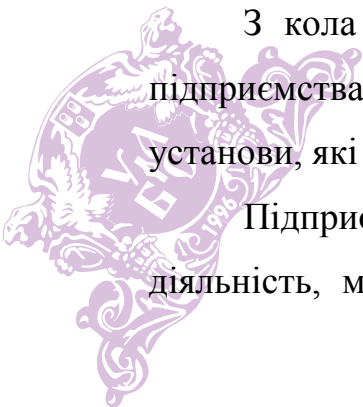
З організаційного погляду взаємодія між учасниками позабіржового валютного ринку – дилерами – забезпечується телефоном, телефаксом та комп'ютерними мережами. Перевагами позабіржового валютного ринку є порівняно низька собівартість затрат на здійснення операцій з обміну валют, а також вища швидкість розрахунків, ніж при торгівлі на валютній біржі. У зв'язку з цим обсяги операцій з обміну іноземних валют на міжбанківському ринку істотно переважають (близько 90% обороту) обсяг операцій на біржовому ринку.

Повноцінними суб'єктами валютного ринку є інвестиційні фонди. Ці компанії, представлені міжнародними інвестиційними, пенсійними, взаємними фондами, страховими компаніями і трастами здійснюють політику диверсифікованого управління портфелем активів, розміщуючи кошти в цінних паперах урядів і корпорацій різних країн. Найбільш відомим серед інвестиційних фондів є фонд «Quantum» Джорджа Сороса, який переважно проводить валютні спекуляції.

Іншими професійними учасниками валютного ринку є брокерські контори. Валютні брокерські фірми, які є юридичними особами і, зазвичай, працюють з біржами та банками, виконують функції посередників на замовлення своїх клієнтів за кредитно-депозитними, конверсійними чи дилінговими операціями. Найбільш відомими на міжнародних валютних ринках є такі брокерські фірми: Bierbaum, Lasser Marshall, Harlow Butler, Intermoney Financial Products та інші.

З кола непрофесійних учасників валютного ринку можна виділити підприємства, що здійснюють ЗЕД, міжнародні корпорації та фінансові установи, які здійснюють іноземні вкладення активів, а також фізичних осіб.

Підприємства та організації, які здійснюють зовнішньоекономічну діяльність, мають постійний попит на іноземну валюту та створюють її



пропозицію в залежності від спрямованості експортно-імпортних потоків. Вони є активними учасниками валютного ринку, але здійснюють кредитно-депозитні, розрахункові та конверсійні операції переважно через комерційні банки.

Підприємства, міжнародні корпорації, фінансові установи, які здійснюють іноземні вкладення активів, працюють на міжнародних валютних ринках, переслідуючи певні цілі, зокрема:

- вкладення виробничих інвестицій у свої іноземні філії та дочірні підприємства;
- організація діяльності на міжнародному фондовому ринку (особливо на ринку державних цінних паперів іноземних країн);
- проведення спекулятивних операцій завдяки різниці у відсоткових ставках та валютних курсах на міжнародних і національних валютних ринках.

Фізичні особи, як учасники валютного ринку, здійснюють операції з приводу купівлі-продажу готівкової іноземної валюти, у сфері туризму, переказу заробітної плати, гонорарів, пенсій, добровільних внесків тощо.

Залежно від обсягів торгівлі валютою і сфери поширення валютних операцій валютний ринок поділяється на внутрішній, регіональний і міжнародний.

Внутрішній (національний) валютний ринок – це валютний ринок однієї країни, тобто біржовий та позабіржовий ринок, що функціонує в її межах. Національний валютний ринок охоплює сукупність валютних операцій, що здійснюються банками і валютними біржами, розташованими на території однієї країни.

Національний ринок забезпечує рух валютних потоків у даній країні та обслуговують зв'язки з міжнародними валютними центрами. Його розвиненість залежить від стану фінансово-кредитної системи країни, рівня її інтеграції у світову економіку, системи валютного регулювання та інших чинників.

Регіональний валютний ринок – це валютний ринок, розташований у





певному географічному регіоні світу.

Виділяють наступні види регіональних валютних ринків:

- європейський (найбільші центри: Лондон, Цюрих, Париж, Франкфурт-на-Майні) – 40% обсягу світового ринку;
- північноамериканський (Нью-Йорк, Філадельфія, Лос-Анджелес, Сан-Франциско, Оттава, Монреаль) – 35%;
- азіатський (Сідней, Токіо, Сінгапур, Гонконг, Бахрейн) – 25%.

Міжнародний валютний ринок – це ринок, який включає валютні ринки всіх країн світу. Це глобальний ринок обміну провідних валют, що функціонує цілодобово й операції здійснюються децентралізовано. Основна частка валютних угод на ньому здійснюється безпосередньо між банками з використанням електронних засобів зв'язку.

Специфічними рисами сучасного міжнародного валютного ринку є:

- посилення інтернаціоналізації, пов'язане з поглибленням господарських зв'язків, підвищенням рівня концентрації виробництва та фінансового капіталу, створенням спільних банків тощо;
- високий динамізм здійснення валютних операцій;
- наявність уніфікованих, а в більшості випадків – стандартизованих методів організації торгівлі та укладення валютних контрактів;
- підвищення в структурі обороту частки спекулятивних угод і, відповідно, зниження частки комерційних (клієнтських) валютних операцій;
- високий рівень технічної оснащеності фінансово-кредитних установ;
- використання спеціальних телекомунікаційних систем (Рейтер, Блумберг, Телерейт);
- широке застосування міжнародних розрахункових одиниць;
- лібералізація національних валютних законодавств і зміцнення внутрішніх валютних ринків тощо.

У сучасних умовах зазначений поділ ринків має великою мірою умовний характер, оскільки валютний ринок дедалі більше набуває організаційної цілісності у світовому масштабі.





На сьогодні тенденції розвитку валютного ринку визначаються такими основними факторами:

- глобалізація та посилення взаємозв'язку національних і регіональних валютних ринків, унаслідок чого зміни в одному з центрів світової торгівлі безпосередньо впливають на загальний стан міжнародного валютного ринку;
- зростання рівня волатильності обмінних курсів валют, що визначають збільшення масштабів спекулятивних операцій та посилюють нестабільність організації валютних відносин;
- переважання обсягів спекулятивних валютних операцій над операціями, пов'язаними з обслуговуванням комерційних угод щодо міжнародного руху товарів і послуг;
- уніфікація техніки здійснення валютних операцій по всьому світу в умовах глобалізації економічних процесів та зростанням масштабів здійснюваних валютних угод;
- транспарентність ринку, що пов'язано з практично необмеженим доступом до інформації про формування кон'юнктури (динаміка курсових співвідношень основних валют постійно повідомляється всім учасникам ринку: банкам, брокерським фірмам, рейтинговим агентствам та інш.);
- лібералізація умов діяльності основних учасників валютного ринку в результаті поступового послаблення валютного регулювання і валютного контролю з боку держави.

Такі тенденції відображають особливу чутливість валютного ринку до кон'юнктурних змін та посилюють непередбачуваність умов діяльності для його учасників. За умов недостатнього рівня розвитку організації ринкових інститутів у трансформаційній економіці надмірно ліберальні умови організації валютного ринку можуть стати фактором макроекономічної та фінансової нестабільності.

Відтак роль валютної політики держави як інструмента впливу на учасників валютного ринку є важливою і такою, що визначає основні

правила та умови діяльності всіх суб'єктів валютних відносин.

Основна мета валютної політики за таких умов – регулювання зовнішньої конкурентоспроможності держави із забезпеченням захисту національної економіки від негативного впливу валютної нестабільності на світових ринках [89, с. 53-54].

## **5.2. Методологічні засади та практичні аспекти хеджування валютно-курсних ризиків**

Основними інструментами валютного ринку є валютні операції.

В Україні діє нормативно встановлений перелік видів валютних операцій, що їх мають право здійснювати уповноважені банки (рис. 5.1), затверджений постановою Правління Національного банку України «Про затвердження Положення про порядок видачі банкам банківських ліцензій, письмових дозволів та ліцензій на виконання окремих операцій» від 17.07.2000 № 275.

У зв'язку з тим, що курси майже всіх валют періодично коливаються внаслідок різноманітних причин, практика міжнародних економічних відносин напрацювала різні стратегії захисту від валютних ризиків. Найбільш розповсюдженим методом хеджування валютних ризиків є застосування валютних деривативів, що представлені валютними операціям «форвард», ф'ючерсними контрактами, валютними опціонами, свопами, а також їхніми різновидами та комбінаціями.

Спільною рисою всіх строкових валютних угод є те, що вони укладаються у поточний період часу, визначається валютний курс, а дата валютування відкладена у майбутньому [49].

Одними з найбільш розповсюджених строкових торговельних операцій є валютні операції «форвард».



Рис. 5.1. Інструменти валютного ринку уповноважених банків [11]

Валютна операція «форвард» – це угода щодо купівлі-продажу іноземної валюти за встановленим курсом, дата валютування якої відкладена на певний термін в майбутньому.

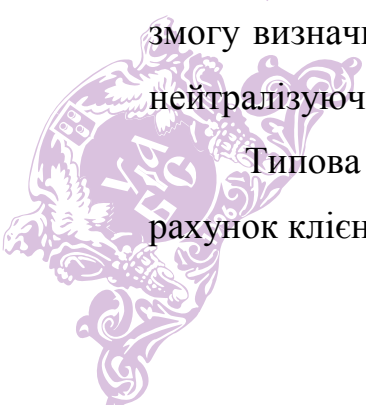
Ринок форвардних операцій є невід’ємною складовою світового валютного ринку від початку 80-х рр. 20 ст. Уперше форвардні угоди почали використовувати лондонські банки в міжбанківських операціях із євровалютами. У серпні 1985 р. Асоціація британських банкірів (BBA) видала правила щодо регулювання угод на міжбанківському валютному ринку (FRABBA terms), якими і дотепер керуються банки при укладанні форвардних контрактів.

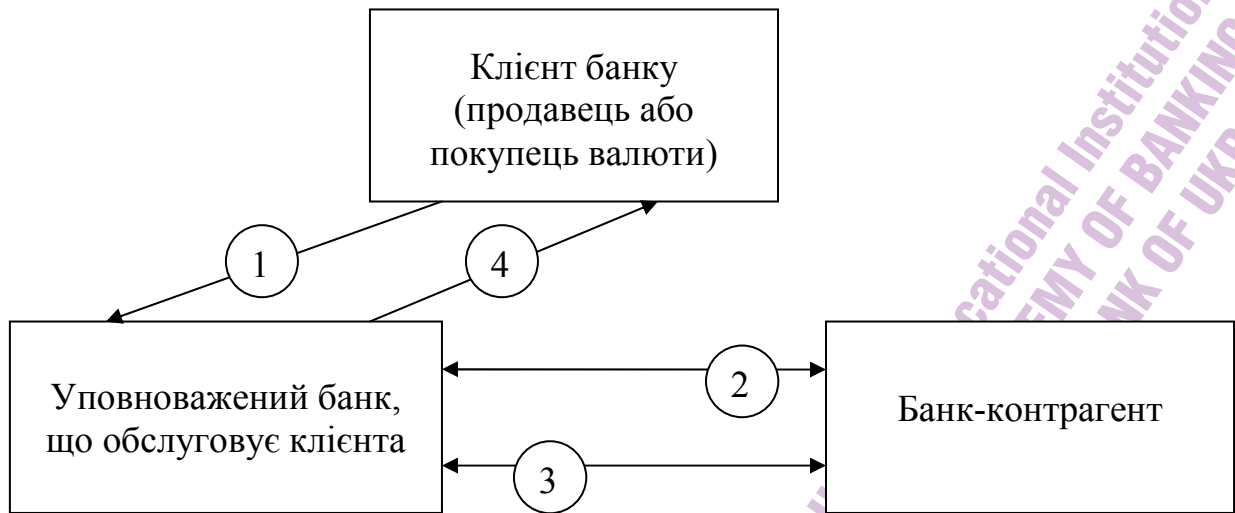
Основою форвардної угоди є договір купівлі-продажу іноземної валюти на певну дату в майбутньому за обмінним курсом, обумовленим на дату укладення угоди. Форвардні контракти є терміновими контрактами міжбанківського валютного ринку. Терміни форвардних угод стандартизовані та, як правило, не перевищують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

Оскільки форвардний ринок є міжбанківським, комерційні банки, крім стандартних термінів, самостійно використовують так звані короткі дати – «short dates» (до одного місяця) та ламані дати – «broken dates» (понад місяць), що не збігаються зі стандартними термінами. Однак ринок таких дат вважається менш ліквідним, ніж ринок зі стандартизованими термінами, а тому угоди мають разовий характер за домовленістю контрагентів.

Основне призначення форвардних валютних угод – забезпечити надійне страхування майбутніх платежів або надходжень за зовнішньоторговельними контрактами. Наприклад, металургійне підприємство, експортуючи свою продукцію, розрахунки веде в доларах США, а обладнання та устаткування закуповує (імпортує) за євро. Якщо відомий чіткий графік постачання товарів і надходження платежів, то підприємство може захеджувати свій валютний ризик від зміни курсу американського долара до євро, уклавши угоду про купівлю євро за американські долари в майбутньому, враховуючи дату купівлі обладнання чи устаткування. За таких умов менеджери підприємства мають чітку інформацію щодо майбутніх витрат і можуть формувати відповідну стратегію фінансового менеджменту. Використання форвардних угод дає змогу визначити вартість і ефективність експортних чи імпортних операцій, нейтралізуючи можливі коливання валютних курсів.

Типова схема проведення форвардної операції за дорученням та за рахунок клієнту наведена на рис. 5.2.





- 1 – звертання клієнта до уповноваженого банку з клопотанням про здійснення валютної операції «форвард»;
- 2 – укладення валютної операції «форвард» з конверсією валют у майбутньому з визначенням обмінного курсу в момент часу  $T_0$ ;
- 3 – проведення конверсії валют (виконання угоди) за визначеним курсом в момент часу  $T_1$ ;
- 4 – передача валюти клієнту.

Рис. 5.2. Схема здійснення валютної операції «форвард» за дорученням клієнту [11]

Останнім часом форвардні угоди широко використовуються і для неторговельних операцій, пов'язаних із рухом капіталів: кредитування іноземних філій, вкладення інвестицій, придбання цінних паперів іноземних емітентів, репатріація прибутків тощо.

Форвардні угоди є твердими, тобто обов'язковими для виконання, і укладаються переважно з метою реальної купівлі або продажу валюти. Найбільш поширеним є використання таких угод для страхування незабезпечених відкритих валютних позицій, але часто їх використовують зі спекулятивною метою.

Форвардні контракти мають певні особливості:

- валютний курс фіксується в момент укладання форвардної операції;
- вибір валют не є стандартизованим;
- реальна поставка валюти здійснюється, як правило, через обумовлений

контрагентами (необов'язково стандартний) проміжок часу;

- це міжбанківські валютні операції;
- під час укладання угоди ніякі авансові платежі не здійснюються;
- обсяги контрактів не є стандартизованими.

Специфікою форвардних операцій є те, що форвардні валютні курси, на відміну від інших видів угод, не просто безпосередньо фіксуються, а розраховуються. Інформація про форвардні курси регулярно публікується у провідних економічних виданнях світу.

Останнім часом широке використання здобули нетрадиційні форми форвардних угод:

- пролонговані форвардні операції;
- форвардні опціони з відкритим терміном виконання;
- непрямі форвардні угоди;
- покриті валютні операції «форвард»;
- форвардні контракти з опціоном анулювання тощо.

Використання форвардних угод на вітчизняному валютному ринку поки що поширення не набуло, однак згідно з постановою Правління НБУ «Про затвердження Змін до Правил здійснення операцій на міжбанківському валютному ринку України» №497 від 11.12.2002 уповноваженим банкам дозволяється за дорученням і за рахунок коштів клієнтів-резидентів, які є суб'єктами господарської діяльності України (з метою хеджування ризиків зміни курсів гривні та іноземних валют щодо інших іноземних валют, що виникають під час виконання цими клієнтами-резидентами зовнішньоекономічних договорів), проводити операції з купівлі-продажу іноземних валют першої групи Класифікатора за гривні та інші валюти першої групи Класифікатора на міжбанківському ринку України та міжнародних валютних ринках за угодами, укладеними з банківськими установами, на умовах «форвард» [244].

Іншим різновидом строкових інструментів міжбанківського валютного ринку є операції «своп».



Валютний «своп» – це строкова валютна операція, яка поєднує купівлю або продаж певної суми валюти на умовах «спот» із одночасним продажем (купівлею) тієї ж суми валюти на певний термін на умовах «форвард», тобто здійснюється комбінація двох протилежних конверсійних угод на однакові суми, але з різними датами валютування.

Розрізняють класичні операції «своп» та їх різновиди у вигляді форвардних, опціонних, комбінованих «свопів» тощо.

Класичні операції «своп» залежно від послідовності операцій «спот» і «форвард» поділяють на репорт і депорт. Репорт – це продаж валюти на умовах «спот» з одночасною купівлею на умовах «форвард». Депорт – це купівля валюти на умовах «спот» і продаж на умовах «форвард». Операція, коли купівля та продаж валюти здійснюються на основі двох угод за курсом «аутрайт», називається «форвард-форвард» або «форвардний своп».

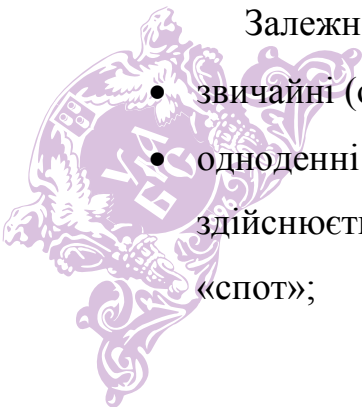
При операції депорт стандартний запис «свопу» може бути таким: 6M USD/UAH b/s swap. Це означає, що на умовах «спот» куплено певну суму американських доларів за гривні та продано таку ж суму доларів за гривні за курсом «аутрайт» з датою завершення «свопу» через 6 місяців (b/s – buy and sell – купив/продав).

При операції репорт (продав/купив – sell and buy – s/b) запис буде таким: 6M USD/UAH s/b swap, тобто продано певну суму доларів за курсом «спот» і куплено таку ж суму за курсом «аутрайт» з поставкою через 6 місяців.

У разі укладення угоди «своп» дата виконання ближчої угоди називається датою валютування, а дата виконання зворотної угоди, віддаленої в часі, – датою завершення «свопу».

Залежно від термінів укладення «свопи» поділяють на:

- звичайні (операції репорту і депорту);
- одноденні «свопи» t/n (tomorrow-next swap), коли перша операція здійснюється з датою валютування «завтра», а зворотна – на умовах «спот»;



- тижневі «свопи» s/w (spot-week swap), коли перша угода виконується на умовах «спот», а друга – на умовах тижневого «форварду»;
- форвардні («форвард-форвард»).

Валютні угоди «своп» є міжбанківськими операціями і мають багато спільного з операціями «форвард». Але на практиці вони використовуються значно частіше, ніж прості форвардні операції.

Крім того, валютні операції «своп» здійснюються не тільки між комерційними, але й між центральними банками, що можна розглядати як угоди про взаємне кредитування в національних валютах. З цією метою у 1969 р. було створено багатосторонню систему взаємного обміну валют на базі використання операцій «своп» через Банк міжнародних розрахунків у м. Базелі (Швейцарія).

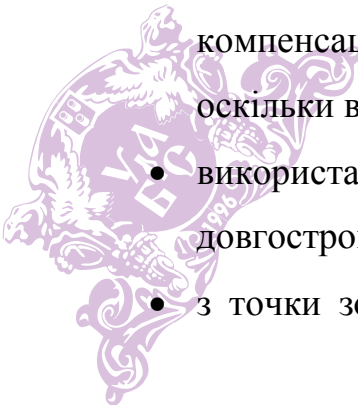
Головні цілі використання валютних «свопів»:

- забезпечення фінансування довгострокових зобов'язань в іноземній валюті;
- хеджування довгострокового валютного ризику;
- заміна іноземної валюти, в якій надходять прибутки від інвестицій, на іншу за вибором інвестора;
- забезпечення конвертації експортованого капіталу в іншу валюту.

Технічно хеджування валютних і фінансових ризиків за допомогою валютних «свопів» здійснюється через фіксацію валютного курсу на майбутній період та організацію зустрічних грошових потоків.

Переваги у використанні угод «своп» перед чистими форвардними угодами:

- при здійсненні валютного «свопу» завдяки регулярному обміну компенсаційними виплатами значно зменшується валютний ризик, оскільки він розподіляється між учасниками угоди;
- використання «свопів» дає можливість забезпечити хеджування довгострокових операційних та економічних ризиків;
- з точки зору бухгалтерського обліку валютні «свопи» класифікують як



позабалансовий інструмент, що надає певні технічні переваги.

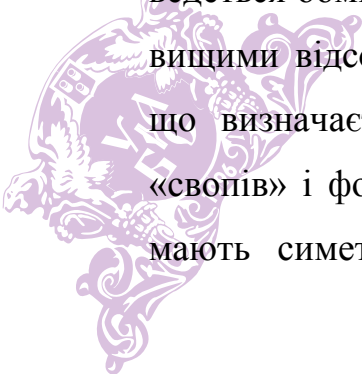
Угода «своп» укладається шляхом безпосередніх переговорів між двома контрагентами або за посередництва банку, який стає для кожного з учасників угоди другою стороною. Переговори здійснюються телефоном із наступним підтвердженням їхніх результатів факсом (електронною поштою), а потім – письмово на основі індивідуальної або стандартної документації, рекомендованої Міжнародною асоціацією дилерів зі «свопів» (ISDA) у 1985 р.

Світова практика знає багато способів хеджування валютних ризиків за допомогою операцій «своп». У найпростішому випадку ця угода організується при участі двох фірм, що займаються міжнародною торгівлею, та комерційного банку (своп-дилера).

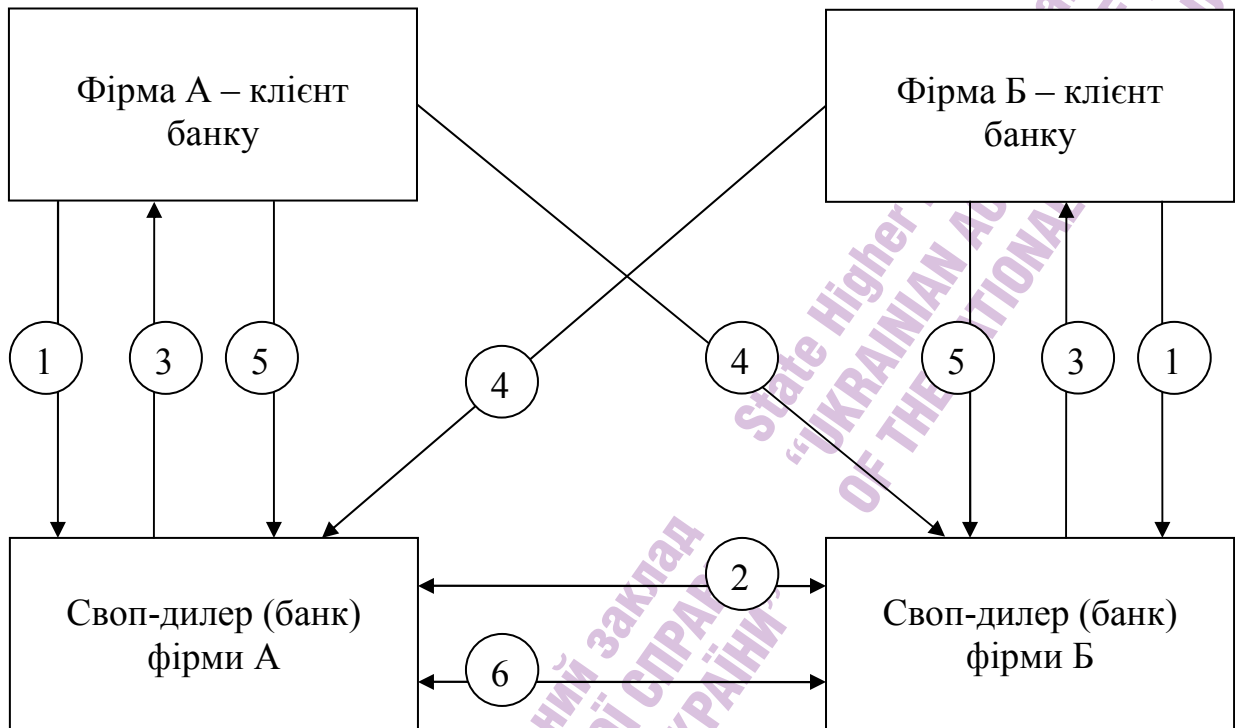
Своп-дилери влаштовують більшість свопів за принципом «сліпого базису». Це означає, що фірми, що обмінялися своїми боргами, можуть не знати про існування один одного. У даній ситуації для учасників угоди ризик невиконання партнером своїх зобов'язань мінімальний.

Комерційний банк, що виступає своп-дилером є професіоналом на ринку кредитів. Він не тільки працює з надійними партнерами, але і, обслуговуючи велику кількість клієнтів, має можливість найбільш раціонально поєднати різноспрямовані грошові потоки. Схему здійснення валютно-процентного «свопу» за участю своп-дилера наведено на рис. 5.3.

Останнім часом поняття валютних «свопів» трактується дуже широко, оскільки при укладенні угод більше уваги приділяється не самим валютним курсам, а різниці у відсоткових ставках за валютами. Тому під час здійснення угоди «своп» на практиці найчастіше не постачаються обумовлені суми, а ведеться обмін компенсаційними платежами. Покупець, який купив валюту з вищими відсотковими ставками, сплачує своєму контрагенту компенсацію, що визначається як різниця у відсоткових ставках. Поява нових видів «свопів» і форм розрахунків за ними пов'язана з тим, що валютні «свопи» мають симетричну структуру ризику, тобто за укладення угоди існує



однакова ймовірність виникнення збитків чи прибутків, а мета хеджування полягає саме в тому, щоб певним чином розподілити цей ризик між контрагентами.



- 1 – звертання клієнтів (фірм А та Б) до комерційних банків (своп-дилерів) з дорученням про здійснення угоди «своп»;  
 2 – укладення «свопу» між своп-дилерами в момент часу  $T_0$ ;  
 3 – надання в кредит (як правило довгостроковий) своїм клієнтам коштів, одержаних від банку-контрагенту;  
 4 – сплата щорічних відсотків за користування кредитами фірмами А і Б своп-дилерам протягом терміну дії «свопу»;  
 5 – повернення кредитів своїм своп-дилерам наприкінці дії угоди «своп» в момент часу  $T_1$ ;  
 6 – повторний обмін отриманими сумами.

Рис. 5.3. Схема здійснення валютно-процентного «свопу» [11]

Укладення угод «своп» здійснюється на основі підписання контракту, який має стандартну форму і містить стандартні реквізити.

Будь-який контракт складається з трьох основних розділів:

- 1) предмет контракту (зазначаються суми, валюти, терміни платежів, здійснюються необхідні розрахунки);
- 2) умови анулювання «свопу», ризики неплатежів тощо;

3) питання кредитування, відповідальність сторін, особливі умови.

Використання валютних «свопів» на світових фінансових ринках останнім часом значно зросло. На цьому сегменті ринку домінують транснаціональні банки, які виступають посередниками під час здійснення угод. Найчастіше валютні «свопи» укладаються на американський і канадський долари, швейцарський франк, євро, японську єну та англійський фунт стерлінгів.

Необхідність забезпечення надійних методів хеджування валютних ризиків сприяє пошукові й виникненню нових видів «свопів», які поєднують у собі форвардні, ф'ючерсні та опціонні угоди.

Поширеним біржовим інструментом сучасних валютних ринків є ф'ючерсні контракти, які використовують з метою хеджування валютних ризиків і для проведення спекулятивних операцій.

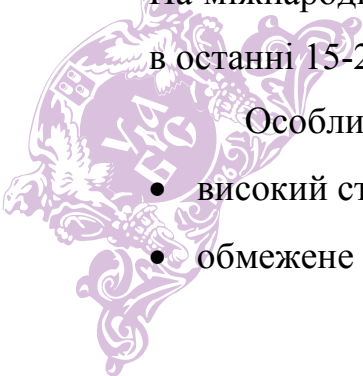
Валютними ф'ючерсами називають строкові контрактні угоди на купівлю або продаж в майбутньому стандартизованої суми іноземної валюти за стандартизованою специфікацією валют та узгодженою ціною.

Відповідно до такої угоди її учасники одержують і право, і зобов'язання обміняти обумовлену стандартизовану суму однієї іноземної валюти на іншу в установлені терміни в майбутньому за курсами, визначеними на момент укладення угоди.

Здійснення операцій з валютними ф'ючерсами відбувається тільки на біржовому ринку, що значно підвищує їхню надійність і рівень страхування валютних ризиків. На відміну від товарних ф'ючерсів, які широко використовуються з кінця 19 ст., валютні ф'ючерси з'явилися в середині 70-х рр. 20 ст., що збігається в часі з формуванням Ямайської валютної системи. На міжнародних валютних ринках вони особливо активно використовуються в останні 15-20 років.

Особливостями ринку валютних ф'ючерсів є:

- високий ступінь стандартизації контрактів;
- обмежене коло валют, що обмінюються одна на одну;





- висока ліквідність контрактів;
- надійність укладених угод;
- можливість за незначних початкових витрат оперувати значними сумами.

Фінансовий зміст операції хеджування за допомогою валютних ф'ючерсів полягає в тому, що хеджер може перекласти певну частку своїх ризиків на професійних спекулянтів, які забезпечують ліквідність ринку.

Основними учасниками ф'ючерсного ринку є великі фінансові центри та клірингові банки, пенсійні фонди, центральні банки, фінансові організації, які працюють на фондовому ринку, члени й спеціалісти ф'ючерсної біржі, а також дрібні інвестори та приватні особи.

Вперше валютні ф'ючерси було введено в обіг у США 15 травня 1972 р. на Міжнародному грошовому ринку (IMM – International Monetary Market) Чиказької комерційної біржі (CME), яка на сьогодні є найбільшим центром торгівлі ф'ючерсними контрактами. Окрім Чиказької комерційної біржі, торгівлю фінансовими та валютними ф'ючерсами здійснюють Лондонська міжнародна біржа фінансових ф'ючерсів і опціонів (LIFFE – London International Financial Futures and Options Exchange), Сінгапурська міжнародна валютна біржа (SIME – Singapore International Monetary Exchange), Чиказька торгова біржа (CBOT – Chicago Board of Trade), Європейська біржа деривативів (EUREX – European Exchange) та інші (табл. 5.2).

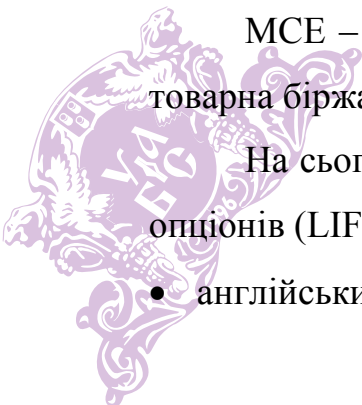
FINEX – Financial Instrument Exchange (at the New York Cotton Exchange) – Біржа фінансових інструментів (фінансовий підрозділ Нью-Йоркської бавовняної біржі).

Phil SE – Philadelphia Stock Exchange – Філадельфійська фондова біржа.

MCE – MidAmerican Commodity Exchange – Центральна американська товарна біржа.

На сьогодні на Лондонській міжнародній біржі фінансових ф'ючерсів і опціонів (LIFFE) укладаються наступні контракти:

- англійський фунт стерлінгів (GBP 25000) за долари США;





Перелік провідних світових ф'ючерсних бірж та види валют, на які укладаються ф'ючерсні угоди [11, 306]

Іноземна валюта	Біржі
Австралійський долар (AUD) за долари США (USD)	IMM, Phil SE
Канадський долар (CAD) за долари США (USD)	IMM, MCE, Phil SE
Євро (EUR)	FINEX, Phil SE, LIFFE
Англійський фунт стерлінгів (GBP) за долари США (USD)	IMM, LIFFE, MCE, Phil SE
Швейцарський франк (CHF) за долари США (USD)	IMM, LIFFE, MCE, Phil SE
Японська ена (JPY) за долари США (USD)	IMM, LIFFE, MCE, Phil SE

- японська ена (JPY 12500000) за долари США;
- швейцарський франк (CHF 125000) за долари США;
- євро (EUR 125000) за долари США;
- долар США (USD 50000) за євро.

У разі необхідності здійснення конверсійної валютної операції на більшу суму купують (або продають) кілька стандартизованих контрактів. Наприклад, при необхідності придбати в майбутньому 1 млн. англійських фунтів стерлінгів укладають угоду на 40 стандартних контрактів ( $GBP\ 1000000 = GBP\ 25000 \cdot 40$ ).

Валютні ф'ючерсні контракти на кожній біржі мають свою стандартну специфікацію, яка включає: назву контракту, вид контракту (з постачанням базового активу чи без постачання), протилежні сторони контракту (контрагенти), найменування базового активу, суму контракту, розмір гарантійного внеску, одиницю визначення ціни, ціну реалізації, строк реалізації, відповідальність сторін за невиконання умов контракту та порядок розгляду суперечок.

Відмінною особливістю ф'ючерсних контрактів є перерозподіл ризику,

що забезпечує високу ліквідність укладених угод. Крім того, важливе значення має реалізація принципу вільного біржового торгу завдяки тому, що розрахункова палата біржі для кожного учасника ф'ючерсної угоди бере на себе функції третьої сторони, тобто здійснюється додаткове страхування укладеної угоди.

Схему здійснення угоди з ф'ючерсними контрактами на біржовому ринку наведено на рис. 5.4.

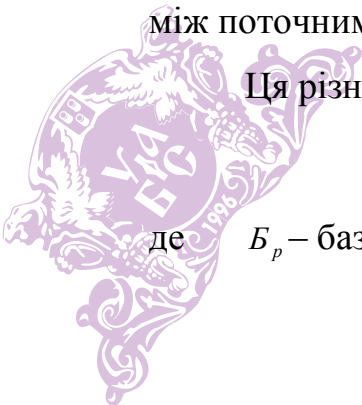
Організація здійснення ф'ючерсної угоди базується на виборі для виконання брокерських функцій певного члена ф'ючерсної біржі, через якого може бути виконана угода. Клієнт, який хоче продати або купити валютний ф'ючерс, звертається зі своїм замовленням до брокера і після узгодження умов отримує усне підтвердження згоди на здійснення контракту, що потім фіксується документально із зазначенням дати реєстрації замовлення. Після прийняття й підтвердження усного замовлення воно передається до кабіни фірми-брокера в залі біржі. Детальні умови цього замовлення-наказу фіксуються на стандартному бланку замовлення, копія якого передається дилеру в біржову яму, де й відбувається виконання угоди. Після виконання замовлення клієнта всі деталі угоди дилер записує на стандартному бланку і відправляє його в кабінку своєї фірми, де заповнюється біржовий розрахунковий бланк, що потім передається члену біржі для ознайомлення клієнта з умовами укладеної угоди.

Ціною купівлі валютного ф'ючерсу є взаємно узгоджений між продавцем і покупцем обмінний курс, виражений у доларах США за одиницю іншої валюти, яка увійшла до стандартного переліку валют даної біржі. Основою для одержання прибутку чи виникнення збитків є різниця між поточним і узгодженим за ф'ючерсною угодою валютними курсами.

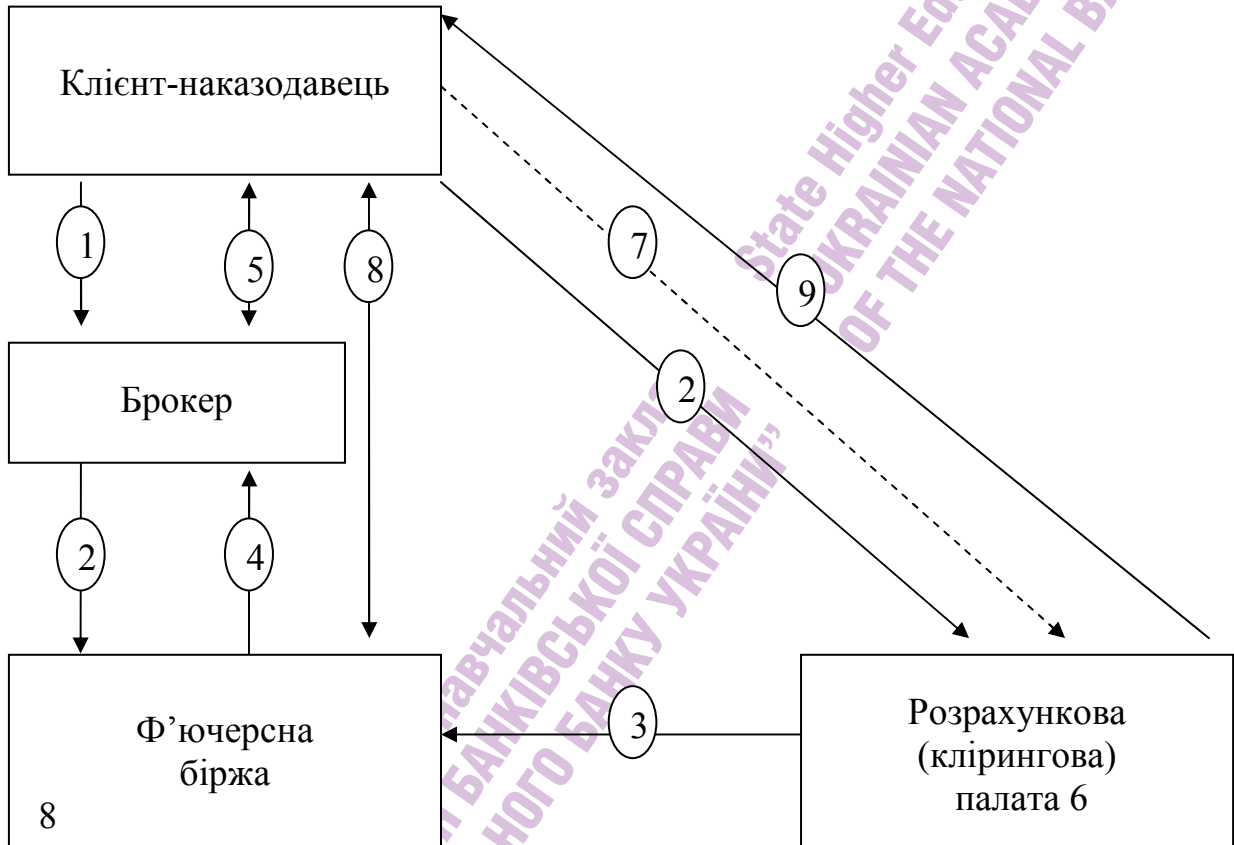
Ця різниця називається базисом і розраховується за формулою:

$$B_p = K_c \frac{(C_d - C_e)}{100} \times \frac{D}{365}, \quad (5.1)$$

де  $B_p$  – базис рівноваги;



- $K_c$  – спот-курс валют;
- $C_d$  – доларова відсоткова ставка за депозитами;
- $C_e$  – відсоткова ставка за депозитами для валюти, що обмінюється на долари США;
- $D$  – тривалість періоду між укладенням і здійсненням угоди, днів.



- 1 – наказ клієнта-наказодавця брокеру на купівлю ф'ючерсних контрактів;
- 2 – вихід брокера на ф'ючерсну біржу і купівля там необхідної кількості ф'ючерсних контрактів з визначенням майбутнього обмінного курсу;
- 2 – внесення клієнтом-наказодавцем гарантійного депозиту (5-10% вартості базового активу) на спеціальний рахунок в розрахунковій (кліринговій) палаті;
- 3 – інформування розрахунковою палатою біржі щодо внесення клієнтом гарантійного депозиту;
- 4,5 – передача куплених контрактів через брокера клієнту, сплата комісійних брокеру за здійснення угоди;
- 6 – щоденний перерахунок (переоцінка) строкової біржової позиції клієнта;
- 7 – внесення клієнтом (у разі необхідності) варіаційної (підтримуючої) маржі на рахунок у розрахунковій палаті;
- 8 – реалізація (виконання) ф'ючерсних контрактів на біржі у визначений час (конверсія валют), передача валюти клієнту;
- 9 – повернення гарантійного внеску клієнту.

Рис. 5.4. Схема здійснення угоди з валютними ф'ючерсними контрактами

Ціна (вартість) ф'ючерсу буде визначатися як сума спот-курсу та базису рівноваги.

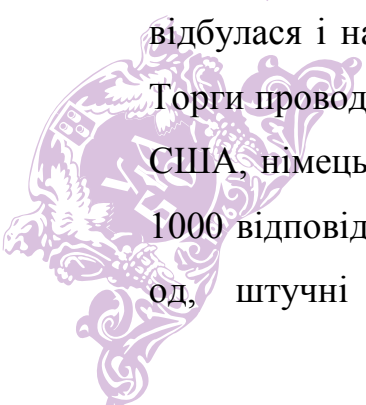
Інформація про вартість валютних ф'ючерсів публікується у провідних фінансових виданнях, таких як «Financial Times» і «The Wall Street Journal».

У цілому, валютні ф'ючерси мають багато спільного з форвардними контрактами, і при хеджуванні валютних ризиків велика частина суб'єктів валютного ринку віддає перевагу саме останнім. Але, як свідчить аналіз наведених у табл. 5.3 порівняльних даних, ф'ючерсні угоди теж мають певні переваги, особливо – високу ліквідність, що надає можливість клієнту закрити позицію на строковому ринку будь-коли до моменту виконання угоди.

Щодо України, то перші торги валютними ф'ючерсами відбулися на Придніпровській товарній біржі (м. Дніпропетровськ) у 1994 р. Ці торги суттєво відрізнялися від усталеної світової практики торгівлі валютними деривативами, зокрема, це був певний механізм поєднання валютних і товарних ф'ючерсів. Назвати такі угоди валютними ф'ючерсами можна лише умовно, хоча слід віддати належне керівництву та фахівцям цієї біржі, які в умовах невизначеності ризикнули використати ще невідомі вітчизняним економістам фінансові інструменти.

Фактично з середини 1995 р. торгівлю валютними ф'ючерсами на Придніпровській товарній біржі було припинено. Головна причина відмови від їхнього використання полягала не в недосконалості запропонованих механізмів, а в недостатній розвиненості на той час валютного ринку України.

У грудні 1997 р. торгівля валютними ф'ючерсними контрактами відбулася і на Українській міжбанківській валютній біржі (УМВБ, м. Київ). Торги проводилися за українські гривні за трьома основним валютами: долар США, німецька марка та російській рубль. Сума одного контракту складала 1000 відповідних одиниць. Проте нестабільність валютного курсу в цей період, штучні обмеження в сфері курсоутворення, зокрема політика



встановлення валютного коридору, низка чинників суб'єктивного характеру, а згодом і світова фінансова криза змусили Національний банк України 21 серпня 1998 року прийняти рішення про тимчасове призупинення торгівлі ф'ючерсними контрактами [104, 245].

Таблиця 5.3

Порівняльна характеристика ф'ючерсних і форвардних валютних угод [306]

Валютні ф'ючерси	Валютні операції “форвард”
1. Укладення відбувається тільки на біржах, які у відповідності зі своїми положеннями запроваджують відповідні специфікації	1. Укладаються тільки на міжбанківському ринку
2. На контракти однієї серії або типу встановлюється єдина ціна	2. Ціни можуть визначатися за домовленістю сторін
3. Обсяги одного контракту (лота) стандартизовані відповідно до специфікації	3. Обсяги контракту визначаються за домовленістю сторін
4. Обов'язковою є попередня сплата комісійних брокеру та внесок на депозит початкової маржі (гарантійного депозиту) у фіксованому розмірі за один контракт відповідно до кількості укладених контрактів	4. Ніякі авансові платежі не здійснюються
5. Набір валют фіксований	5. Набір валют довільний (значно ширший)
6. Терміни виконання угод стандартні, а терміни закриття позиції – довільні	6. В основному стандартні терміни (але можуть використовуватися і нестандартні)
7. Гарантія виконання умов угоди завдяки участі розрахункової палати у якості посередника	7. Ризик розподіляється між банками, або між банком і клієнтом

У травні 2004 р. у секції строкового ринку Української міжбанківської валютної біржі після перерви, яка тривала з 1998 року, було укладено перші ф'ючерсні угоди на іноземну валюту. Для вітчизняного валютного ринку це стало важливою подією, яку довго очікували фахівці. Це стало другою спробою організації внутрішнього біржового ринку похідних фінансових



інструментів на УМВБ після перерви, перша ж була розпочата 17 листопада 2003 року, коли біржа оголосила про початок торгів валютними ф'ючерсними контрактами.

Біржею запропоновано наступні види ф'ючерсних контрактів:

- долар США (USD) 10000, 1000, 100 за курсом USD/UAH;
- євро (EUR) 10000, 1000, 100 за курсом EUR/UAH;
- російський рубль (RUR) 10000 за курсом RUR/UAH;
- на крос-курс EUR/USD;
- на крос-курс EUR/RUR;
- на крос-курс USD/RUR.

Для всіх контрактів встановлено щомісячні терміни виконання (днем виконання контракту є третя середа місяця) протягом найближчих 12 місяців, тобто ф'ючерсні контракти можуть укладатися максимально на 1 рік.

Іншими інструментами строкового ринку, що мають широке розповсюдження та практичне застосування як серед хеджерів, так і серед спекулянтів є валютні опціони.

Валютний опціон є своєрідною формою строкової угоди двох сторін – продавця (емітента) і покупця (власника опціону), внаслідок якої останній отримує право, але не зобов'язання, купити у першого або продати йому заздалегідь визначену суму однієї валюти в обмін на іншу (або на національну грошову одиницю) у визначений момент або на протязі певного часового періоду в майбутньому за валютним курсом, що встановлюється у момент укладення угоди.

Цей фіксований валютний курс називають ціною реалізації (виконання) опціону, або страйковою ціною (strike price).

Власник опціону має право вибору реалізувати опціон або ж відмовитися від його виконання залежно від того, наскільки сприятливими для нього будуть коливання валютного курсу протягом опціонного періоду (періоду дії опціону).

Продавець (емітент) опціону зобов'язаний виконати відповідну



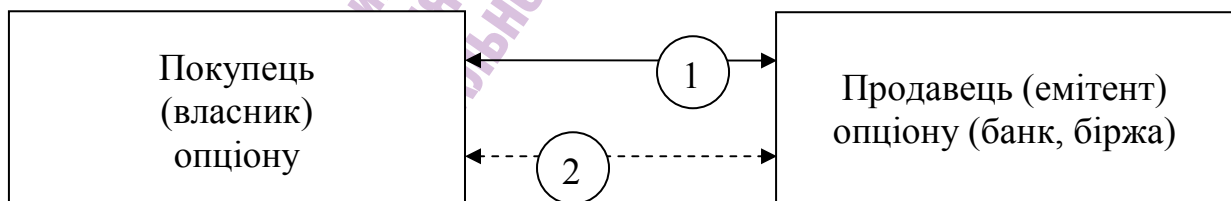
валютну операцію за ціною реалізації, встановленою за опціонною угодою, та забезпечити власнику опціону виконання умов угоди у встановлений термін. Якщо угоду здійснено, то вживають терміни «опціон здійснено» або «опціон виконано».

За право, яке продавець опціону надає його власнику, здійснити опціон або відмовитися від його реалізації покупець сплачує певну грошову суму – опціонну премію. Вона визначається як відсоток від суми опціонної угоди або ж як абсолютна сума за одиницю валюти і сплачується покупцем опціону його продавцю під час укладання угоди незалежно від того, буде чи не буде здійснено контракт.

Вартість опціону є договірною величиною і залежить від багатьох чинників, зокрема:

- тривалості опціонного періоду;
- виду опціону;
- значення страйкової ціни;
- курсової волатильності;
- виду іноземної валюти, що є базовим активом опціону та інш.

Схему здійснення угоди з валютним опціоном наведено на рис. 5.5.



*1 – укладення опціонної угоди, сплата опціонної премії покупцем, визначення валютного курсу реалізації опціону (страйкової ціни);*

*2 – купівля або продаж (залежно від виду опціону) іноземної валюти за визначеним курсом або відмова від виконання опціону його держателем.*

Рис. 5.5. Схема здійснення угоди з валютним опціоном [11]

Залежно від місця продажу опціони поділяють на біржові, що вільно перебувають в обігу, та позабіржові.

Біржові опціони (traded options) продають і купують опціонні біржі, які

є своєрідними фінансовими інститутами, що стали невід'ємною складовою фінансового ринку економічно розвинених країн. Найвідоміші з них: Лондонська фондова біржа, Лондонська міжнародна біржа фінансових ф'ючерсів і опціонів, Амстердамська біржа (Європейська опціонна біржа), Філадельфійська, Чиказька, Монреальська та інші (табл. 5.4).

Таблиця 5.4

Провідні світові біржі, що торгують опціонами, та види валют (монетарних металів), на які укладаються угоди

Валюта	Біржа
Австралійські долари (AUD)	SFE
Канадські долари (CAD)	CBOE, ME, VSE, Phil SE
Євро (EUR)	EUREX
Англійські фунти стерлінгів (GBP)	CBOE, IMM, EUREX, LSE
Швейцарські франки (CHF)	CBOE, IMM, ME, Phil SE
Японські єни (JPY)	CBOE, Phil SE
Золото (XAU)	COMEX, EUREX, MCE, ME, VSE
Срібло (XAG)	CBOT, COMEX, EUREX, TFE, VSE
Індекси на золото і срібло	Phil SE

SFE – Sydney Futures Exchange – Сіднейська ф'ючерсна біржа (торгівля опціонами на ф'ючерсні контракти).

CBOE – Chicago Board Option Exchange – Чиказька опціонна біржа – (торгівля «європейськими» опціонами).

ME – Montreal Exchange – Монреальська біржа.

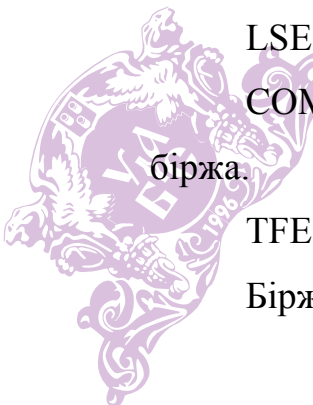
VSE – Vancouver Stock Exchange – Ванкуверська фондова біржа.

LSE – London Stock Exchange – Лондонська фондова біржа.

COMEX – Commodity Exchange, New York – Нью-Йоркська товарна біржа.

TFE – Toronto Futures Exchange – Ф'ючерсна біржа Торонто [11].

Біржові опціони можуть знаходитися в обігу на вторинному ринку,



вільно перепродаватися до завершення опціонного періоду. Ці опціони є стандартизованими за певними видами валют, сумами й термінами виконання.

Стандартна специфікація валютного опціону містить такі реквізити: найменування валюти опціону, назву операції (купівля або продаж), суму валюти, курс обміну (ціну реалізації), дату завершення опціонного періоду, умови виконання опціону (певна дата чи опціонний період).

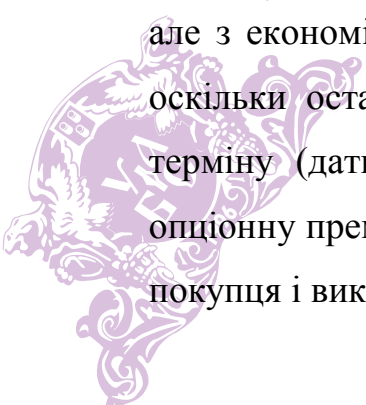
Позабіржові опціони (over-the-counter options, OTC options) можна розглядати як суто банківський інструмент. Вони продаються і купуються покупцем і банком, як правило, за індивідуальною угодою на договірних засадах і за специфікацією, що відповідає вимогам покупця. Переважно на ринку позабіржових опціонів банки працюють із транснаціональними корпораціями.

У світовій практиці залежно від характеру валютообмінної операції розрізняють опціони «кол» (call) і опціони «пут» (put).

Опціон «кол» надає право його власнику купити певну суму однієї іноземної валюти в обмін на іншу. Опціон «пут» надає власнику право продати певну суму однієї валюти в обмін на іншу. Опціони «кол» використовуються переважно імпортерами для хеджування від операційного валютного ризику, що виникає в результаті ревальвації іноземної валюти. Опціони «пут» використовують переважно експортери з метою хеджування від знецінення валюти платежу за зовнішньоторговельним контрактом.

У світовій теорії і практиці використовуються й інші види валютних опціонів (Додаток 3).

З юридичної точки зору учасники опціонної угоди завжди рівноправні, але з економічної у вигіднішому становищі знаходиться покупець опціону, оскільки остаточне рішення про купівлю чи продаж валюти з настанням терміну (дати) здійснення опціону виносить саме він, сплачуючи за це опціонну премію. Продавець опціону має право лише погодитися з рішенням покупця і виконати свої зобов'язання в одній із наведених нижче форм:



1. У разі продажу опціону «кол» продавець опціону повинен продати покупцю (власнику) опціону обумовлену суму валюти.
2. У разі продажу опціону «пут» продавець опціону зобов'язаний купити у покупця (власника опціону) обумовлену суму валюти.
3. Прийняти пропозицію власника опціону про відмову від його здійснення.

Зважаючи на переваги валютних опціонів перед іншими видами валютних деривативів, необхідно зазначити, що їхнє використання є доцільним у таких випадках:

- коли час і сума валютних надходжень чітко не визначені;
- з метою захисту експортних та імпорتنих потоків товарів, чутливих до зміни цін;
- у разі публікації прейскурантів на свої товари в іноземній валюті;
- з метою підтримки комерційної пропозиції на укладення контракту, оціненого в іноземній валюті;
- у разі необхідності забезпечення одночасного страхування від комерційних і валютних ризиків.

На українському валютному ринку першу спробу торгівлі валютними опціонами на курс українського карбованця до долара США за «європейським» стилем було здійснено Центром термінових контрактів Української фондової біржі наприкінці 1994 р. Але найбільшого поширення набула торгівля валютними опціонами в першій половині 1995 р. завдяки активній і цілеспрямованій роботі Української біржі опціонів і ф'ючерсів (АТ «Український контракт»). На сьогодні операції з валютними опціонами ані на біржовому, ані на міжбанківському ринку України не використовуються [133].

У дисертаційній роботі на підставі проведених розрахунків обґрунтовано можливість використання суб'єктами вітчизняного валютного ринку похідних фінансових інструментів (за умови створення в Україні відповідної законодавчої бази та розбудови повноцінного ринку валютних деривативів) шляхом укладання депозитної угоди з форвардним покриттям,

що дозволяє найбільш ефективно хеджувати валютно-курсові ризики.

З огляду на ревальваційні процеси, що відбулися у травні 2008 року 16 червня 2008 року іноземний інвестор приймає рішення щодо вкладення грошових коштів у сумі 1 млн. американських доларів на депозитний рахунок в одному з банків України терміном на 6 місяців. З огляду на більш високу процентну ставку за депозитами у гривні (шестимісячне її значення складає 7,5%), ніж у американських доларах (шестимісячна ставка – 5%), було прийнято рішення власти зазначену суму саме на гривневий депозит. При цьому курс конверсії складав 4,75 гривень за 1 долар США. Таким чином, на депозит терміном на 6 місяців за ставкою 7,5% було вкладено 4750000 гривень ( $1000000 \times 4,75$ ).

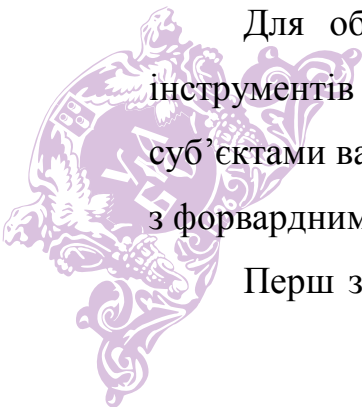
В момент закінчення дії депозитного договору, тобто 17 грудня 2008 року обмінний курс конверсії гривень у долари США складав 8,20 гривень за 1 долар США. Таким чином, при конвертації одержаної з урахуванням процентів суми 5106250 гривень у долари США за курсом 8,20 маємо 622713 американських доларів.

З урахуванням не використаної можливості вкладення грошової суми на доларовий депозит під 5% збитки інвестора у результаті виникнення валютного ризику склали 427287 доларів США ( $1050000 - 622713$ ).

Як зазначалося автором, найбільш розповсюдженим методом хеджування валютних ризиків є застосування валютних деривативів, які, на жаль, майже не використовувалися і на сьогоднішній день згідно з відповідною Постановою Правління НБУ є забороненими для використання суб'єктами валютного ринку України (включаючи і валютні операції «форвард»).

Для обґрунтування доцільності використання похідних фінансових інструментів все ж таки припустимо гіпотетичну можливість їх застосування суб'єктами валютних відносин в Україні шляхом укладання депозитної угоди з форвардним покриттям.

Перш за все, розглянемо приклад використання форвардної угоди для





хеджування валютного ризику інвестора. При цьому застосуємо метод розрахунку курсу “аутрайт”, який базується на різниці у процентних ставках за різними валютами (цей метод було детально описано у розділі 2) без урахування форс-мажорних обставин стрімкої девальвації гривні.

16 червня 2008 року середньозважене значення валютного курсу USD/UAH на міжбанківському валютному ринку складало 4,7520, а середньозважені значення річних процентних ставок за міжбанківськими кредитами складала:

- за USD – 3,8%;
- за UAH – 14,6%.

Термін форвардної угоди у даному випадку співпадає з терміном дії депозитного договору і становить 6 місяців (180 днів).

Таким чином, інвестор, аби захеджувати свій потенційний валютний ризик у разі значної девальвації гривні (що фактично і відбулося) укладає форвардну угоду за курсом “аутрайт”, форвардну маржу для якого можна розрахувати наступним чином:

$$M = \frac{4,7520 * (14,6 - 3,8) * 180}{360 * 100 + 3,8 * 180} = 0,2518 \quad (5.2)$$

Отже, маємо форвардним диференціал у вигляді форвардної премії 2518 пунктів. 6-ти місячний валютний курс “аутрайт” USD/UAH на 17 грудня 2008 року, який було розраховано 16 червня 2008 року складав би:

$$\text{USD/UAH} = 5,0038 (4,7520 + 0,2518) \quad (5.3)$$

Таким чином, в момент закінчення дії депозитного договору 17 грудня 2008 року обмінний курс конверсії гривень у долари США складав би 5,00 гривень за 1 долар США. Отже, при конвертації одержаної з урахуванням процентів суми 5106250 гривень у долари США за курсом 5,00 отримуємо 1021250 американських доларів. Комісійні банку за укладання форвардної угоди складала 1,5% від суми укладеної угоди, тобто 15319 доларів. У



інвестора залишається 1005931 американських доларів.

Таблиця 5.5

## Використання валютного опціону для хеджування валютного ризику

Поточний ринок	Строковий ринок
<p><u>16 червня 2008 року:</u> USD/UAH = 4,75; Сума вкладу у доларах США – 1000000; Сума вкладу у гривнях – 4750000.</p> <p><u>17 грудня 2008 року:</u> USD/UAH = 8,20; Сума вкладу + проценти – 5106250 гривень; Сума в доларах США – 622713.</p> <p><u>Збитки в результаті девальвації гривні:</u> <b>427287 доларів США</b> (1050000 – 622713).</p>	<p><u>16 червня 2008 року:</u> USD/UAH = 4,75; Одночасно з укладанням депозитного договору терміном на 6 місяців інвестор купує європейський опціон “кол” на строковому валютному ринку на суму 1000000 доларів зі страйковою ціною USD/UAH = 4,95 з терміном реалізації через 6 місяців, тобто 17 грудня 2008 року. Вартість опціону (опціонна премія) складає 2 коп. за 1 доллар США, що на всю суму контракту складає: - у гривнях – 20000 (1000000*0,02); - у доларах США – 4210 (20000/4,75). Але необхідно враховувати і те, що сплачена в момент купівлі опціону опціонна премія потенційно могла б принести додатковий прибуток для інвестора у разі її вкладення на 6-ти місячний банківський депозит під 5%. Таким чином, маємо втрачену вигоду у розмірі 211 доларів США (4210*0,05).</p> <p><u>17 грудня 2008 року:</u> USD/UAH = 8,20; Інвестор виконує опціон, тобто купує долари США за курсом: USD/UAH = 4,95. При цьому він отримує: 1031566 доларів США (5106250/4,95). Але з урахуванням опціонної премії та втраченої вигоди від її внесення на банківський депозит маємо: 1027145 доларів США (1031566 – 4210 – 211). <u>Мінімізація збитків:</u> <b>404432 доларів США</b> (1027145 – 622713).</p>

Таким чином, збитки інвестора за рахунок укладення валютної угоди «форвард» було мінімізовано на 383218 доларів США (1005931 – 622713).

Іншим можливим інструментом управління валютними ризиками є купівля валютного опціону. Механізм хеджування валютного ризику з використанням опціонного контракту представлений у табл. 5.5. Таким чином, збитки інвестора за рахунок купівлі валютного опціону «кол» було

мінімізовано на 404432 доларів США.

Третім варіантом хеджування валютних ризиків за допомогою форвардного покриття є укладання угод з ф'ючерсними контрактами. Приклад використання ф'ючерсних контрактів наведено в табл. 5.6.

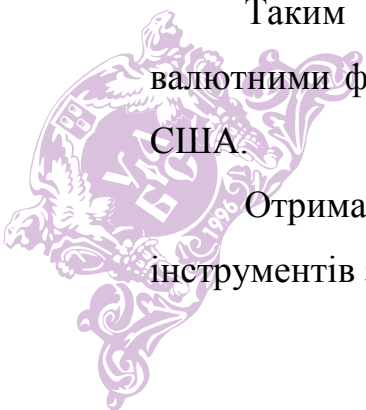
Таблиця 5.6

Використання ф'ючерсних контрактів для хеджування валютного ризику

Поточний ринок	Строковий ринок
<p><u>16 червня 2008 року:</u> USD/UAH = 4,75; Сума вкладу у доларах США – 1000000; Сума вкладу у гривнях – 4750000.</p> <p><u>17 грудня 2008 року:</u> USD/UAH = 8,20; Сума вкладу + проценти – 5106250 гривень; Сума в доларах США – 622713.</p> <p><u>Збитки в результаті девальвації гривні:</u> <b>427287 доларів США</b> (1050000 – 622713).</p>	<p><u>16 червня 2008 року:</u> USD/UAH = 4,75; Одночасно з укладанням депозитного договору терміном на 6 місяців інвестор укладає угоду з грудневими ф'ючерсними контрактами на біржовому ринку з ціною виконання USD/UAH = 4,95.</p> <p>Витрати при цьому складуть:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- гарантійний внесок (депозит) у розрахункову палату біржи – 50000 доларів США (5% від суми укладеної угоди). Після виконання контрактів депозит повертається.</li> <li>- комісійні брокеру – 15000 доларів США (1,5% від суми укладеної угоди).</li> <li>- втрачена вигода від неукладання гарантійного внеску на банківський депозит у доларах США (5% за 6 місяців) – 2500 доларів США (50000*0,05).</li> </ul> <p><u>17 грудня 2008 року:</u> USD/UAH = 8,20; Інвестор виконує ф'ючерсні контракти за курсом 4,95 і отримує 1031566 доларів США (5106250/4,95). Але з урахуванням витрат (комісійні брокеру та втрачена вигода) ця сума складає: 1014066 доларів США (1031566 – 15000 – 2500).</p> <p><u>Мінімізація збитків:</u> <b>391353 доларів США</b> (1014066 – 622713).</p>

Таким чином, збитки підприємства за рахунок укладення угоди з валютними ф'ючерсними контрактами було мінімізовано на 391353 доларів США.

Отримані результати від використання похідних фінансових інструментів з метою хеджування валютного ризику порівняно у табл. 5.7.



Ефективність використання деривативів для хеджування  
валютно-курсового ризику

Дії інвестора	Збитки від зміни валютного курсу, доларів США	Прибуток (збиток) від використання строкової операції, доларів США	Чистий збиток (прибуток), доларів США	Ефективність мінімізації ризику, %
1. Ухилення від хеджування валютного ризику	- 427287	0	- 427287	0
2. Укладання валютної операції «форвард»	- 427287	383218	- 44069	89,7
3. Купівля валютного опціону «кол»	- 427287	404432	- 22855	94,7
4. Купівля ф'ючерсних контрактів	- 427287	391353	- 35934	91,6

Таким чином, найбільш ефективним інструментом хеджування є купівля валютного опціону «кол» (ефективність 94,7%), на другому місці – угода з валютними ф'ючерсами (91,67%), а найменш привабливою є форвардна операція (89,7%). Проте, на нашу думку, використання будь-якого із зазначених фінансових інструментів є надзвичайно ефективним і доцільним.

Отже, використання деривативів суб'єктами валютного ринку України є найбільш перспективним напрямком хеджування валютно-курсових ризиків, що свідчить про необхідність створення відповідної законодавчої та нормативної бази і важливість розвитку вітчизняного ринку похідних фінансових інструментів.



### 5.3. Проблеми становлення та сучасні тенденції розвитку валютного ринку України

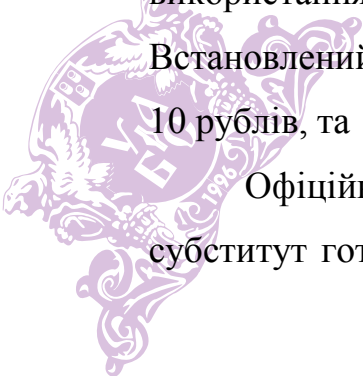
Валютний ринок України, як і валютні ринки більшості країн світу, значною мірою відображає стан економіки країни. Його коротка (за світовими мірками) історія представлена кількома періодами, коли застосовувалися різні підходи до його регулювання.

Проведений аналіз процесу становлення вітчизняного валютного ринку засвідчує вагомий внесок Національного банку України в розбудову збалансованої та самодостатньої фінансової системи країни.

Формування валютного ринку в Україні безпосередньо пов'язане з процесами розбудови української держави та реформуванням її економіки. В умовах колишнього СРСР в Україні існувала державна монополія на зовнішньоторговельну діяльність і державна валютна монополія. Валютний ринок був представлений Держбанком та Зовнішекономбанком СРСР. Функції регулювання валютних надходжень від реалізації продукції виконували такі державні органи, як Держплан, Держбанк, Міністерство фінансів.

Готівкову емісію рубля виконував виключно Держбанк СРСР. Після розпаду СРСР весь обсяг готівкових грошей друкувався Центральним банком Росії. В умовах інфляційних процесів, коли економіка України потребувала дедалі більше готівкових рублів, загострювалася проблема їх власної емісії в Україні. З цією метою, а також з метою захисту внутрішнього споживчого ринку з 10 січня 1992 р. до обігу вводяться так звані «купони багаторазового використання», які разом з рублем виконують функцію обігу та платежу. Встановлений в січні офіційний валютний курс купона до рубля (1 купон за 10 рублів, та 10 купонів за 1 дол. США) не витримав і двох тижнів.

Офіційно купон розглядався не як національна валюта, а як своєрідний субститут готівкового рубля. У зв'язку з цим весь облік в Україні, виплати



населенню проводилися за курсом 1:1.

Національний банк України не встановлював офіційного співвідношення між рублем та купоном. Тільки на чорному ринку виникла курсова різниця між купоном, емітованим НБУ, та рублями, готівкову емісію яких здійснював Центральний банк Російської Федерації.

Характерною ознакою вітчизняного валютного ринку на перехідному етапі була також відсутність національної системи валютного регулювання в Україні. Хронічно неврівноважена грошова система фактично перебувала в «рублевій зоні»: курс відносно інших іноземних валют визначався через крос-курс щодо російського рубля, а рубль фактично відіграв роль ключової резервної валюти.

Серед негативних явищ у валютній сфері, що були характерними для цього етапу розвитку валютного ринку України, слід назвати:

- організаційну слабкість банківської системи;
- низький рівень офіційних золотовалютних резервів;
- кризу неплатежів з країнами СНД, в першу чергу з Росією;
- відсутність системи контролю за проведенням валютних операцій та порядку переміщення валюти через митний кордон України;
- широке використання іноземних валют у внутрішньому грошовому обігу, яке істотно підірвало стабільність і без того нестабільної національної валюти;
- хронічний дефіцит платіжного балансу у відносинах з країнами СНД, загострення економічної та енергетичної кризи;
- відсутність системи адміністративних інструментів валютної політики тощо [89].

Фактичне відокремлення систем безготівкового грошового обігу почалося з впровадженням Центральним банком Росії нового розрахункового порядку з країнами колишнього СРСР, відповідно до якого всі розрахунки проводилися лише через спеціально відкриті для цього кореспондентські рахунки центральних банків. З липня 1992 р. перерахування на користь



резидентів Росії приймалися лише за умови кредитового сальдо за цим рахунком. Внаслідок цих дій фактично припинилися міждержавні розрахунки між Україною та Росією.

Таким чином, наступний крок щодо проведення грошової та валютної реформи в Україні, який було зроблено 16 листопада 1992 р. згідно з Указом Президента України, фактично був викликаний станом розрахунків з країнами СНД. З цього часу український карбованець стає єдиним законним засобом платежу на території України. Офіційний курс було встановлено на рівні 1,45 українських карбованців за 1 російський рубль. Передумовою виходу України з так званої «рублевої зони» стало проведення взаємозаліку заборгованості між Україною та Росією в грудні 1992 р.

В умовах кризи системи міждержавних розрахунків неплатежі за продукцію, експортовану з України, на початок жовтня 1992 р. становили майже 300 млрд. крб. Тому згідно з рішенням уряду, а також НБУ 3 грудня 1992 р. експортери України при укладанні контрактів з підприємствами країн, які використовували російський рубль як засіб платежу, застосовували або акредитивну форму розрахунків, або розрахунки у формі авансу.

Розуміючи необхідність створення умов для підтримання курсу національної грошової одиниці, Національний банк України наприкінці 1992 р. розпочав роботу щодо створення офіційного валютного резерву України, структура якого була затверджена Правлінням НБУ у наступних пропорціях:

- долар США – 40 %;
- марка ФРН – 20%;
- ЕКЮ – 20%;
- інші валюти – 15%;
- золото – 5% [283].

Значні надії у створенні валютного резерву покладалися на підтримку міжнародних фінансових організацій, проте значної фінансової допомоги з їхнього боку у той час не було надано.



Характерною рисою цього періоду становлення валютного ринку країни було прийняття Постанови Верховної Ради України «Про формування валютних фондів України у 1992 році» від 5 лютого 1992 р. та створення у жовтні 1992 року валютної біржі при НБУ (пізніше Української міжбанківської валютної біржі (УМВБ)). Перші торги на біржі, засновниками якої стали понад 40 комерційних банків, почалися у листопаді 1992 р.

Порядок формування валютних фондів передбачав, що суб'єкти підприємницької діяльності, розташовані в Україні, незалежно від місця реєстрації та форм власності, сплачують податок на валютну виручку від експорту продукції (робіт, послуг) за всіма видами валютних надходжень.

Введення податку на валютну виручку супроводжувалося певними додатковими умовами.

1. До суми виручки, що підлягала оподаткуванню, не зараховувалися транспортні, страхові та накладні витрати в іноземній валюті.

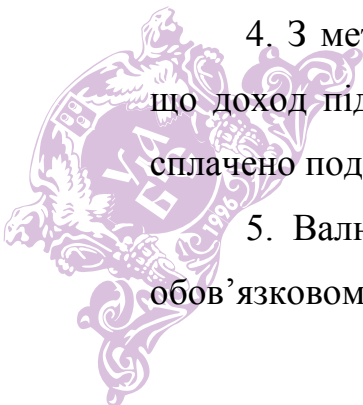
2. Від податку на валютну виручку звільнялися:

- підприємства з участю іноземного капіталу, частка якого у статутному фонді становила не менше 30%;
- кошти на благодійні цілі за умови використання їх на зазначені цілі у повному обсязі;
- частина валютної виручки, яка спрямовувалася на погашення заборгованості за іноземними кредитами;
- кошти від продажу сільськогосподарської продукції (зерна, зернобобових тощо).

3. Ставка податку у межах держзамовлення зменшувалася на 5% за умови виконання державного замовлення на експорт у повному обсязі

4. З метою запобігання подвійному оподаткуванню було встановлено, що доход підприємств зменшувався на суму валютних надходжень, з яких сплачено податок на валютну виручку.

5. Валютна виручка від експорту продукції, робіт, послуг підлягала обов'язковому зарахуванню на рахунки підприємств в уповноважених



банках. Таким чином, було заборонено переведення та переуступка боргових зобов'язань між резидентами та нерезидентами.

Зазначений порядок тривав до прийняття національного законодавства з питань валютного регулювання.

Головною ознакою розвитку валютного ринку в Україні у 1993 р. стало запровадження елементів системи його регулювання. З прийняттям 19 лютого 1993 р. Декрету Кабінету Міністрів «Про систему валютного регулювання і валютного контролю» в Україні було створено юридичну основу для подальшого розвитку валютного ринку

Водночас інфляційні процеси в економіці України внаслідок неконтрольованої кредитної емісії, подальшого спаду виробництва, зростання цін на енергоносії, відсутність як зовнішньої, так і внутрішньої рівноваги грошового обігу, проблеми, пов'язані з використанням «тимчасової» валюти – карбованця, призвели до різкої девальвації карбованця відносно іноземних валют.

Внаслідок цього урядову політику протягом 1993-1994 рр. було переорієнтовано на спробу відновлення зовнішньоторговельної та валютної монополії. Така політика знайшла своє відображення:

- у введенні режиму так званих «спецекспортерів»;
- у впровадженні фіксованого валютного курсу на рівні 5970 крб. за 1 дол. США (пізніше – 12610 крб. за 1 дол. США).
- в різкому зменшенні обсягів операцій на валютній біржі, а згодом взагалі в адміністративному припиненні її діяльності;
- у впровадженні так званого аукціонного продажу іноземної валюти за адміністративно встановленим курсом до іноземних валют через «тендерний комітет»;
- у зменшенні з 90 до 30 днів терміну повернення в країну валютної виручки експортерів та збільшенні від 0,3% до 1% пені за кожний день затримки при порушенні цих термінів.

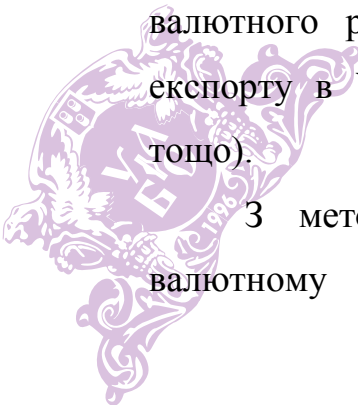
Слід підкреслити, що в результаті зазначених заходів гальмувався

експорт з України та стимулювався імпорт, що, у свою чергу, призвело до зменшення валютних надходжень у країну разом із різким зростанням попиту на іноземну валюту.

Розуміння безперспективності політики адміністративного регулювання зовнішньоекономічних і валютних відносин знайшло відображення в поверненні до ринкових методів. Указом Президента від 22 серпня 1994 р. «Про вдосконалення валютного регулювання», який передбачав рад заходів щодо лібералізації валютного ринку в Україні, насамперед передбачалося з 1 жовтня 1994 р. відновити роботу УМВБ, розробити систему заходів для наближення та уніфікації офіційного та ринкового курсів, встановлення валютного курсу карбованця за результатами торгів на валютній біржі. Ці заходи були спрямовані на децентралізацію валютного ринку, стабілізацію курсу карбованця, створення передумов для проведення грошової реформи.

Постановою Правління Національного банку України «Про уніфікацію курсу українського карбованця до іноземних валют та лібералізацію валютного ринку України» від 22 жовтня 1994 р. було проголошено, що офіційний курс карбованця до долара США, німецької марки, російського та білоруського рублів визначається на підставі результатів торгів на УМВБ, тобто постійно змінюється. Установлений у такий спосіб офіційний курс карбованця використовувався під час здійснення усіх безготівкових і готівкових операцій продажу та купівлі іноземної валюти. Отже, фіксований курс карбованця до іноземних валют, що використовувався Тендерним комітетом, було скасовано, а множинність курсів – ліквідовано. У країні залишився один законний курс, що було прогресивним для розвитку валютного ринку України (сприяло поверненню валютної виручки від експорту в Україну, збільшенню на ринку пропозиції іноземної валюти тощо).

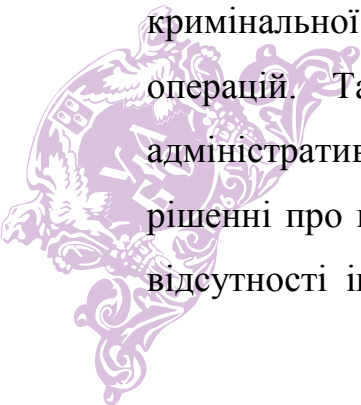
З метою розширення переліку операцій, які допускаються на валютному ринку, Національний банк України надав можливість



уповноваженим банкам приймати заявки клієнтів на купівлю іноземної валюти для здійснення ліцензійних валютних операцій, пов'язаних із рухом капіталу, в тому числі і для обслуговування заборгованості за кредитами в іноземній валюті, наданими резидентами України чи нерезидентами. Для забезпечення децентралізації валютного ринку в Україні уповноваженим банкам була дозволена купівля-продаж на міжбанківському валютному ринку доларів США, німецьких марок, російських та білоруських рублів, які підлягали вільному продажу.

У подальшому з метою виконання державної програми економічних реформ Постановою Правління Національного банку України «Про заходи щодо лібералізації валютного ринку України» від 16 травня 1995 р. було дано дозвіл на здійснення обов'язкового продажу валютних надходжень та вільних валютних коштів резидентів України як через Українську міжбанківську валютну біржу, так і безпосередньо через уповноважені банки на міжбанківському валютному ринку України. Цією постановою прийнято також рішення вважати за недоцільне подальше продовження обов'язкового викупу до Офіційного валютного резерву Національного банку України 10% валютних надходжень від суб'єктів господарської діяльності. Резидентам дозволялося купувати іноземну валюту як через УМВБ, так і безпосередньо через уповноважені банки України на міжбанківському валютному ринку. Ці рішення мали сприяти кращому виконанню контрактів щодо імпорту продукції (робіт, послуг) в Україну, дати змогу здійснювати попередню оплату (авансований платіж) на користь нерезидента.

Водночас було реалізовано проголошений ще у лютому 1994 р. Верховною Радою України підхід до посилення адміністративної і кримінальної відповідальності за порушення правил здійснення валютних операцій. Так, уже влітку 1994 р. розвиток ідеї щодо посилення адміністративного контролю знайшов своє втілення в президентському рішенні про необхідність декларування резидентами не лише наявності, а й відсутності інвестицій і валютних коштів за кордоном, що в подальшому



приведе до бюрократизації зовнішньоторговельного обороту.

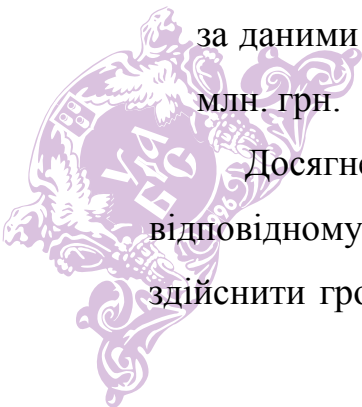
Таким чином, перехідний етап розвитку валютного ринку в Україні можна поділити на декілька періодів:

- 1) попередній – з прийняття Декларації про Державний Суверенітет України до виходу України з «рублевої зони»;
- 2) період упровадження власної грошової одиниці та прийняття національного валютного законодавства;
- 3) період спроби відновлення державної валютної монополії;
- 4) період лібералізації валютного ринку та відносної стабілізації валютного курсу карбованця, який закінчився запровадженням національної валюти – гривні [283].

Удосконалення системи заходів щодо валютного регулювання протягом останнього періоду (кінець 1994 – серпень 1996 р.) сприяли позитивним тенденціям, які визначилися на валютному ринку в Україні:

- значно зросла роль УМББ як центру проведення валютних операцій, активізувалися валютні операції не тільки на біржовому, але й на міжбанківському валютному ринках;
- змінилося співвідношення між попитом та пропозицією іноземних валют і стабілізувався курс українського карбованця відносно ключових іноземних валют;
- НБУ спромігся без залучення 1,5 млрд. доларів США, які обіцяв надати МВФ як кредит розширеного фінансування, створити значні валютні резерви в іноземній валюті;
- було розроблено систему заходів, які вплинули на переведення коштів з валютного та кредитного ринків на ринок державних цінних паперів. Так, за даними НБУ, підписка на ОВДП тільки нерезидентами досягла 300-370 млн. грн.

Досягнення фінансової стабілізації у 1996 р., у тому числі завдяки відповідному валютному регулюванню, дало змогу у вересні цього року здійснити грошову реформу, яка стала початком наступного етапу розвитку





валютного ринку України. Вона мала неконфіскаційний, прозорий характер і передбачала заміну карбованця новою грошовою одиницею – гривнею у співвідношенні 1 грн. до 100 тис. крб. З 2 вересня було встановлено офіційний обмінний курс гривні до іноземних валют. Існуючий порядок обов'язкового продажу валютних надходжень резидентів на міжбанківському валютному ринку України залишався без змін до червня 1997 р., коли і був скасований Законом України «Про внесення змін до деяких декретів Кабінету Міністрів України з питань валютного регулювання».

Розвиток валютного ринку в Україні, забезпечення внутрішньої конвертованості та певна стабілізація національної валюти створили передумови для того, щоб Україна у травні 1997 р. змогла заявити про приєднання до статті VIII Статуту МВФ. Це означає, що з юридичного погляду у рамках світової валютної системи гривня є вільноконвертованою валютою за поточними операціями.

Разом з тим, необхідно відзначити, що досягнута стабільність в цей період була значною мірою пов'язана з розвитком ринку облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП), активний випуск яких державою і висока дохідність залучали на внутрішній валютний ринок значні обсяги надходжень від іноземних інвесторів.

Втім, саме у зв'язку з надвисокими прибутками за цим видом цінних паперів валютні вкладення часто мали спекулятивний характер, що було пов'язано зі значним ризиком для стабільності курсу національної валюти. Світова економічна і фінансова криза 1997 р. призвела до непрогнозованого переміщення капіталів, посилила попит на долари США як основну резервну валюту, що, у свою чергу, призвело до девальваційного тиску на більшість світових валют, включаючи і гривню.

Отже, перехід до неемісійних джерел фінансування державного бюджету за рахунок розміщення ОВДП і припливу іноземного капіталу без позитивних структурних зрушень у реальному секторі економіки закінчився валютною кризою 1998 р. і різким знеціненням гривні. Упродовж наступних





двох років гривня девальвувала майже у три рази, також відбулося скорочення валютних резервів Національного банку – з 2,8 млрд. американських доларів у серпні 1997 р. до 0,5 млрд. доларів США у лютому 1999 р.

Суттєве підвищення попиту на іноземну валюту, а відтак девальваційний тиск на гривню були зумовлені дією наступних факторів:

- вплив коштів іноземних інвесторів з українського ринку ОВДП;
- негативне сальдо платіжного балансу за зовнішньоторговими операціями, що перевищило 1 млрд. дол. США;
- зростання майже на 25 % обсягів фінансування зовнішнього державного боргу.

У цей період підтримання курсу національної валюти здійснювалося практично виключно за рахунок валютних резервів Національного банку України, що з урахуванням зазначених негативних факторів призводило лише до їх вичерпання. Незважаючи на всі зусилля девальвація офіційного курсу за 1998 р. сягнула майже 50% (з 1,899 до 3,427 грн. за 1 дол. США).

Зрозуміло, що така ситуація потребувала вжиття комплексу антикризових заходів, спрямованих на забезпечення фінансової стабілізації, тимчасове припинення функціонування міжбанківського валютного ринку, обов'язковий продаж валютних надходжень, жорсткий контроль за купівлею іноземної валюти.

Починаючи з 1999 року Національний банк України послідовно і поступово запроваджував у сфері валютного регулювання заходи, які спрямовувалися на лібералізацію валютного ринку, а саме стосовно:

- розширення переліку операцій, що здійснюються на ньому, в тому числі і 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.



Удосконалення системи валютного регулювання здійснювалося також шляхом спрощення окремих її елементів, зокрема процедур купівлі іноземної валюти. Впроваджені заходи створили сприятливі умови для зовнішньоекономічної діяльності, розширили можливості роботи на валютному ринку як банків, так і їх клієнтів. Здійснюючи певні кроки з лібералізації валютних операцій, Національний банк водночас забезпечив прозорість їх проведення та дієвий контроль за ними з боку уповноважених банків.

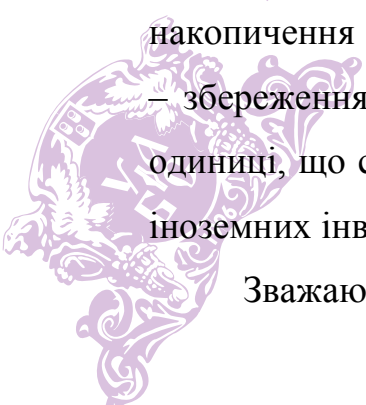
Як результат з 21 лютого 2000 р. Кабінет Міністрів і Національний банк України запровадили плаваючий валютний курс. Відтоді офіційний курс гривні до долара США почав установлюватися на основі аналізу інформації про середньозважений курс, який складався за курсами та обсягами безготівкових операцій із купівлі-продажу доларів США комерційними банками на міжбанківському валютному ринку України, а також про курс, за яким Національний банк України сам здійснював відповідні операції (по суті валютні інтервенції).

Але фактично, починаючи з 2000 р., валютно-курсова політика знову повернулася до принципу підтримки відносної стабільності номінального курсу гривні до долара США. Проте за однієї і тієї ж форми це була вже якісно інша політика.

Упродовж 2000-2005 рр. Національний банк України сприяв стабілізації курсу гривні відносно долара США. У такий спосіб було підтримано процеси фінансового оздоровлення, уповільнення інфляції та початку економічного зростання.

Виважена валютна політика НБУ стимулювала не лише швидке накопичення міжнародних резервів, але й вирішення стратегічного завдання – збереження внутрішньої і зовнішньої стабільності національної грошової одиниці, що слугувало надійним орієнтиром для вітчизняних підприємців та іноземних інвесторів.

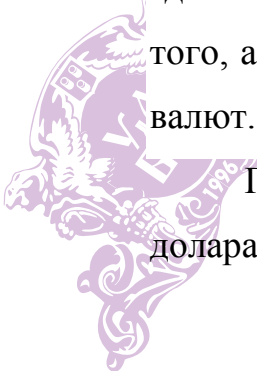
Зважаючи на швидкий приплив короткострокового капіталу на початку



2005 р. і різке зростання надходжень валюти, яка притримувалася за кордоном під час політичної невизначеності, а також з метою приведення валютного курсу у відповідність із бюджетними параметрами, затвердженими Верховною Радою України в березні 2005 р., Національний банк 21 квітня 2005 р. здійснив разове зміцнення курсу гривні щодо долара США на 2,7%.

Позитивними моментами ревальвації були: можливість стримувати інфляційні процеси, зниження вартості обслуговування зовнішнього боргу, кращі умови імпорту деяких важливих видів продукції (енергоресурсів, обладнання і технологій). Водночас зміцнення курсу гривні нарівні зі скороченням імпортних митних тарифів, а також погіршенням кон'юнктури на зовнішніх ринках металопродукції мало негативні наслідки для експортного потенціалу країни. Як наслідок, у 2005 р. негативне сальдо зовнішньої торгівлі товарами становило 1,8 млрд. дол., тоді як у 2004 р. сальдо було позитивним – 3,6 млрд. дол. США. Таким чином, встановлення нового рівня валютного курсу, забезпечуючи певну рівновагу на валютному ринку, водночас не дало можливості засобами суто валютно-курсової політики вирішувати ті макроекономічні проблеми, які впливають на динаміку обмінного курсу, незалежно від спрямованості конкретних дій центрального банку. Враховуючи стійку тенденцію до перевищення на міжбанківському валютному ринку пропозиції іноземної валюти над попитом, у серпні 2005 року Правління НБУ прийняло ряд постанов щодо подальшої лібералізації валютного ринку. Це, зокрема, дало змогу оптимізувати процес торгів на міжбанківському валютному ринку, обмеживши втручання в нього Національного банку. Відтепер НБУ має здійснювати інтервенції на міжбанківському валютному ринку лише задля того, аби нівелювати значні коливання обмінного курсу гривні до іноземних валют.

Протягом 2005-2007 рр. НБУ утримує офіційний курс американського долара щодо гривні на рівні 5,05 (за винятком короткострокового періоду у



червні-липні 2005 року, коли курс становив 5,055) [128, 131].

Динаміку обсягів міжбанківського ринку України за 2006-2007 рр. наведено у табл. 5.8.

Таблиця 5.8

Показники міжбанківського валютного ринку України  
за період 2006-2007 рр.

Період	Обсяг валютного ринку, млн. дол. США		Відхилення 2007 р. до 2006 р.	
	2006 р.	2007 р.	Абсолютне, млн. дол. США	Відносне, %
1. Січень	6614,6	8260,0	1645,4	24,9
2. Лютий	5948,0	8387,8	2439,8	41,0
3. Березень	8954,0	10942,1	1988,1	22,2
4. Квітень	7297,6	11452,6	4155,0	56,9
5. Травень	7844,2	12161,2	4317,0	55,0
6. Червень	8279,1	10820,8	2541,7	30,7
7. Липень	8540,4	12726,7	4186,3	49,0
8. Серпень	9221,1	14266,4	5045,3	54,7
9. Вересень	9754,4	12993,6	3239,2	33,2
10. Жовтень	9411,0	15304,9	5893,9	62,6
11. Листопад	9572,2	14371,3	4799,1	50,1
12. Грудень	11034,0	16285,3	5251,3	47,6
Усього	102470,6	147972,7	45502,1	44,4
У середньому за місяць	8539,2	12331,1	3791,9	44,4

Аналізуючи тенденції розвитку валютного ринку у 2007 р., можна зробити наступні висновки:

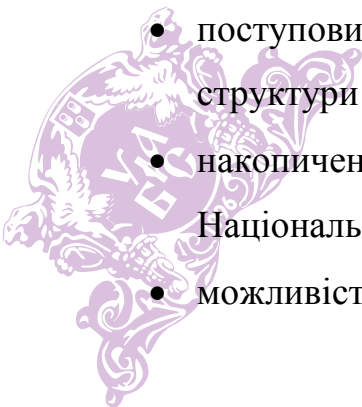
1. Валютний ринок України стабільно розширювався і демонстрував стійке домінування пропозиції іноземної валюти над попитом на неї, чому сприяв майже 42% приріст валютних надходжень. Їх основним джерелом була виручка від експорту товарів та послуг.
2. Протягом року Національний банк України врівноважував ринок переважно за рахунок купівлі валюти. Тільки впродовж декількох днів у січні, лютому та грудні НБУ її продавав. Сальдо його валютних

інтервенцій у 2007 р. досягло майже 7,6 млрд. дол. США (у 2006 р. – 906 млн. дол. США).

3. Інтервенції Національного банку сприяли зростанню міжнародних резервів, обсяг яких у 2007 р. збільшився на 45,9% – до майже 32,5 млрд. дол. США, що дало змогу забезпечити фінансування майбутнього імпорту товарів та послуг протягом 4,7 місяця.
4. На готівковому сегменті валютного ринку впродовж 2007 р. домінував попит на іноземну готівку, який перевищив її пропозицію на 4,4 млрд. дол. США (3,6 млрд. дол. США у 2006 р.).
5. Загальний обсяг операцій на міжбанківському валютному ринку України за результатами 2007 р. склав 147972,7 млн. американських доларів, що є рекордним показником за всю історію його існування.
6. У порівнянні з іншими складовими фінансового ринку (загальний обсяг торгів цінними паперами на торговельному майданчику ПФТС у 2007 р. становив 282100 млн. грн., а на вторинному ринку державних цінних паперів обсяг укладених угод складав лише 2705,09 млн. грн.) обсяги саме валютного сегменту (747262,14 млн. грн.) є найбільшими.
7. Порівняно з 2006 р. спостерігається суттєве збільшення обсягу валютного ринку на 45502,1 млн. дол. США або на 44,4% у річному вимірі, що є безперечно позитивною тенденцією (рис. 5.6).

Таким чином, багаторічні зусилля НБУ, спрямовані на розбудову і зміцнення валютного ринку України, дали можливість забезпечити:

- створення відповідної моделі валютного ринку, розвиток його інфраструктури та механізмів проведення торгів і режимів курсоутворення;
- поступовий розвиток валютного ринку – диверсифікацію валютної структури та залучення в обіг усе зростаючих обсягів валютних коштів;
- накопичення та підтримання на необхідному рівні міжнародних резервів Національного банку України для проведення дієвої девізної політики;
- можливість своєчасного отримання (купівлі) іноземної валюти



вітчизняними підприємствами-імпортерами та її продажу експортерами тощо [133, 298].

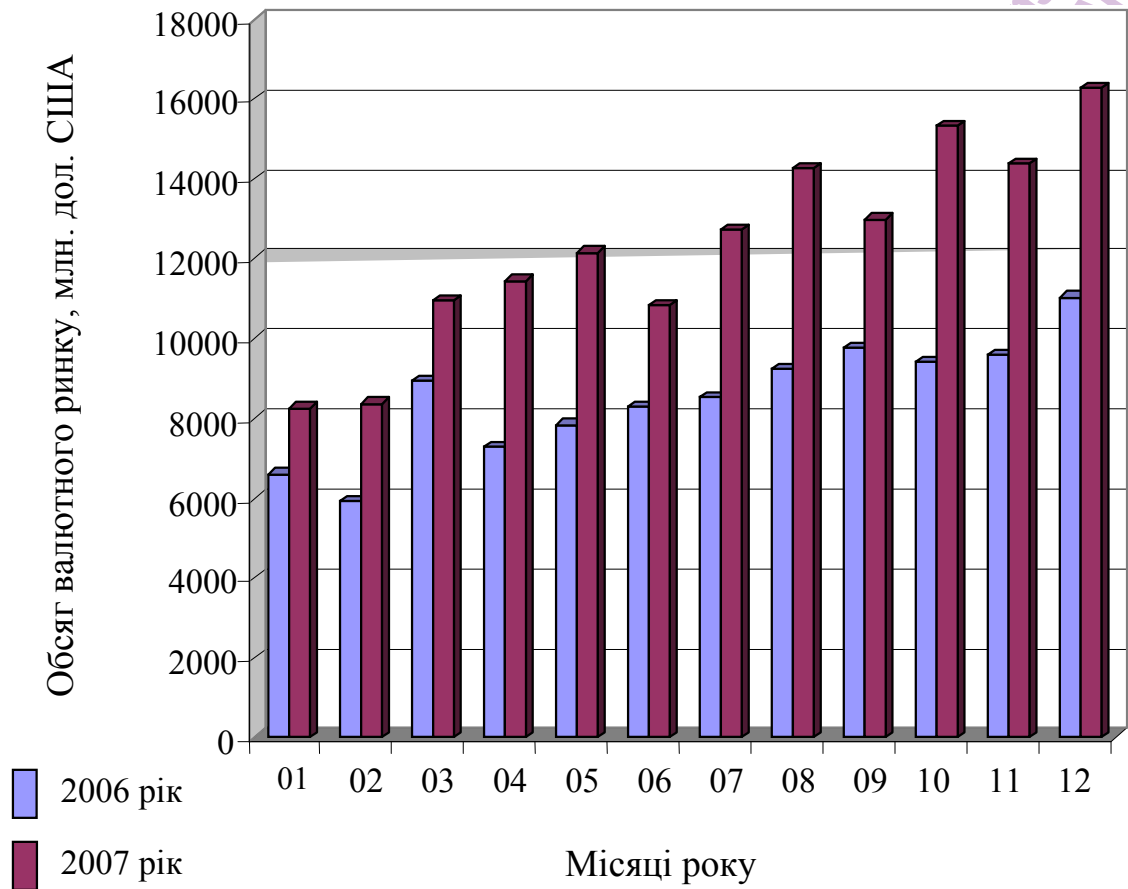


Рис. 5.6. Динаміка обсягів валютного ринку України у 2006-2007 рр. [281]

На сьогодні, вітчизняному валютному ринку притаманний широкий спектр операцій, включаючи й арбітражні. Це наближає його до стандартів ЄС та допомагає реалізувати основну стратегічну мету, визначену законодавством, – забезпечення стабільності національної валюти.

## Висновки до розділу 5

1. Обґрунтовано, що основою взаємодії суб'єктів валютних відносин, яка визначає можливості реалізації валютної політики, є валютний ринок. Саме функціонування валютного ринку є основним об'єктом впливу системи



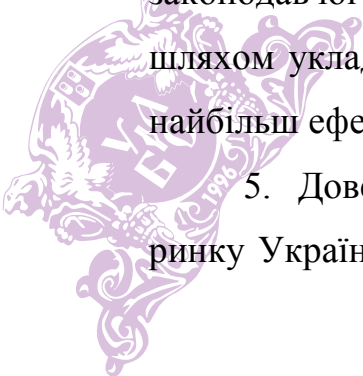
валютного регулювання і валютного контролю з боку держави у процесі реалізації валютної політики.

2. Досліджено сутність економічної категорії “валютний ринок” з погляду його функціонального призначення, інституційної побудови та організаційно-технічного забезпечення, що надало можливість дати наступне визначення: 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.

3. Визначено, що за функціональним змістом валютні ринки забезпечують своєчасне здійснення міжнародних розрахунків, хеджування валютних ризиків, диверсифікацію валютних резервів, проведення арбітражних операцій; за інституціональним – представлені сукупністю банків, інвестиційних компаній, валютних бірж, брокерських контор, які здійснюють валютні операції; за організаційно-технічною ознакою валютний ринок є сукупністю телеграфних, телефонних, телексних, електронних, комп’ютерних й інших комунікаційних систем, які зв’язують між собою учасників з різних країн, що здійснюють міжнародні розрахункові та валютні операції.

4. Встановлено, що інструментами валютного ринку є строкові валютні операції: валютні угоди «форвард», ф’ючерсні контракти, валютні опціони та свопи. На підставі проведених розрахунків обґрунтовано можливість використання суб’єктами вітчизняного валютного ринку похідних фінансових інструментів (за умови створення в Україні відповідної законодавчої бази та розбудови повноцінного ринку валютних деривативів) шляхом укладання депозитної угоди з форвардним покриттям, що дозволяє найбільш ефективно хеджувати валютно-курсові ризики.

5. Доведено, що використання деривативів суб’єктами валютного ринку України є найбільш перспективним напрямком хеджування валютно-



курсних ризиків, що свідчить про необхідність створення відповідної законодавчої та нормативної бази і важливість розвитку вітчизняного ринку похідних фінансових інструментів.

6. Визначено, що валютний ринок України значною мірою відображає стан економіки країни. Проведений аналіз процесу становлення вітчизняного валютного ринку дозволив виділити відповідні періоди і засвідчує вагомий внесок Національного банку України в його розбудову.

7. Аргументовано, що до числа основних заходів, які сприятимуть подальшому розвитку валютного ринку України, відносяться наступні:

- зменшення ролі Національного банку України як маркет-мейкера;
- збільшення обсягу ринкової інформації про джерела надходження іноземної валюти та її використання, а також про тенденції зміни платіжного балансу країни;
- розробка НБУ спеціальної політики, що визначає мету, терміни й обсяги валютних інтервенцій;
- скасування правил, що обмежують ринкову діяльність, таких як податки і додаткові збори з валютних операцій, а також обмеження на міжбанківські угоди;
- поступова лібералізація системи валютного регулювання та валютного контролю;
- уніфікація та спрощення валютного законодавства, недопущення частих або спеціальних змін;
- сприяння розвитку ринку інструментів хеджування ризику (валютних деривативів).

Основні результати розділу опубліковані в наукових статтях і монографіях [104, 105, 107, 108, 112, 113, 114, 116, 117, 119, 121, 124, 128, 130, 131, 133, 159].



## РОЗДІЛ 6. ОЦІНКА СТУПЕНЯ ВПЛИВУ ІНСТРУМЕНТІВ ВАЛЮТНОЇ ПОЛІТИКИ НА ДИНАМІКУ ОБМІННОГО КУРСУ ГРИВНІ

### 6.1. Система інструментів валютної політики як рушійна сила механізму її реалізації

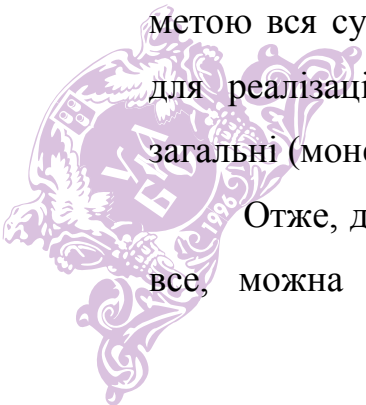
Діяльність центрального банку, що спрямована на досягнення стратегічних і тактичних цілей валютної політики держави, є неможливою без використання ним певної сукупності інструментів.

Інструменти валютної політики – це певні операції і механізми, за допомогою яких центральний банк може впливати на поточні орієнтири валютної політики, що позначається на організації валютних відносин у країні. Інструменти є по суті певними знаряддями центрального банку, за допомогою яких він впливає на стан валютного ринку в країні і діяльність економічних агентів щодо проведення ними операцій із валютними цінностями [89].

Застосування інструментів валютної політики засновується на сукупності певних принципів (табл. 6.1).

Механізм застосування інструментів валютної політики центрального банку передбачає розробку системи заходів щодо регулювання валютних операцій у конкретний період, а також вибір найбільш ефективних у цей момент методів впливу на діяльність суб'єктів валютного ринку. З цією метою вся сукупність інструментів, що застосовується центральним банком для реалізації валютної політики, розподіляється на дві основні групи: загальні (монетарні) та спеціальні (рис. 6.1).

Отже, до загальних інструментів реалізації валютної політики, перш за все, можна віднести: дисконтну політику центрального банку країни,



політику обов'язкових резервів та політику проведення операцій на відкритому ринку.

Таблиця 6.1

## Базові принципи використання інструментів валютної політики [133]

№ пор.	Назва принципу	Характеристика
1.	Ефективність	можливість отримання намічених результатів завдяки використанню певного інструменту валютної політики відповідно до її стратегічних орієнтирів;
2.	Прозорість	правильне, однозначне розуміння всіма учасниками валютного ринку намірів центрального банку щодо використання того чи іншого інструменту;
3.	Рівноправність	однакове, рівноцінне ставлення центрального банку до всіх суб'єктів валютного ринку, незалежно від їхнього статусу та розміру, що забезпечується стандартизацією правил і процедур при використанні інструментів валютної політики;
4.	Послідовність	відсутність різких, непередбачуваних змін у порядку та способах використання того чи іншого інструменту валютної політики, а відтак дії центрального банку у довгостроковій перспективі мають бути прогнозованими для всіх учасників ринку, щоб не допустити панічних настроїв та ажіотажу;
5.	Гнучкість	наявність можливостей для маневру при використанні інструментів валютної політики, що означає наявність у центрального банку можливостей проведення зворотних операцій у разі потреби оперативного реагування на зміну поточних цілей політики

Спеціальні інструменти, в свою чергу, поділяються на економічні (девізна політика, диверсифікація валютних резервів, регулювання режиму валютного курсу, а також політика девальвацій та ревальвацій національної валюти) і адміністративні інструменти, до яких, перш за все, належать валютні обмеження.

Практичне використання інструментів валютної політики відображає зміст функціонування центрального банку щодо впливу на всіх суб'єктів валютного ринку і характеризує його як головний орган, наділений державою

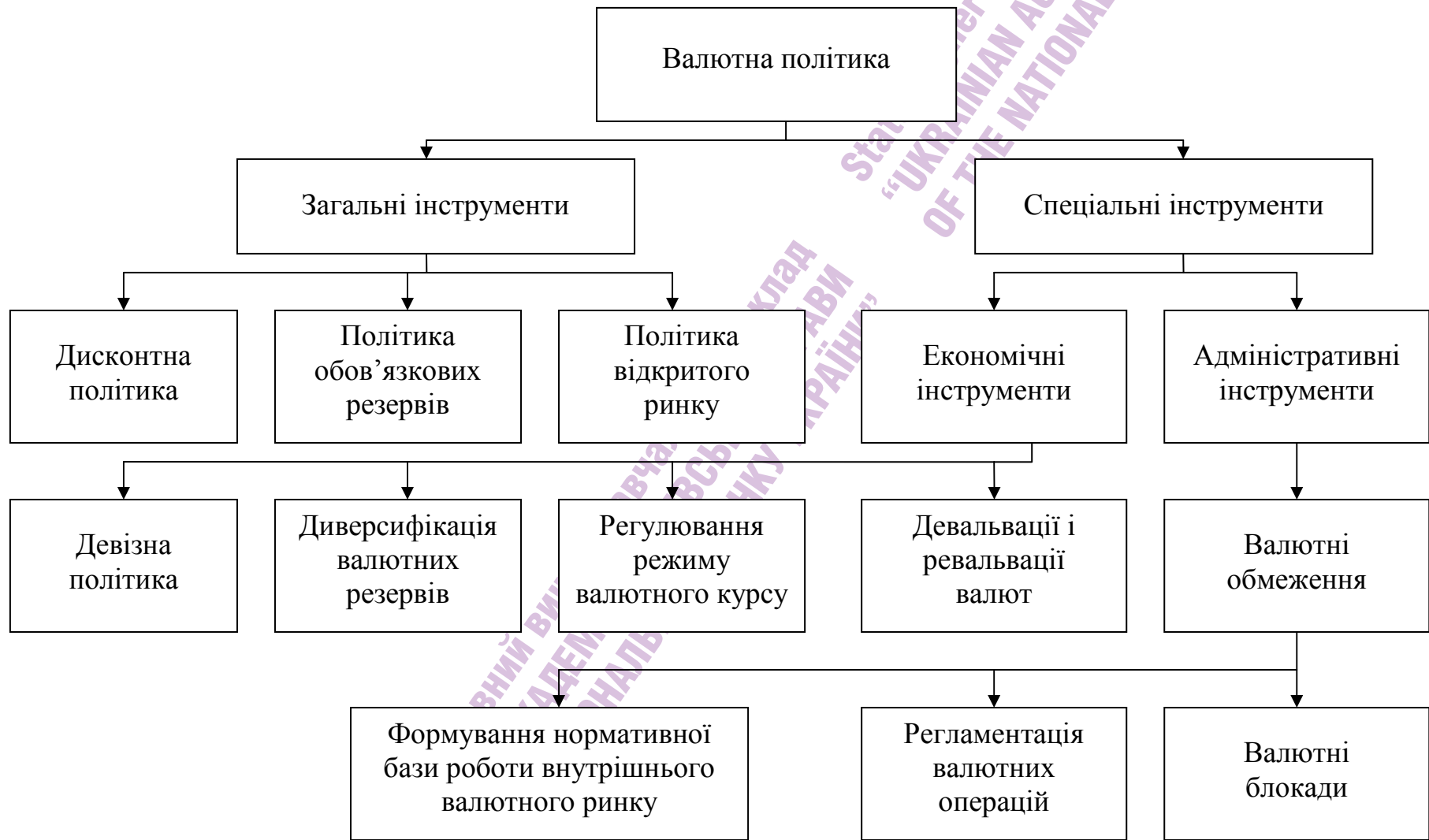


Рис. 6.1. Інструменти реалізації валютної політики [89, с. 108]



відповідними повноваженнями і здатний активно впливати за допомогою різних засобів і методів практично на всі аспекти валютних відносин у країні.

Саме інструменти реалізації валютної політики, що використовуються відповідно до визначених стратегічних орієнтирів, формують її конкретне наповнення, відображаючи спрямованість діяльності центрального банку на досягнення кінцевих цілей монетарної політики.

## **6.2. Дослідження монетарних каналів впливу на валютний курс в Україні**

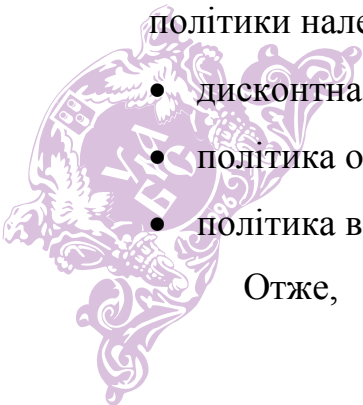
Загальні інструменти валютної політики – це засоби та методи, які використовуються центральним банком для реалізації стратегічних завдань монетарної політики, що через грошову масу і ринкові процентні ставки впливають на валютну сферу господарства.

Загальні інструменти є спільними як для валютної, так і для грошово-кредитної політики, що передбачає встановлення їх як головних тактичних орієнтирів передусім динаміки грошових агрегатів та ринкових процентних ставок, тобто пропозиції грошей та їх ціни на внутрішньому ринку (Додаток И). А вже через ці параметри вплив загальних інструментів валютної політики позначається на динаміці валютного курсу та можливостях досягнення інших цілей, що визначаються стратегією валютної політики держави.

Як уже зазначалося, до складу загальних інструментів валютної політики належать:

- дисконтна політика;
- політика обов'язкових резервів;
- політика відкритого ринку.

Отже, розглянемо поняття, механізм реалізації та особливості





використання цих інструментів Національним банком України.

*Дисконтна політика.* Дисконтна (облікова) політика – це система заходів центрального банку щодо встановлення та періодичної зміни офіційної облікової ставки (ставки рефінансування) з метою впливу на динаміку валютного курсу, стан платіжного балансу і рух капіталів, а також динаміку кредитних вкладень, грошової маси і цін. Дисконтну політику ще іноді називають політикою облікової ставки або просто процентною політикою.

Дисконтна політика активно застосовується починаючи з середини 19 ст. Її виникнення пов'язано з кредитуванням центральним банком комерційних банків країни. Останні, прагнучи збільшити свої резерви в центральному банку, продають йому цінні папери, переважно короткострокові комерційні векселі, що надійшли до комерційних банків від підприємств реального сектору, а також здійснюють облік і переоблік своїх векселів. У більшості країн аналогічні операції провадяться не лише з комерційними, але й державними цінними паперами, як правило, короткостроковими (вексями, сертифікатами та іншими зобов'язаннями держави), що перебувають у портфелях комерційних банків.

Продаж цінних паперів комерційними банками центральному банку, а також їхній облік (переоблік) здійснюються за певною процентною ставкою, що дістала назву облікової ставки, або ставки дисконту. Регулюючи її, центральний банк регулює кредитні ресурси комерційних банків.

Нині зміст операцій центрального банку з рефінансування розглядається здебільшого у ширшому контексті та включає не лише купівлю векселів (переобліковий кредит) чи позики під заставу цінних паперів (ломбардний кредит), а й процес надання всіх різновидів кредитів центрального банку комерційним банкам. Тому облікову ставку можна розглядати як основну (базову) норму процента, що стягується центральним банком при наданні позик комерційним банкам. По суті це визначена центральним банком ціна грошей у процесі їх первинної емісії, що



здійснюється шляхом кредитування комерційних банків.

Реалізація дисконтної політики центрального банку має як внутрішній, так і зовнішній аспект. Внутрішній аспект пов'язаний із впливом на динаміку внутрішніх кредитів, грошової маси, цін та сукупного попиту й уже опосередковано – на валютний курс. Зовнішній аспект передбачає вплив на міжнародний рух капіталів, а відтак безпосередньо на динаміку валютного курсу і стан платіжного балансу.

Внутрішній аспект дисконтної політики передбачає вплив центрального банку на попит і пропозицію на кредитному ринку шляхом зміни вартості наданих ним кредитів. Тим самим регулюється рівень ліквідності банківських установ, а відтак обсяги грошової маси в країні, валютний курс, темпи інфляції і ділова активність.

Напрямок зміни облікової ставки центрального банку в бік підвищення чи зниження залежить від типу грошово-кредитної політики (рестрикційного чи експансіоністського), що реалізується в конкретний період, та відповідних цілей регулятивного процесу, спрямованого на обмеження чи розширення кредитних можливостей банківської системи країни, що позначається на динаміці грошової пропозиції та впливає на кон'юнктуру валютного ринку, позначаючись на змінах обмінного курсу (Додаток К).

Дія механізму реалізації дисконтної політики може мати дві форми.

1. У разі проведення рестрикційної монетарної політики метою центрального банку є подорожчання процесу рефінансування кредитних установ, а тому він піднімає облікову ставку. Це ускладнює для комерційних банків отримання позики в центральному банку, обмежує їхню ресурсну базу й одночасно підвищує ціну грошей, що надаються в кредит уже самими комерційними банками. У результаті скорочуються кредитні вкладення в економіку, оскільки знижується попит суб'єктів господарювання на дорогі банківські позики, а відтак обмежуються й інфляційні тенденції, оскільки зменшення масштабів кредитування призводить до обмеження зростання грошової маси. У свою чергу, скорочення обсягу національної валюти на



внутрішньому грошовому ринку викликає зростання її зовнішньої вартості, що виражається у подорожчанні національної валюти відносно іноземних валют. Отже, політика «дорогих грошей» набуває конкретного практичного вираження, у тому числі й щодо зростання їх зовнішньої ціни.

2. При експансіоністській моделі монетарної політики мета центрального банку полягає у розширенні можливостей комерційних банків щодо рефінансування, у зв'язку з чим рівень офіційної облікової ставки знижується. Відтак банківські установи можуть отримати у своє розпорядження більше ресурсів. Зростання ресурсних можливостей комерційних банків дає змогу зменшити процентні виплати за позичковими операціями, а відтак зумовлює зростання попиту на банківські кредити з боку суб'єктів ринку. Розширення кредитних можливостей банківських установ за таких умов веде до збільшення маси грошей в обігу. Щодо зовнішньої ціни грошової одиниці, яка виражається валютним курсом, то вона набуває тенденції до девальвації. Такий напрямок дисконтної політики, що сприяє зростанню обсягів кредитних операцій комерційних банків, відповідає завданню поживавлення ділової активності в країні та стимулювання економічного зростання. Відповідно до цього збільшення грошової маси може зумовити здешевлення національної валюти порівняно з іноземною на внутрішньому валютному ринку. Так само зростання рівня внутрішніх цін може спричинити послаблення національної валюти стосовно іноземних через паритет купівельної спроможності.

Крім того, що дисконтна політика центрального банку позначається на кредитній активності комерційних банків та співвідношенні між попитом і пропозицією на грошовому ринку, визначаючи динаміку процентних ставок та грошової маси, вона також активно впливає на господарські процеси в країні ще за двома напрямками.

По-перше, дисконтна політика впливає на динаміку кон'юнктури на ринку цінних паперів країни. За підвищення ставок центрального банку та тенденції підвищення депозитних і кредитних ставок комерційних банків



курс вартість цінних паперів може знижуватись, оскільки попит на них на ринку скорочується як з боку банків, у зв'язку зі зростанням рентабельності кредитних операцій, так і з боку решти економічних агентів, у зв'язку з підвищенням дохідності депозитів як альтернативної форми розміщення активів. У разі зниження облікової ставки попит на цінні папери зростає, що позначається на збільшенні їх ринкової вартості.

По-друге, дисконтна політика позначається на прийнятті індивідуальних господарських рішень суб'єктами ринку. Це виявляється у динаміці споживчих витрат. При зниженні облікової ставки дешевшають кредитні ресурси, а відтак знижуються ставки за депозитами, що зменшує привабливість цього виду активів для населення, спонукаючи його збільшувати споживчі витрати (чи купувати акції), що в обох випадках може стимулювати динаміку ВВП. У випадку підвищення облікової ставки спостерігаються зворотні тенденції.

Не менш важливим, окрім внутрішнього, є ще й зовнішній аспект реалізації дисконтної політики, що відображає вже безпосередньо її наслідки у сфері зовнішньоекономічних та валютних відносин.

Зовнішній аспект дисконтної політики визначає зміну процентних ставок із метою вплинути на валютний курс як головний інструмент регулювання центральним банком стану платіжного балансу.

Цей вплив відбувається за такими основними напрямками:

- міжнародний рух капіталів;
- стимулювання виробництва та експорту.

Перший напрям передбачає стимулювання притоку іноземних капіталів у країну через підвищення процентних ставок. Унаслідок цього зростає попит на національну валюту як об'єкт інвестування, що призводить до її подорожчання. У разі зниження офіційної облікової ставки та відповідної реакції ринкових ставок процента відбувається вплив короткострокових капіталів у ті країни, де рівень банківських ставок перебуває на вищому рівні, що зумовлює девальвацію національної валюти.



Таким чином, підвищуючи офіційну облікову ставку, центральний банк сприяє зміцненню національної валюти, а знижуючи – її послабленню (рис. 6.2).



Рис. 6.2. Зовнішній аспект механізму впливу дисконтної політики центрального банку на динаміку валютного курсу [89]

Другий напрям передбачає вплив політики облікової ставки на конкурентоспроможність підприємств реального сектору, оскільки процент за кредит як ціна одного з факторів виробництва (капіталу) враховується у витратах та включається до ціни товарів і послуг. У цих умовах зниження процентних ставок за банківськими позичками може стати важливим фактором здобуття переваги у конкурентній боротьбі на зовнішніх ринках національних виробників порівняно з іноземними, які використовують дорожчі грошові ресурси і, як наслідок, пропонують власні товари за вищими цінами. При цьому стимулюється чистий експорт, що дає змогу забезпечити позитивне сальдо платіжного балансу.

Разом з тим, необхідно зауважити, що механізм застосування дисконтної політики має певні обмеження та недоліки. Вони визначаються дією певних факторів.

1. Якщо вплив капіталу з країни зумовлений політичною та економічною нестабільністю, то підвищення ринкових ставок не здатне зупинити цей процес. Справді, в умовах кризи довіри до уряду й банківської системи, високого ризику вкладення капіталів, нестійкого курсу національної валюти та відсутності належних гарантій збереження іноземних інвестицій механізм дисконтної політики не здатний активно впливати на динаміку обмінного курсу.

2. Підвищення рівня офіційної облікової ставки може призвести до подорожчання банківського кредиту всередині країни, що негативно позначиться на динаміці внутрішнього виробництва і конкурентоспроможності продукції на зовнішніх ринках. А зниження експортного потенціалу країни, в свою чергу, матиме негативні наслідки для стану її платіжного балансу.

3. Практичне використання дисконтної політики обмежується діяльністю центральних банків інших країн, які часто вживають аналогічних заходів для підтримки курсу національної валюти, внаслідок чого виникає своєрідна ланцюгова реакція, а відтак відносна курсова вартість різних валют набуває попереднього рівня.

4. Регулювання міжнародного руху капіталів і кредитів та наявність на національному рівні відповідних обмежень послаблюють вплив дисконтної політики на платіжний баланс країни, не сприяючи вільному переливанню коштів відповідно до напрямів їх прибуткового використання.

5. Низький рівень прогнозованості наслідків облікової політики щодо конкретних величин збільшення чи зменшення кредитних надходжень в економіку, оскільки регулювання величини процента визначає лише загальну спрямованість динаміки попиту на банківські позики. Тому досить складно з належним рівнем достовірності прогнозувати вплив конкретної зміни облікової ставки центрального банку на зміну кредитних вкладень в економіку і рух міжнародних капіталів, що не дає змоги достатньо оперативної і гнучко використовувати цей інструмент валютної політики для





впливу на стан валютного ринку.

6. Співвіднесення величини облікової ставки центрального банку з рівнем процентних ставок на міжбанківському кредитному ринку. Якщо, наприклад, центральний банк, реалізуючи політику «дешевих грошей», знижує облікову ставку з метою стимулювання кредитної активності банківських установ, то цей захід матиме практичний ефект лише у тому випадку, якщо змінена ставка в кінцевому підсумку досягла рівня, нижчого за ринкову норму процента. Те саме стосується процесу підвищення облікової ставки, оскільки в іншому разі процентні ставки як власне і самі кредити центрального банку виявляться «неконкурентоспроможними» порівняно з міжбанківськими позиками.

7. Імовірність незначного впливу дисконтної політики на діяльність суб'єктів господарювання різних галузей і секторів економіки, якщо спостерігаються суттєві відмінності у темпах їх розвитку. У цьому випадку зміни процентної ставки не однаково позначаються на стані різних галузей господарства. Зростання вартості кредитів може не вплинути на підприємства з високими темпами зростання виробництва і значним попитом на їхню продукцію, оскільки вони мають широкі альтернативні можливості залучення капіталів (наприклад, на фондовому ринку). І навпаки, галузі з порівняно низькими темпами розвитку є більш чутливими до зміни цін на кредитні ресурси, оскільки більшою мірою обмежені у виборі джерел залучення коштів.

8. Суперечливість внутрішніх та зовнішніх аспектів впливу дисконтної політики на економічні процеси. Центральний банк знижує облікову ставку, щоб стимулювати кредитування банками національної економіки і зростання виробництва. Водночас зниження ринкової норми процента не стимулює припливу іноземних капіталів і може спричинити дефіцит платіжного балансу. Підвищення процентних ставок, попри можливий приплив капіталів із-за кордону, має дестимулюючий ефект на вітчизняних виробників [89, 133, 283].



У зв'язку з цими обставинами дисконтна політика має використовуватися центральним банком лише у комплексі з іншими інструментами валютного регулювання. Однак загалом, незважаючи на вказані «вузькі» місця, зміна облікової ставки центрального банку залишається одним з основних інструментів монетарної політики практично в усіх розвинутих країнах. Річ у тім, що навіть у тому разі, коли відповідна дисконтна політика не є прямим фактором впливу на кредитні можливості комерційних банків через надання позик останнім, вона є важливим індикатором загального спрямування політики центрального банку. У зв'язку з цим рівень облікової ставки слугує важливим індикатором поточної економічної ситуації і ділової активності в країнах із розвинутими ринковими відносинами.

В Україні дисконтна політика реалізується через установлення Національним банком України облікової ставки, яка, згідно з офіційним визначенням НБУ, є одним із монетарних інструментів, за допомогою якого для суб'єктів грошово-кредитного ринку встановлюється орієнтир вартості залучених та розміщених грошових коштів на відповідний період і є основною процентною ставкою, що залежить від процесів у макроекономічній, бюджетній сферах та на грошово-кредитному ринку.

Визначаючи рівень та характер змін облікової ставки, Національний банк України бере до уваги наступні показники:

- прогнозний і фактичний рівень інфляції у відповідному періоді;
- прогнозний і фактичний рівень зміни індексу цін виробників промислової продукції;
- середній рівень інфляції за попередні 12 місяців;
- середню облікову ставку за попередні 12 місяців;
- темпи приросту грошової маси в обігу;
- структуру прогнозних і фактично випущених в обіг платіжних засобів у відповідному періоді;
- динаміку процентних ставок на міжбанківському ринку кредитних



ресурсів;

- динаміку процентних ставок за кредитами та депозитами банків.

Національний банк України враховує й інші фактори, які можуть вплинути на вартість коштів у національній валюті, інфляційні або девальваційні очікування, процентні ставки рефінансування, що використовуються центральними банками країн, які мають тісні торговельно-економічні зв'язки з Україною тощо.

Динаміку облікової ставки НБУ за період 2000-2007 рр. наведено на рис. 6.3.

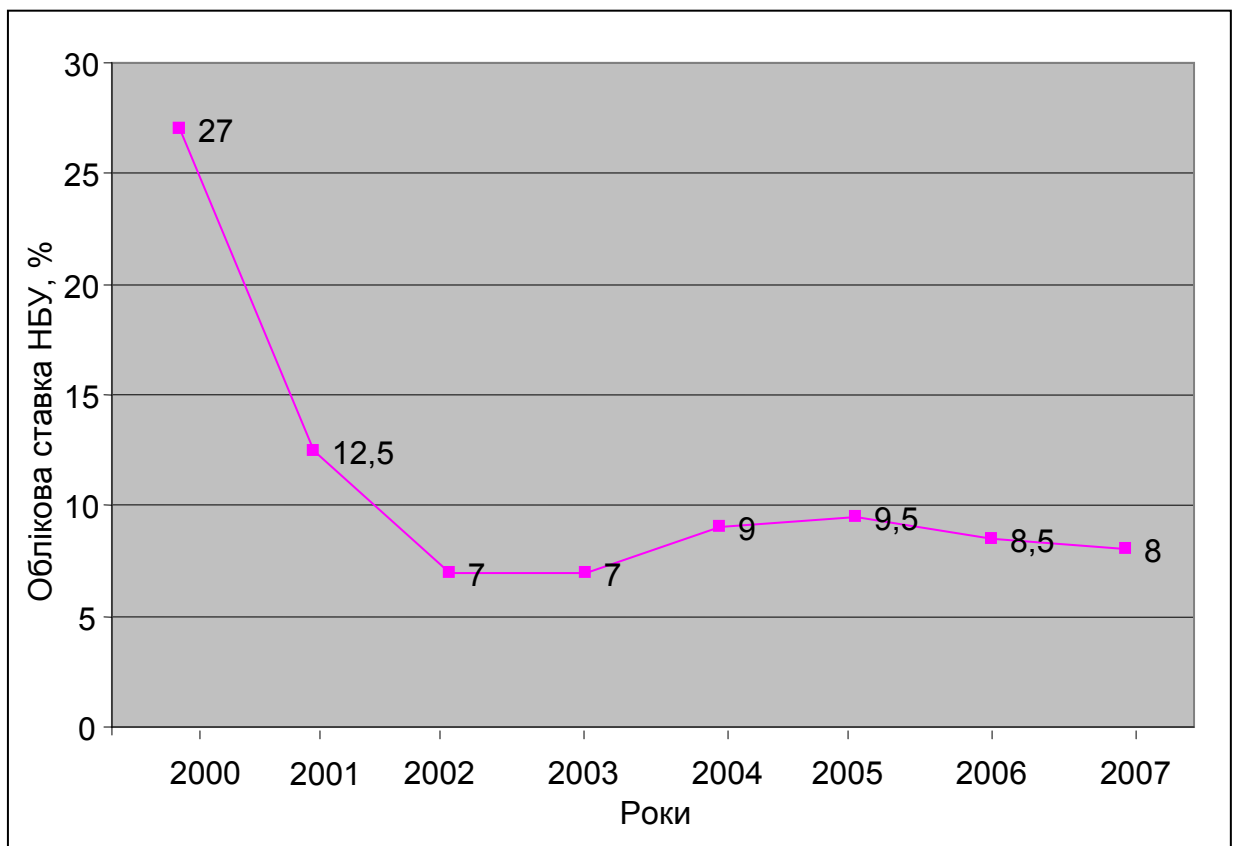


Рис. 6.3. Динаміка облікової ставки НБУ у 2000-2007 рр. (на кінець періоду)

Практичні аспекти реалізації дисконтної політики в Україні відображають усю суперечливість цього інструменту монетарної політики. На початкових етапах реформування вітчизняної економіки наддешеві кредити Національного банку, спрямовані на покриття бюджетних потреб та забезпечення неефективної діяльності окремих галузей економіки (вугільної,

АПК), стали ключовим фактором нарощування грошової маси та розкручування інфляційної спіралі (табл. 6.2).

Непрогнозовані інфляційні процеси на початкових стадіях ринкових перетворень нівелювали саму можливість ефективного проведення дисконтної політики як внутрішнього, так і зовнішнього аспектів. За від'ємного значення облікової ставки у кілька сотень, а то і тисяч процентів вона сама по собі втрачає будь-який сенс як ціна кредиту, а останній виступає виключно як емісійний ресурс. Наприклад, у 1993 р., за облікової ставки 190% і фактичної ставки у 68,5%, під яку Національний банк видавав кредити, темпи інфляції в країні становили 10156% .

У подальшому тільки за відмови від використання емісійних механізмів фінансування дефіциту державного бюджету і переходу, починаючи з 1996 р. на позитивний рівень облікової ставки стосовно темпів інфляції ситуація стабілізувалася. Уповільнення інфляційних процесів дало можливість Національному банку поступово перейти до послідовного зниження облікової ставки (за винятком 1998 р., коли під час фінансової кризи стабільність гривні перебувала під загрозою). Проте у подальшому вплив облікової ставки на динаміку грошових агрегатів не відображає функціонування класичного механізму дії цього інструменту монетарної політики, оскільки зниження ставки ніяким чином не зумовлювало уповільнення темпів зростання кількості грошей в обігу. Незначний вплив мала облікова ставка і на зміну обмінного курсу національної валюти та динаміку ВВП країни. В Україні також зберігається істотний розрив між рівнем облікової ставки центрального банку і процентами, що стягуються комерційними банками за користування їхніми кредитами.

Динаміку облікової ставки НБУ та основних середньозважених процентних ставок за кредитами на міжбанківському ринку України у 2007 р. продемонстровано на рис. 6.4.



Таблиця 6.2

Динаміка облікової ставки НБУ та основних макроекономічних показників [43]

Рік	Облікова ставка НБУ (на кінець періоду), %	Середньозважена ставка за всіма інструментами, %	Кредитні ставки комерційних банків в національній валюті, %	Зростання грошової маси МЗ, %	Рівень інфляції, %	Зміна реального ВВП, %	Девальвація (–) або ревальвація гривні щодо долара США, %
1992	80,0	–	76,0	11 р.	2000,0	– 9,9	–
1993	240,0	68,5	221,1	19 р.	10156,0	– 14,2	– 1870
1994	252,0	124,9	201,7	7 р.	401,0	– 22,9	– 726
1995	110,0	82,1	107,4	213	181,7	–12,2	– 72
1996	40,0	51,8	77,0	135	39,7	–10,0	– 5
1997	35,0	25,2	49,1	134	10,1	– 3,0	–1
1998	60,0	52,7	54,5	125	20,0	– 1,9	– 80
1999	45,0	44,0	53,4	141	19,2	– 0,2	– 52
2000	27,0	29,6	37,3	145	25,8	5,9	– 4,18
2001	12,5	20,2	29,6	142	6,1	9,2	+ 2,50
2002	7,0	9,2	19,6	142	– 0,6	5,2	– 0,6
2003	7,0	8,0	17,7	147	8,2	9,6	+ 0,01669
2004	9,0	16,1	17,5	132	12,3	12,1	+ 0,4895
2005	9,5	14,7	16,4	154	10,3	2,7	+ 4,814
2006	8,5	11,5	15,1	135	11,6	7,3	0,0000
2007	8,0	10,1	13,9	152	16,6	7,3	0,0000

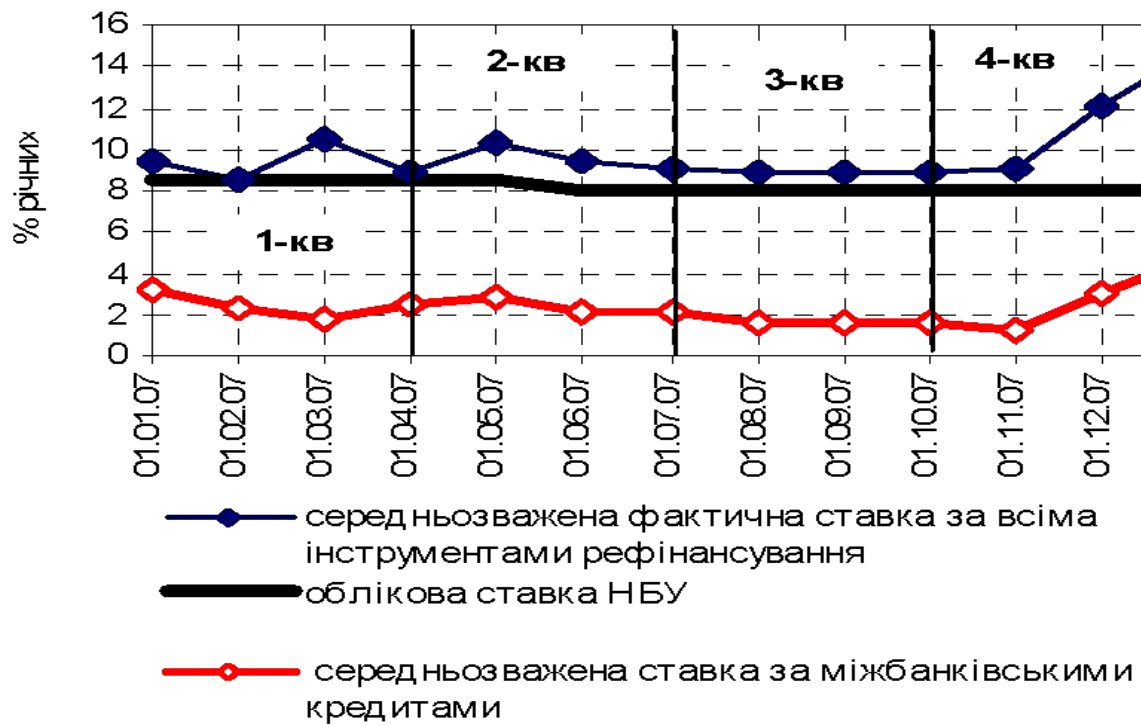


Рис. 6.4. Облікова ставка НБУ та процентні ставки на міжбанківському ринку в 2007 р. [281]

Отже, можна зазначити, що в період недостатнього розвитку ринкових механізмів традиційні інструменти реалізації і грошово-кредитної, і валютної політики не можуть діяти на повну силу. Причини такої ситуації можна пояснити дією таких основних чинників:

- негрошова природа деяких факторів, що зумовлюють інфляційні процеси (монополізована структура економіки, зміни кон'юнктури);
- високий рівень ризику для банків при кредитуванні, що зумовлює високі процентні ставки;
- обмежені обсяги рефінансування Національним банком України комерційних банків, що визначає обмежений вплив центрального банку на вартість їхніх кредитних ресурсів;
- особливості емісії грошей, що здійснюється переважно під приріст золотовалютних резервів, а не кредитування комерційних банків;
- підтримання курсу національної валюти на ринку шляхом інтервенцій, що зумовлює незначний вплив на нього динаміки грошової маси та





міжнародного руху капіталів.

Таким чином, підвищення ефективності дисконтної політики та її дієвості як інструменту валютної політики – це завдання, яке знаходиться не лише у площині відповідальності Національного банку України, але й має охоплювати широке коло макроекономічних заходів державної політики, спрямованих на структурні зміни в економіці й забезпечення фінансової стабільності.

*Політика обов'язкових резервів.* Політика обов'язкових резервних вимог – один із класичних інструментів, за допомогою якого центральні банки регулюють грошовий ринок, управляють кількістю грошей, підтримуючи темпи зростання грошової маси в заздалегідь установлених межах збільшення сукупної грошової маси й окремих її агрегатів. Дія цього методу полягає у зміні центральним банком норми, в межах якої комерційні банки зобов'язані частину залучених коштів зберігати на рахунках у центральному банку.

Обов'язкові резервні вимоги вперше були застосовані у Сполучених Штатах Америки. Створена у 1913 р. Федеральна резервна система передбачала, що комерційні банки резервують частину залучених коштів (депозитів) у встановленій нормі на рахунках у федеральних резервних банках. Спочатку обов'язкове резервування мало досить вузьку мету – формування страхового фонду для виплати депозитів. Ураховуючи функціональне призначення резервних вимог, Рада керуючих Федеральною резервною системою не змінювала норму обов'язкового резервування до середини 30-х рр. Досвід США пізніше перейняли центральні банки інших країн і сьогодні цей інструмент монетарного регулювання застосовується майже в усіх країнах із розвинутими ринковими відносинами.

Сучасне трактування політики обов'язкових резервних вимог передбачає їх використання центральними банками у кількох напрямках.

По-перше, як уже зазначалося, вона є засобом підтримання ліквідності банківських установ. Створення централізованого в рамках банківської



системи фонду грошових коштів мало стати надійною гарантією для вкладень клієнтів. Інакше кажучи, мінімальні резерви мали гарантувати інтереси вкладників, коли за тих чи інших обставин могло розпочатися вилучення ресурсів із комерційного банку. Нині така функція для банківської системи загалом пов'язана із забезпеченням стабільності її діяльності. Це сприяє, з одного боку, підтриманню безперебійності функціонування платіжно-розрахункового механізму, а з іншого – зниженню певною мірою ризику вкладень банків та зменшенню втрат від їхніх можливих банкрутств.

По-друге, обов'язкові резерви є засобом впливу на ресурсний потенціал комерційних банків. Саме друга функція є основною, оскільки мінімальні резервні вимоги впливають на кредитні можливості комерційних банків із метою регулювання кількості грошей в обігу. Рівень мінімальних резервних вимог, установлений центральним банком, безпосередньо впливає на кількісні параметри кредитування банківською системою реального сектора економіки й, у кінцевому підсумку, визначає обсяг грошової маси.

Таким чином, резервні вимоги використовуються центральними банками для розв'язання макроекономічних довгострокових завдань стабілізації грошового обігу та регулювання обсягів грошової пропозиції (маси), тобто як інструмент монетарної політики. Резервування частини коштів, залучених банками, спрямоване на обмеження їхньої можливості збільшувати грошову пропозицію.

Однією із функцій банків є створення грошей. Центральний банк створює грошову базу через готівкову та кредитну емісію. Грошова база складається з готівки, що перебуває в обігу поза банківською системою, а також із резервів комерційних банків (резерви на рахунках у центральному банку й готівка в касах банків). Грошову базу (МВ) можна визначити так:

$$MB = C + R, \quad (6.1)$$

де С – готівка в обігу;

R – банківські резерви.

Комерційні банки створюють гроші в процесі депозитно-кредитної



експансії, коли приріст депозитів в одному з банків призводить до мультиплікативного збільшення сукупної грошової пропозиції (маси) в масштабах всієї економіки. Складовими грошової пропозиції є депозити економічних суб'єктів (підприємств, організацій, населення) в комерційних банках, якими вони у разі необхідності можуть користуватися, й готівка, що перебуває в обігу поза банківською системою. Грошову пропозицію (масу) ( $MS$ ) можна визначити за формулою:

$$MS = C + D, \quad (6.2)$$

де  $C$  – готівка в обігу;

$D$  – депозити в комерційних банках.

Як видно із наведених формул (6.1 і 6.2), готівка в обігу є безпосередньою частиною і грошової бази і грошової пропозиції, тоді як банківські резерви тільки впливають на здатність банків створювати нові депозити, збільшуючи пропозицію грошей.

Схематично грошову базу і грошову пропозицію зображено на рис. 6.5.



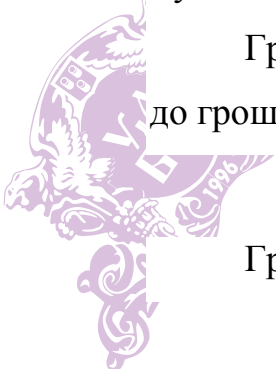
Рис. 6.5. Схематична структура грошової бази та грошової маси [133]

У верхній частині рисунка показано грошову базу, а в нижній – грошову пропозицію. Обидві величини пов'язані між собою через грошовий мультиплікатор.

Грошовий мультиплікатор ( $mm$ ) – це відношення грошової пропозиції до грошової бази.

$$mm = \frac{MS}{MB} = \frac{C + D}{C + R}; \quad (6.3)$$

Грошовий мультиплікатор можна виразити через співвідношення



готівка-депозити ( $cr$  – коефіцієнт депонування) і резерви-депозити ( $rr$  – норма резервування). Поділимо почленно чисельник і знаменник правої частини рівняння (6.3) на  $D$  (депозити) й отримаємо:

$$mm = \frac{cr + 1}{cr + rr}; \quad (6.4)$$

Коефіцієнт депонування грошей ( $cr$ ), тобто величина співвідношення готівки і депозитів, визначається, головним чином, поведінкою населення, яке вирішує, в якій пропорції воно триматиме гроші готівкою і на депозитах.

Норма резервування ( $rr$ ), тобто величина співвідношення банківських резервів і депозитів, визначається двома чинниками. По-перше, вона залежить від норми обов'язкових резервів, яка встановлюється для комерційних банків центральним банком. По-друге, вона залежить від величини надлишкових резервів, тобто резервів, що їх комерційні банки мають намір тримати понад обов'язкові резерви. Надлишкові резерви необхідні банкам для того, щоб задовольняти потреби клієнтів у готівці та бути спроможними здійснювати міжбанківські платежі, розширювати свої активні операції.

Вирішуючи питання щодо обсягу надлишкових резервів, банки мають враховувати вплив принаймні трьох факторів. Перший фактор – це невизначеність коливання залишків за депозитами. Чим мінливіший приплив і відплив депозитів, тим більше резервів треба тримати. Другий фактор – це вартість кредиту, який потрібно взяти для задоволення обов'язкових резервних вимог у разі недостатньої кількості резервів. Можна вважати, що вартість кредиту визначається рівнем офіційної (облікової) ставки центрального банку. Зростання офіційної ставки збільшує співвідношення (резервне) між надлишковими й обов'язковими резервами, бо кредити для тимчасового поповнення резервів стають дорожчими. Третій фактор пов'язаний із процентним доходом, який банки втрачають, тримаючи резерви. Можна вважати, що процент такого доходу визначається ринковою процентною ставкою. Зростання ставки зменшує резервне співвідношення, бо це призводить до подорожчання резервів.



Підсумовуючи, можна зробити висновок, що грошовий мультиплікатор не є сталою величиною. Він залежить від багатьох факторів, і його неможливо точно спрогнозувати.

Згідно з розрахунками грошового мультиплікатора (див. формулу 6.4) пропозицію грошей можна визначити наступним чином:

$$MS = \frac{cr + 1}{cr + rr} \times MB ; \quad (6.5)$$

Отже, пропозиція грошей залежить від величини грошової бази і грошового мультиплікатора. Центральний банк, використовуючи різні інструменти регулювання грошової пропозиції, впливає безпосередньо або на грошову базу, або на мультиплікатор. Політика резервних вимог передбачає насамперед вплив банку на грошовий мультиплікатор, оскільки норма резервних вимог є важливою компонентою мультиплікатора. Якщо центральний банк збільшує норму, то це призводить до зменшення грошового мультиплікатора, відповідно змінюється і пропозиція грошей, і навпаки. Використовуючи політику резервних вимог, центральний банк не може повністю контролювати пропозицію грошей, оскільки, як уже зазначалося, він не може точно передбачити величину грошового мультиплікатора, що перебуває під впливом факторів, не пов'язаних із діями центрального банку [89, 283].

Політика резервних вимог може мати стимулюючу спрямованість. Маневруючи окремими елементами механізму обов'язкового резервування, центральний банк може стимулювати розвиток окремих видів банків (малі та середні банки, банки, що надають довгострокові кредити), операцій (залучення строкових депозитів), фінансових інструментів тощо.

Резервна політика як складова сучасної валютної політики центральних банків засновується на впливі динаміки грошової маси на валютний курс. Зміна вимог центрального банку до обов'язкових резервів комерційних банків позначається на емісійних можливостях банківських установ збільшувати грошову масу через кредитно-розрахункові операції. У результаті зміна грошової пропозиції, тобто обсягу грошових коштів на

внутрішньому ринку, запропонованого банківською системою, безпосередньо впливає на зовнішню ціну національної валюти – обмінний курс.

Сутність механізму практичної реалізації політики обов'язкових резервів полягає у тому, що центральний банк періодично змінює норматив резервування залежно від ситуації, яка складається на ринку і типу політики, що ним проводиться (Додаток Л).

При рестрикційній політиці центральний банк підвищує норму обов'язкових резервів, що призводить до зменшення тієї частки ресурсів, яка може бути спрямована комерційними банками на кредитування підприємств і населення, що в результаті призводить до скорочення грошової маси в обігу. Обмеження обсягів національної валюти зумовлює підвищений попит на неї, а відтак її ревальвацію. Крім того, реалізація стратегічних завдань політики «дорогих грошей» визначає обмеження інфляційних процесів у національному господарстві та зниження темпів економічного зростання. Обмеження підвищення внутрішніх цін у країні є також фактором зростання вартості національних грошей порівняно з іноземними валютами, що виражається у співвідношенні їх купівельної спроможності, а відтак впливає на валютний курс.

При експансіоністській політиці, навпаки, норма обов'язкових резервів знижуються, у результаті чого більша частка ресурсів залишається у розпорядженні комерційних банків, що дає їм можливість збільшувати обсяги кредитування економічних агентів, і водночас призводить до нарощування грошової маси. Розширення пропозиції національних грошей на внутрішньому грошовому ринку є одним із факторів зниження зовнішньої ціни на них, тобто обмінного курсу. При цьому політика «дешевих грошей», визначаючи інфляційне знецінення національної валюти, зумовлює також зниження її купівельної спроможності порівняно з валютами інших країн, а відтак і її девальвацію.

Безпосередня дія механізму резервування залежить від величини





встановленого центральним банком нормативу обов'язкових резервних відрахувань, що мають здійснюватись комерційними банками. У різних країнах існують різні підходи до застосування цього інструменту монетарного регулювання. За методикою Європейського центрального банку (ЄЦБ) резервні вимоги поширюються на всі види банківських депозитів та емітованих цінних паперів за виключенням зобов'язань відносно кредитних інститутів, що формують обов'язкові резерви, а також установ Європейської системи центральних банків. Власне норматив обов'язкового резервування, встановлений нині ЄЦБ складає 2 % (при офіційно закріплених можливостях його зміни від 0 до 10 % в останній період цей норматив коливався від 1,5 до 2,5 %).

Комерційні банки виконують вимоги ЄЦБ щодо мінімального обов'язкового резервування шляхом підтримання необхідного залишку грошових коштів на кінець дня на кореспондентському рахунку в національному центральному банку. При цьому на відміну, скажімо, від Федеральної резервної системи США Європейський центральний банк не приймає до зарахування в резерви залишки готівки в касах комерційних банків.

Політика резервних вимог є інструментом грошово-кредитної політики, який центральні банки в країнах із розвинутою економікою використовують досить рідко. Часті зміни механізму обов'язкового резервування можуть мати дестабілізуючий вплив на економіку. Тому розвинуті ринкові економіки віддають перевагу гнучким інструментам грошово-кредитного регулювання, які впливають на грошову пропозицію не прямо, а через формування певних умов на ринку. Крім того, у світовій практиці спостерігається тенденція відходу від активного використання центральними банками резервних вимог як регулятивного методу. Про це свідчать досить рідкі зміни механізму резервування в країнах із розвинутою ринковою економікою, зменшення норми резервних вимог у 80-90-ті рр., відмова деяких країн від установлення для банків обов'язкових резервних вимог. Так, Канада взагалі відмовилася



від використання цього інструменту, Сполучені Штати, Франція відмовилися від резервування за строковими депозитами, а також зменшили норму резервів за трансакційними депозитами. Істотне зменшення норми характерне і для Німеччини.

Національний банк України згідно з чинними нормативними актами використовує нормативи обов'язкового резервування як один із монетарних інструментів для регулювання обсягів грошової маси в обігу та управління грошово-кредитним ринком без нарахування процентів за залишками коштів, що формують обов'язкові резерви. Обов'язковому резервуванню підлягають усі залучені комерційними банками кошти, за винятком кредитів, одержаних від інших банків та іноземних інвестицій, залучених від міжнародних фінансових організацій, а також коштів, залучених на умовах субординованого боргу. Кошти обов'язкових резервів комерційні банки формують і зберігають у національній валюті на своїх кореспондентських рахунках у НБУ.

У 1991-1993 рр. нормативи обов'язкового резервування були встановлені на рівні 10-15% від суми залучених коштів із диференціацією залежно від строків. Із метою подолання інфляції ці норми у 1993 р. були збільшені до 20-60%. Проте це не дало очікуваного ефекту, суттєво погіршивши ліквідність банківської системи. З 1994 р. НБУ встановив норматив обов'язкового резервування, незалежно від виду залучених коштів, на рівні 15% , який пізніше був підвищений до 17% за умов кризових явищ на фінансовому ринку 1998-1999 рр. Однак уже з 2001 р. Національний банк України для різних видів зобов'язань установлює диференційовані нормативи обов'язкового резервування залежно від:

- строку залучення коштів (короткострокові зобов'язання банку, довгострокові зобов'язання банку);
- виду зобов'язань за валютами (національна, іноземна).

У 2001 р. диференціація нормативу резервування становила 6- 14%, а у 2003 р. – 0-12% (норматив 0% – для довгострокових депозитів у національній



валюти). У 2004 р. із метою запобігання зростанню інфляційних процесів та дестабілізації міжбанківського ринку норматив резервування було диференційовано за єдиним критерієм: строкові вклади – 6%, вклади до запитання – 7%, у 2005 р. – 6% і 8% відповідно. У 2006-2007 рр. норматив обов'язкового резервування був незмінним і становив 0,5% і 5% [281].

Дієвість політики обов'язкових резервів визначається її впливом на динаміку кредитних вкладень комерційних банків, що, у свою чергу позначається на темпах зростання грошової маси в країні, зумовлюючи відповідний рівень інфляції, тобто впливаючи як на внутрішню, так і на зовнішню (курсону) стабільність національної валюти (табл. 6.3).

Як уже зазначалося, особливості впливу зміни нормативу обов'язкових резервів на кредитну активність комерційних банків, а відтак і динаміку грошової маси виражаються через зміну грошової бази, яка включає готівку в обігу та величину банківських резервів. Урешті величина грошової бази, на яку центральний банк країни має безпосередній вплив саме через регулювання норм обов'язкових резервів, у нормальних ринкових умовах є основою впливу відповідного монетарного регулятивного механізму на грошову масу, а будь-які зміни у грошовій базі так чи інакше мають позначатися і на кількості грошей в обігу.

В Україні за період 1992-2007 рр. грошова база зросла у 2484 рази (з 6 млн. у 1992 р. до 14901 млн. грн. у 2007 р. При цьому обсяг грошової пропозиції (агрегат М3) збільшився у 15846 разів (з 25 млн. у 1992 р. до 396156 млн. грн. у 2007 р.). Так, лише за підсумками 2007 р. у порівнянні з попереднім роком монетарна база збільшилася на 46,0%, а грошова маса – на 51,7% (рис. 6.6).



Таблиця 6.3

Зміна нормативу обов'язкового резервування НБУ та динаміка основних макроекономічних параметрів [43]

Рік	Норматив обов'язкового резервування коштів банків у НБУ, %	Грошова база, млн. грн.	Грошова маса МЗ, млн. грн.	Грошовий мультиплікатор	Кредитні вкладення банків в економіку, млн. грн.	Рівень інфляції, %	Девальвація (-) або ревальвація гривні щодо долара США, %
1992	10	6	25	4,17	27	2000,0	–
1993	25	269	482	1,79	406	10156,0	– 1870
1994	15	1523	3216	2,11	1558	401,0	– 726
1995	15	3538	6930	1,96	4078	181,7	– 72
1996	15	4882	9364	1,92	5452	39,7	– 5
1997	15	7058	12541	1,78	7295	10,1	–1
1998	17	8625	15705	1,82	8873	20,0	– 80
1999	17	11998	22070	1,84	11787	19,2	– 52
2000	15	16780	32252	1,92	19574	25,8	– 4,18
2001	6–14	23055	45755	1,98	28373	6,1	+ 2,50
2002	0–12	30808	64870	2,11	42035	– 0,6	– 0,6
2003	0–12	40089	95043	2,37	67835	8,2	+ 0,01669
2004	6–7	53763	125801	2,34	88579	12,3	+ 0,4895
2005	6–8	82760	194071	2,34	143418	10,3	+ 4,8140
2006	0,5–5	97214	261063	2,69	245226	11,6	0,0000
2007	0,5–5	141901	396156	2,79	426863	16,6	0,0000



Рис. 6.6. Динаміка основних монетарних показників у 2007 р. [281]

Окрім номінального збільшення монетарної бази грошова маса збільшувалася за рахунок постійного процесу мультиплікації коштів. Так, наприклад, значення грошового мультиплікатора збільшилося з 2,69 у 2006 р. до 2,79 у 2007 р. Певним чином минулорічне розширення грошової пропозиції абсорбувалося за рахунок процесу ремонетизації економіки: у 2007 р. розрахунковий рівень монетизації економіки за оперативними даними збільшився до 46,5% (рис. 6.7).

Під час здійснення грошово-кредитної політики в першому півріччі 2007 р. урахувалося те, що на початку року спостерігалася динаміка до зниження темпів зростання ВВП: за перші 5 місяців року кумулятивне значення приросту ВВП знизилося з 9,3% у січні до 7,9% у січні – травні. За таких умов у 2 кварталі, коли інфляційні ризики ще не встигли себе проявити повною мірою, Національний банк України навіть вдався до проведення більш стимулюючої грошово-кредитної політики, знизивши облікову ставку до 8 % та тимчасово припинивши проведення мобілізаційних операцій.



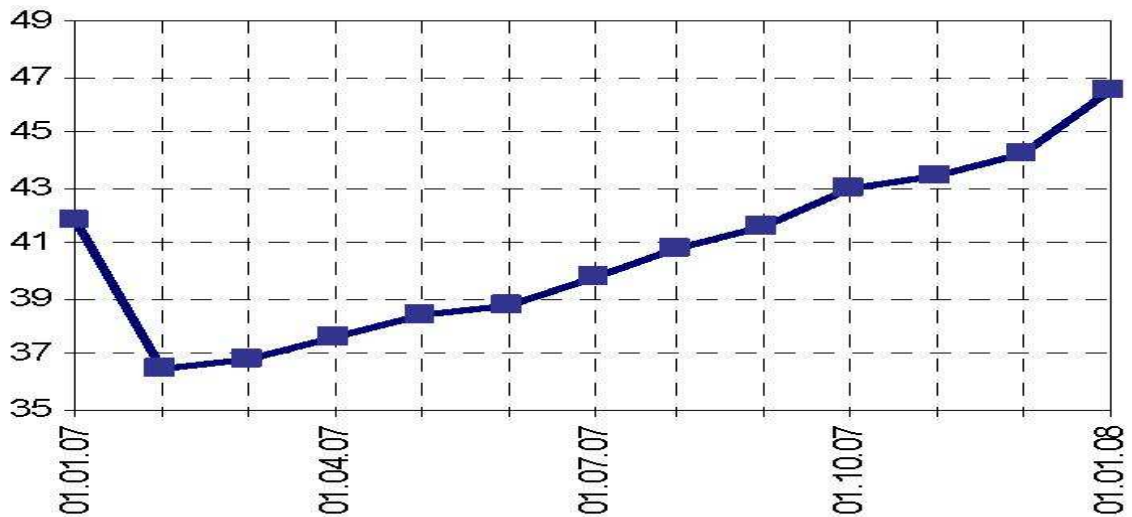


Рис. 6.7. Динаміка рівня монетизації економіки України протягом 2007 р. [281]

Визначаючи тактику своїх дій після посилення інфляційного прискорення в літні місяці, НБУ обережно підходив до застосування рестрикційних заходів, адже вони не вплинули б на головне джерело інфляційного тиску з боку попиту – соціальні виплати. Також ускладнився б доступ до кредитних ресурсів з боку підприємств реального сектору економіки, що могло б призвести до ще більшого дисбалансу між попитом і пропозицією на товарних ринках.

Під час опрацювання тактики дій в умовах посилення інфляційного тиску також враховувалося те, що застосування традиційних монетарних механізмів та інструментів в умовах посилення ролі зовнішніх запозичень у структурі ресурсної бази банків має обмежений ефект, а за певних умов навіть може призвести до небажаних наслідків. Адже монетарні інструменти центрального банку впливають насамперед на гривневу частину грошової маси. Подорожчання гривневих ресурсів робить ще більш привабливим запозичення коштів за кордоном, продукуючи накопичення макроекономічних і пруденційних ризиків.

З огляду на це, заходи НБУ концентрувалися не лише на кількісному обмеженні грошової пропозиції, а й на досягненні якісного ефекту з





упередження виникнення дисбалансів на фінансовому ринку.

Керуючись саме такими міркуваннями, Правління Національного банку України в 2007 р. спрямовувало свої зусилля передусім на посилення привабливості проведення операцій у національній валюті та поступове обмеження економічними методами обсягів залучення коштів за кордоном.

Такі заходи, зокрема, включали:

- введення з 20 листопада 2007 р. до складу зобов'язань банків, які підлягають обов'язковому резервуванню, коштів, які залучені банками від банків-нерезидентів та фінансових організацій-нерезидентів (цей захід також певним чином вплинув і на обсяг ліквідності банківської системи);
- підвищення коефіцієнтів резервування за кредитами, наданими в іноземній валюті – відповідні зміни до Положення про порядок формування та використання резервів для відшкодування можливих втрат за кредитними операціями банків були внесені в березні 2007 р.;
- підвищення вимог щодо оцінки якості кредитних операцій – відповідні зміни до Положення про порядок формування та використання резерву для відшкодування можливих втрат за кредитними операціями банків були внесені в липні 2007 р.;
- запровадження вимог щодо покриття регулятивним капіталом валютного ризику та ризику довгострокової ліквідності, які банки беруть на себе в процесі своєї діяльності, – відповідні зміни до Інструкції про порядок регулювання діяльності банків в Україні були внесені в грудні 2007 р. (набирали чинності з 13 лютого 2008 р.).

Таким чином, оцінка взаємозв'язку між динамікою грошової бази і грошової маси (пропозиції) в Україні вказує на значний рівень впливу першої на другу, а відповідно і на дієвість регулятивних заходів Національного банку України, спрямованих на зміну нормативу обов'язкового резервування з метою обмеження темпів зростання грошової бази та адекватного регулювання змін грошової маси з метою подолання високого рівня інфляції.

Отже, політика зміни мінімальних обов'язкових резервів – досить



дієвий механізм, здатний справляти активний вплив на кількість грошей в обігу, а відтак і на їх внутрішню та зовнішню (курсову) вартість.

Водночас використання мінімальних резервних вимог у процесі реалізації монетарної політики пов'язане з об'єктивно існуючими межами ефективності цього інструменту, що визначається дією певних факторів.

По-перше, вплив мінімальних обов'язкових резервів на функціонування комерційних банків може суттєво обмежуватися наявністю у них надлишкових резервів, тобто ліквідних активів понад обов'язковий резервний мінімум. Чим більші обсяги надлишкових резервів, що не можуть контролюватися центральним банком, тим менші його можливості впливати на динаміку грошових агрегатів через зміну обов'язкових резервних вимог.

По-друге, граничні можливості центрального банку збільшувати норми резервування зумовлені тим, що це, з одного боку, суттєво знижує конкурентоспроможність комерційних банків порівняно з іншими кредитно-фінансовими установами, на які не поширюється дія обов'язкових резервів, а з іншого – спонукає банківські установи шукати шляхи (законні й незаконні) уникнення виконання резервних зобов'язань. Крім того, збільшення обов'язкових резервів комерційні банки, як правило, компенсують, перекладаючи цей тягар на своїх клієнтів, – через зменшення процентних ставок за депозитними операціями і підвищення плати за кредитні та інші послуги. Як наслідок, вільні на ринку грошові ресурси спрямовуються не до комерційних банків, а до інших інститутів кредитної системи або відбувається переміщення капіталів за кордон. У результаті зменшення попиту на національну валюту динаміка обмінного курсу виявляється протилежною до очікуваної.

По-третє, проблема зниження конкурентоспроможності банків у зв'язку з виконанням резервних вимог загострюється також відсутністю плати за кошти, що формують обов'язкові резерви. Це знижує загальну дохідність банківських активів. Центральні банки деяких країн вирішують цю проблему шляхом надання можливості зарахування до сум обов'язкових



резервів коштів, укладених у державні цінні папери, що приносять проценти. Європейським центральним банком на величину резервів нараховується процент за діючою ставкою РЕПО як головною короткостроковою процентною ставкою ЄЦБ.

І, нарешті, загальна ефективність мінімальних обов'язкових резервів як інструменту грошової політики на макrorівні більшою мірою виявляється у довгостроковому плані через вплив депозитного мультиплікатора на обсяги банківського кредитування економіки й динаміку грошової маси. При цьому навіть невеликі коливання норм резервних вимог зумовлюють значні зміни кон'юнктури ринку позичкових капіталів. Зрозуміло, що за таких обставин центральний банк не може часто змінювати ставки резервування, оскільки це мало б виключно дестабілізуючий вплив на фінансовий ринок країни, змушуючи комерційні банки пристосовуватися до таких змін шляхом нарощування обсягів надлишкових резервів і тим самим знижувати можливості регулюючого впливу центрального банку. Тому в банківській практиці розвинутих країн норми мінімальних обов'язкових резервів використовуються центральним банком переважно для довгострокового регулювання діяльності комерційних банків і переглядаються раз на кілька років за умов необхідності внесення суттєвих коректив у динаміку й обсяг грошової маси [44, 89, 133].

Ці обставини вказують на обмежені можливості використання зміни норм обов'язкових резервів як інструменту валютної політики, оскільки для повсякденного оперативного регулювання валютного ринку цей інструмент не має належної гнучкості, а його результати мають значний часовий лаг. Відтак зміна нормативу резервування може використовуватися лише в межах загальної стратегії центрального банку на обмеження чи розширення масштабів емісії національної валюти.

*Політика відкритого ринку.* В останні десятиріччя центральні банки країн із розвинутою ринковою економікою віддають перевагу такому інструменту грошово-кредитної політики, як проведення операцій із цінними



паперами на відкритому ринку, що відповідає загальній тенденції переважного використання ринкових інструментів регулювання економіки.

Політика відкритого ринку – це сукупність операцій купівлі або продажу центральним банком цінних паперів з метою впливу на ресурсну базу комерційних банків.

Ці операції центрального банку зумовлюють зміну резервів комерційних банків, що, у свою чергу, позначається на обсязі та вартості банківських кредитів. Унаслідок цього центральний банк має можливість впливати на розмір грошової маси і на рівень ринкової процентної ставки у потрібному напрямі, тобто досягати заздалегідь поставленої мети.

Об'єктом операцій центральних банків на відкритому ринку здебільшого є цінні папери, що мають високу ліквідність і користуються постійним попитом за незначних коливань ринкової вартості. Традиційно центральні банки проводять політику відкритого ринку переважно з державними цінними паперами на вторинному ринку. До операцій відкритого ринку не належить купівля центральним банком цінних паперів на первинному ринку, тобто безпосередньо в емітента. Такі операції, по суті, є формою кредитування центральним банком уряду. У багатьох країнах вони заборонені або обмежені законом. Крім того, до операцій відкритого ринку не належать угоди з купівлі та продажу цінних паперів, які центральний банк здійснює не від свого імені та за свій рахунок, а за дорученням казначейства (міністерства фінансів) з метою підтримання певного курсу державних цінних паперів.

Спрямованість політики відкритого ринку залежить від того, яку стратегію обирає центральний банк – «дорогих» чи «дешевих» грошей, що визначає відповідні операції з продажу чи купівлі цінних паперів (Додаток М).

Валютний аспект політики відкритого ринку має аналогічну спрямованість, що і дисконтної політики, і політики обов'язкових резервів. Він передбачає продаж цінних паперів у разі необхідності скорочення



грошової маси в обігу, а відтак і сприяння ревальвації національної валюти і купівлю цінних паперів центральним банком, коли є потреба збільшити обсяг грошей в обігу і девальвувати національну валюту. Так само зміни у внутрішній стабільності національної грошової одиниці, що визначаються темпами інфляції, через купівельну спроможність впливають на зовнішню ціну грошей – валютний курс.

Механізм реалізації центральним банком політики відкритого ринку охоплює п'ять основних елементів:

1. Об'єктом операцій на відкритому ринку можуть бути державні зобов'язання, облігації місцевих органів влади (муніципальні облігації), казначейські векселі, безпроцентні казначейські зобов'язання та інші першокласні цінні папери, перелік яких визначається центральним банком. Як правило, основним об'єктом операцій центральних банків на відкритому ринку в розвинутих країнах є найбільш надійні цінні папери – боргові зобов'язання держави. Саме короткострокові державні цінні папери використовуються центральними банками в операціях купівлі-продажу з метою регулювання грошової маси.

2. Політика відкритого ринку передбачає здійснення центральним банком відповідних операцій на вторинному фондовому ринку. Це пов'язано з тим, що придбання центральним банком цінних паперів безпосередньо в емітента, тобто відповідна участь на первинному ринку, має однобічну спрямованість, що може не збігатися з поставленими в певний період цілями регулювання. Відкритий ринок – це ринок, де здійснюється операції з купівлі-продажу цінних паперів між особами, які не є первинними кредиторами та позичальниками; кошти внаслідок продажу цінних паперів на такому ринку надходять на користь держателя цінних паперів, а не їх емітента.

3. Участь в операціях центрального банку з цінними паперами, крім комерційних банків, можуть брати також страхові і фінансові компанії, інвестиційні фонди та інші спеціалізовані небанківські кредитно-фінансові



установи, що загалом і складають мережу фінансових посередників, формуючи власне «відкритий ринок». Водночас продаж цінних паперів цим небанківським установам, що обслуговуються у комерційних банках, зменшує ресурсну базу цих банків, оскільки для розрахунків із центральним банком за папери ці фінансові посередники використовують кошти на своїх банківських рахунках. Отже, в цьому випадку досягається ефект скорочення грошової маси. Той самий процес, тільки зворотної дії має місце при купівлі цінних паперів.

4. Політика відкритого ринку не передбачає проведення операцій, у яких центральний банк здійснює купівлю-продаж цінних паперів за дорученням їх емітента та за його рахунок.

5. Дії центрального банку щодо стимулювання банків до участі в операціях на відкритому ринку спрямовані не на нав'язування їм адміністративних рішень про купівлю-продаж цінних паперів, а на економічну зацікавленість банківських установ, предметом якої є дохідність цінних паперів. Адже зрозуміло, що для успішної реалізації політики відкритого ринку цей параметр не повинен бути нижчим за дохідність інших активів комерційних банків (зокрема, кредитування підприємств і населення). В іншому випадку операції з купівлі-продажу державних боргових зобов'язань не проводитимуться [89, 133].

Сутність цього механізму полягає в оберненій залежності між ціною і дохідністю облігацій:

$$S = \frac{D}{P} \times 100\%, \quad (6.6)$$

де  $S$  – поточна дохідність облігації у відсотках;

$D$  – абсолютна величина доходу, що отримується за облігацією (за купонами в твердих процентах або у вигляді дисконту);

$P$  – курсова вартість облігації (ринкова ціна, за якою її було продано).

Наведена у формулі залежність відіграє важливу роль у функціонуванні всього механізму реалізації центральним банком політики відкритого ринку





(Додаток Н).

Продаючи облігації і розширюючи тим самим їх пропозицію, центральний банк зумовлює зниження ринкового курсу цінних паперів, а отже і підвищення їхньої дохідності, що, у свою чергу, робить придбання облігацій вигідним для комерційних банків. Купівля центральним банком державних зобов'язань, навпаки, викликає підвищення їх цін на ринку, оскільки такі операції розширюють попит. Відтак дохідність цінних паперів зменшується, а разом із нею і привабливість їх подальшого утримування в портфелях активів комерційних банків, що стимулює останніх позбавлятися від облігацій, продаючи їх центральному банку.

У 80-90 рр. 20 ст. у країнах із розвинутою ринковою економікою значно зріс ринок операцій із цінними паперами на умовах угоди про зворотну купівлю. Це пояснюється, по-перше, позитивними якостями цього гнучкого регулятивного інструмента, а, по-друге, стрімким розвитком телекомунікацій і комп'ютерної техніки, що обумовило розроблення й використання таких досконалих розрахункових і депозитарних систем, яких потребують операції РЕПО.

Так, наприклад, обсяг державних цінних паперів, куплених на умовах угоди РЕПО, в портфелі федеральних резервних банків США за три роки (1994-1996 рр.) зріс більше ніж у 5 разів, а їхня частка в активах банків збільшилася з 1 до 4%. А в активах Німецького Бундесбанку частка цінних паперів на умовах угоди про перепродаж становила більше третини.

Операція РЕПО – фінансова операція, що складається з двох частин. У першій частині цієї операції (стандартне РЕПО) одна сторона продає цінні папери іншій стороні. Водночас перша сторона бере на себе зобов'язання викупити дані цінні папери у визначений термін або на вимогу іншої сторони.

Це зобов'язання на зворотний викуп відповідає зобов'язанню на зворотний продаж, що його бере на себе друга сторона. Слід зазначити, що зворотна купівля цінних паперів здійснюється за ціною, яка відрізняється від



ціни первісного продажу. Різниця між цінами і є тим процентним доходом, який має отримати сторона, котра виступає покупцем цінних паперів (продавцем грошових коштів) у першій частині РЕПО. Ціна зворотного викупу являє собою суму первісної ціни продажу і певного процента, що сплачується позичальником коштів. Ставка цього процента (ставка РЕПО) розраховується на основі року (365 днів), що надає підстави розглядати РЕПО як форму короткострокового кредиту, забезпеченого цінними паперами.

Процентний дохід, який можна отримати від інвестування коштів в угоду РЕПО, визначається за формулою:

$$I_i = S_R \times I_R \times T_R, \quad (6.7)$$

де  $I_i$  – процентний дохід від угоди РЕПО;

$S_R$  – сума коштів, інвестованих у проведення угоди РЕПО;

$I_R$  – ставка РЕПО у %;

$T_R$  – термін операції / 365.

Зворотне РЕПО – дзеркальне відображення стандартного РЕПО. Воно означає ту саму угоду, але з позиції покупця цінних паперів у першій частині РЕПО. Операції РЕПО дають змогу центральному банку впливати на короткострокову кон'юнктуру ринку з подальшим нівелюванням ефекту цього впливу через певний проміжок часу.

Динаміку ставки Національного банку України за операціями РЕПО наведено на рис. 6.8.

Активне застосування політики відкритого ринку центральними банками розвинутих країн зумовлене низкою переваг цього інструменту монетарного регулювання, які включають:

- **Оперативність.** Передбачає можливості центрального банку здійснювати операції на відкритому ринку безпосередньо після прийняття рішень про досягнення тих чи інших тактичних цілей монетарної політики (приміром, обмеження чи розширення грошової маси), тобто досить оперативно, оскільки періодичність здійснення операцій визначає сам центральний



банк.

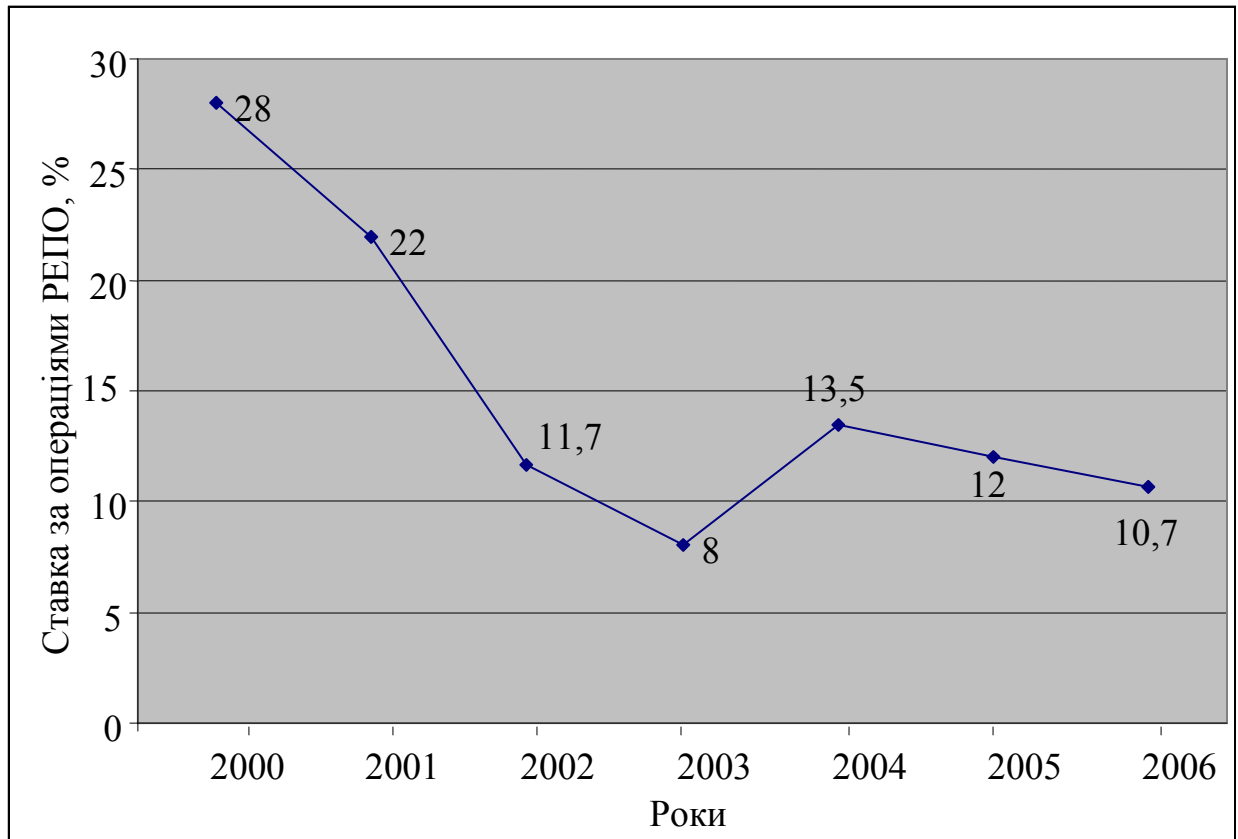


Рис. 6.8. Динаміка ставки НБУ за операціями РЕПО  
за період 2000-2006 рр. [133]

- **Контрольованість.** Визначає залежність обсягів здійснюваних операцій від величини портфеля цінних паперів центрального банку (при їх продажу) або намічених обсягів збільшення резервів комерційних банків (при купівлі облігацій). Із цього погляду політику відкритого ринку можна вважати добре контрольованим інструментом.
- **Гнучкість.** Означає, що в разі допущення помилки при здійсненні операцій (якщо, скажімо, ситуація на грошовому ринку була спрогнозована неправильно) центральний банк може порівняно легко її виправити, вдавшись до контрактивних дій. Така перевага визначається гнучкістю самого механізму операцій на відкритому ринку. Наприклад, у випадку надмірного обмеження грошової маси й кредитних можливостей комерційних банків центральний банк може порівняно легко виправити ситуацію, викупивши певну кількість облігацій у банківських установ



країни, а в разі протилежних тенденцій в економіці – виконати зворотні дії.

Переваги операцій на відкритому ринку в системі заходів реалізації монетарної політики вказують на необхідність їх активного застосування і в Україні як важливого інструмент регулятивного впливу центрального банку. Однак нині цей вид операцій не набув ще визнання як основного важеля впливу центрального банку нашої країни на перебіг макроекономічних процесів і кредитне забезпечення економіки.

Відповідно до ст. 29 Закону України «Про Національний банк України» операціями відкритого ринку НБУ є купівля-продаж казначейських зобов'язань, а також інших цінних паперів (крім цінних паперів, що підтверджують корпоративні права) та боргових зобов'язань, визначених Правлінням Національного банку [250].

Таким чином, ключовим фактором, який визначає власні можливість здійснення операцій на відкритому ринку в Україні, є адекватний розвиток відповідного сегменту фондового ринку – ринку державних цінних паперів.

Ринок облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП), початок функціонування якого припадає на березень 1995 р., упродовж чотирьох років розвивався у напрямі нарощування обсягів продаж облігацій та залучення грошових ресурсів на покриття бюджетного дефіциту. Однак неефективна політика уряду у сфері державних запозичень протягом 1996-1998 рр., виявом чого стала надмірна емісія боргових зобов'язань та штучне утримання їх надвисокої дохідності, в кінцевому підсумку призвела до краху ринку ОВДП в Україні та підриву довіри інвесторів до цього виду вкладень, позбавивши Національний банк України головного об'єкта реалізації операцій на відкритому ринку, внаслідок чого НБУ перетворився на основного покупця державних боргових зобов'язань. За оцінками самого Національного банку України втрати короткотермінової ліквідності комерційних банків у зв'язку з конверсією ОВДП під час кризи у 1998 р. становили понад 700 млн. грн.



За подібних обставин реструктуризація внутрішнього боргу з відстроченням погашення облігацій на 2 роки для нерезидентів і 3,5-6 років для резидентів (насамперед комерційних банків) не могла позитивно відобразитися на довірі як вітчизняних, так і зарубіжних інвесторів до ринку ОВДП, що призвело по суті до його повної руйнації. Тому після фінансової кризи 1998 р. уряду не вдавалося ще протягом кількох років стимулювати розвиток ринку державних цінних паперів [19, 20].

Тільки починаючи з 2001 р. робота Уряду і Національного банку дозволила дещо упорядкувати діяльність вітчизняного ринку державних цінних паперів (табл. 6.4).

Таблиця 6.4

Обсяг операцій з розміщення державних цінних паперів  
на вторинному ринку [133]

Рік	Обсяг операцій з купівлі-продажу цінних паперів, тис. шт.	Сума укладених угод з державними цінними паперами, млн. грн.
1996	17762	1913,1
1997	80492	6549,2
1998	55139	5016,6
1999	30399	2894,5
2000	27701	2797,5
2001	14645	8798,5
2002	8382	5600,0
2003	829	771,5
2004	10529	8724,5
2005	н.д.	20335,7
2006	н.д.	8507,4
2007	н.д.	2705,1

Аналізуючи дані табл. 6.4, можна зробити такий узагальнюючий висновок: динаміка зміни обсягів операцій та сум укладених угод на вторинному ринку державних цінних паперів за період 1996-2007 рр. є вкрай

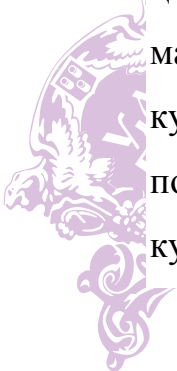
нерівномірною та такою, що не має певних закономірних тенденцій. Так, наприклад, за період 2003-2005 рр. сума купівлі-продажу державних цінних паперів збільшилася у 26,4 рази, а за період 2005-2007 рр. – зменшилася у 7,5 разів. За результатами 2007 р. середньозважений рівень дохідності, за яким укладалися угоди на організованому вторинному ринку державних боргових зобов'язань, коливався від мінімуму у 4,74% (у січні) до максимуму 9,24% річних (у лютому).

На сьогодні сама можливість здійснення НБУ політики відкритого ринку залежить від розвитку вторинного фондового ринку в країні, який має забезпечувати не лише належний рівень ліквідності цінних паперів, вільну торгівлю ними, а й установлення адекватної курсової вартості через ринковий механізм співвідношення попиту і пропозиції.

На рис. 6.9 наведено динаміку індексу ПФТС – основного індикатора фондового ринку України, що відображає коливання цін на акції найбільш привабливих підприємств. Упродовж 2007 р. індекс ПФТС подолав сім стратегічних рівнів – від 500 до 1100 пунктів і за станом на 1 січня 2008 р. становив 1174,02 пункту, збільшившись порівняно з початком 2007 р. на 135,3%.

Загальний обсяг торгів цінними паперами на торговельному майданчику ПФТС у 2007 р. збільшився порівняно з 2006 р. на 48,47% і становив 28,21 млрд. грн. (у 2006 р. – 19 млрд. грн.).

Таким чином, на відміну від дисконтної політики, яка має власні канали впливу на валютний ринок країни, особливість реалізації політики відкритого ринку як інструменту валютної політики полягає в її опосередкованій дії на кон'юнктуру валютного ринку країни і динаміку обмінного курсу. Реалізація цієї дії пов'язана передусім із впливом цього інструменту на обсяги грошової маси в обігу, а вже через неї – на зовнішню вартість грошей, тобто валютний курс, залежно від тієї кон'юнктури, яка визначається співвідношенням попиту і пропозиції на національну валюту і впливу цього співвідношення на курс валюти іноземної.





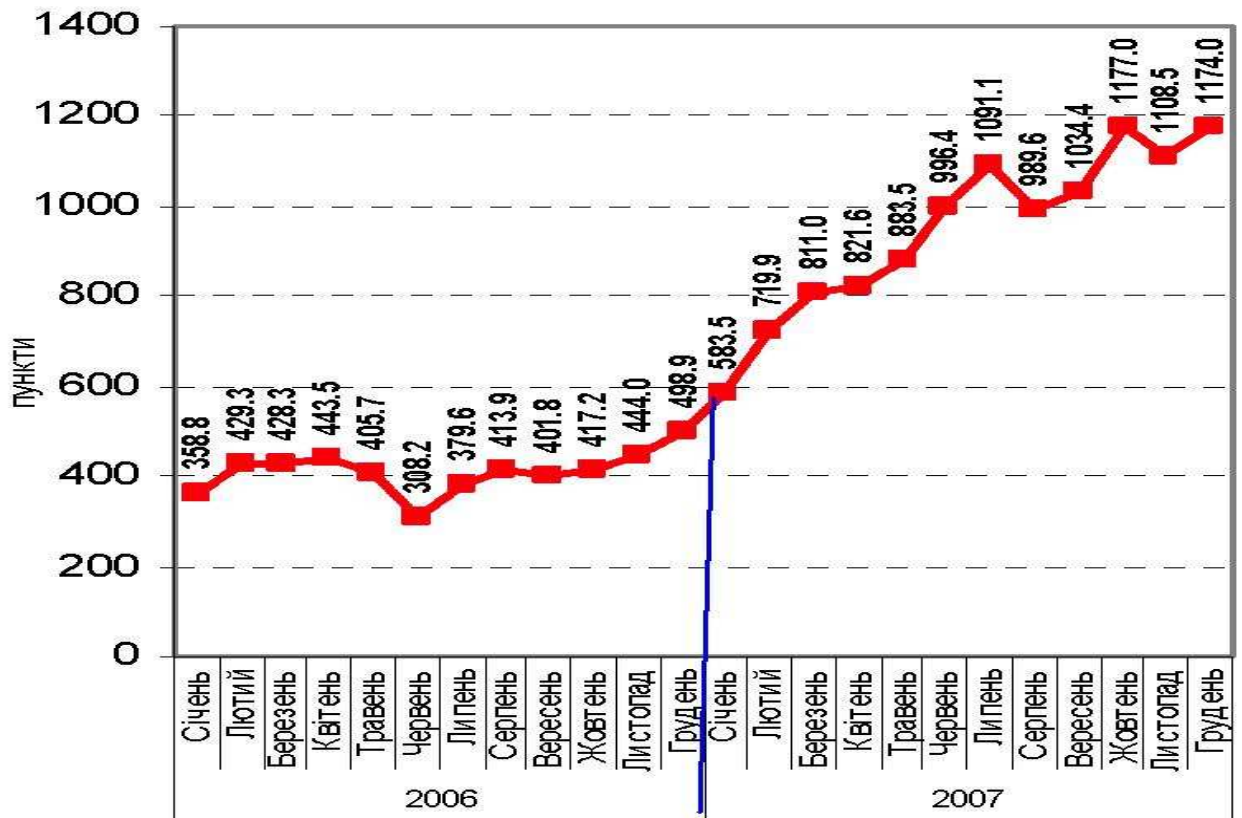


Рис. 6.9. Динаміка індексу ПФТС у 2006-2007 рр. [281]

Такий опосередкований характер впливу загальних інструментів монетарного регулювання на стан валютних відносин зумовлює не лише значний часовий лаг їхньої дії, але й низьку прогнозованість отримуваних результатів порівняно з очікуваними. Ці обставини об'єктивно визначають необхідність використання поряд із загальними інструментами регулятивного впливу центрального банку ще й інструментів спеціальних, пов'язаних виключно з реалізацією валютної політики.

### 6.3. Аналіз особливостей впливу економічних інструментів валютної політики на обмінний курс гривні

Економічні інструменти валютної політики передбачають використання різноманітних засобів стимулювання економічної



зацікавленості суб'єктів ринку у здійсненні тих чи інших валютних операцій з метою впливу на динаміку обмінного курсу та інші макроекономічні параметри розвитку національного господарства.

До основних економічних інструментів реалізації валютної політики центрального банку належать:

- девізна політика;
- диверсифікація валютних резервів;
- регулювання режиму валютного курсу;
- девальвації і ревальвації валют [89, 133].

*Девізна політика.* У сучасних динамічних умовах ринкових відносин економічні інструменти валютної політики передбачають використання різноманітних засобів стимулювання економічної зацікавленості суб'єктів ринку у здійсненні тих чи інших валютних операцій з метою впливу на динаміку обмінного курсу та інші макроекономічні параметри розвитку національного господарства.

Одним з найважливіших економічних інструментів реалізації валютної політики центрального банку є девізна політика.

Девізна політика – це інструмент валютної політики, сутність якого полягає у впливі на обмінний курс національної валюти через купівлю-продаж державними органами (центральними банками) іноземної валюти (девізів).

Девізна політика проводиться у формі валютних інтервенцій.

Валютна інтервенція – це пряме втручання центрального банку в операції на валютному ринку з метою регулювання курсу національної валюти через операції з купівлі-продажу іноземних валют.

Механізм валютної інтервенції передбачає залучення до відповідних операцій на валютному ринку кола комерційних банків, які виконують роль свого роду первинних дилерів на ринку, поширюючи ефект від валютних інтервенцій центрального банку через власні валютні операції зі своїми клієнтами та з іншими банками на загальну динаміку обмінного курсу. У



більшості випадків об'єктом купівлі-продажу національної валюти в обмін на іноземну у процесі валютних інтервенцій є долар США, крім того сьогодні також зростає роль євро.

Основними принципами проведення валютних інтервенцій центральним банком є:

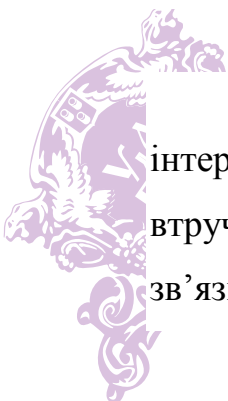
- центральні банки не здійснюють котирування свого власного курсу купівлі-продажу валюти, а виступають у ролі рівноправних суб'єктів ринку, що визначає виключно економічний характер впливу девізної політики;
- операції центрального банку мають бути достатньо передбачуваними для всіх учасників ринку, що означає його участь у купівлі-продажу валюти з метою підтримання її курсу, керуючись тими цілями і завданнями валютної політики, які заздалегідь декларовані центральним банком у відповідних документах;
- у процесі інтервенцій на внутрішньому валютному ринку купівля-продаж національної грошової одиниці проводиться переважно за одну іноземну валюту (як правило, за долар США);
- валютні інтервенції здійснюються виключно на ринкових засадах, що передбачає продаж центральним банком валюти тим суб'єктам ринку, які готові сплачувати за конкретних обставин найвищу ціну, і купівлю валюти у тих, хто готовий продавати її за найнижчою ціною.

Характерними рисами валютних інтервенцій є їх порівняно значні масштаби (суми) на ринку та обмежені (короткі) строки застосування.

Валютні інтервенції передбачають використання центральним банком країни двох основних джерел:

#### 1. Офіційні золотовалютні резерви країни.

Вони є основним джерелом коштів для проведення валютних інтервенцій. Зміна їх обсягів може відображати масштаби державного втручання у процес формування обмінних курсів на валютному ринку. У зв'язку з цим інформацію про обсяги інтервенцій у багатьох країнах



вважається секретною, тому що конфіденційність дій центрального банку має обмежити можливості спекулятивного втручання у динаміку валютних курсів.

## 2. Короткострокові взаємні кредити за міжбанківськими угодам «своп».

Вони укладаються між центральними банками в їхніх національних валютах. Короткострокові взаємні кредити надаються центральними банками один одному за відповідними міжбанківськими угодами. У зв'язку з цим необхідно зазначити, що участь у валютних інтервенціях можуть брати центральні банки кількох країн. Наприклад, із метою недопущення значного зниження курсу американського долара стосовно японської єни активну участь у відповідних валютних інтервенціях нарівні з Федеральною резервною системою США неодноразово брав Банк Японії.

Залежно від впливу на динаміку внутрішніх економічних процесів валютні інтервенції центрального банку поділяються на два основні види:

- нестерилізовані (звичайні);
- стерилізовані (нейтралізуючі).

Купівля центральним банком національної валюти і, відповідно, продаж іноземної на валютному ринку зменшує обсяг валютних резервів і монетарну базу. Аналогічним чином купівля іноземних активів і продаж національної валюти веде до зростання валютних резервів і грошової бази. Подібні операції, що позначаються на монетарній базі, носять назву «нестерилізовані інтервенції» (unsterilized intervention).

Нестерилізовані валютні інтервенції – це ті інтервенції, за яких зміна валютних резервів центрального банку призводить до зміни грошової маси в країні (Додаток П).

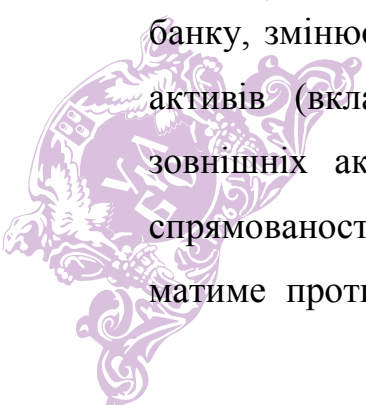
У результаті проведення нестерилізованих інтервенцій змінюється обмінний курс національної валюти, як це було описано вище. Проте це може також негативно вплинути і на динаміку внутрішніх цін (якщо грошової маси стає забагато) або на платіжний оборот і обсяги виробництва (якщо грошей в економіці недостатньо).

Якщо ж центральний банк хоче уникнути підпорядкування грошово-кредитної політики зовнішнім цілям, то йому необхідно усунути коливання грошової маси. Зробити це можна, якщо він одночасно з валютною інтервенцією проводитиме компенсаційні операції на відкритому ринку з купівлі (продажу) державних цінних паперів. Валютна інтервенція з компенсацією носить назву «стерилізована інтервенція» (sterilized intervention).

Стерилізовані валютні інтервенції – це такі інтервенції, за яких зміна іноземних активів центрального банку компенсується відповідною зміною його внутрішніх активів. Наприклад, для того, щоб уникнути надмірного, непередбачуваного зростання грошової маси, а відтак і сплеску інфляції, спричинених продажем національної валюти на валютному ринку країни – центральний банк має здійснити зворотну операцію з внутрішніми активами, якими можуть бути державні цінні папери. У такому разі необхідно реалізувати на відкритому ринку на відповідну суму державні цінні папери з тим, щоб вилучити надлишкову грошову масу. Завдяки цьому буде усунуто ефект збільшення грошової маси внаслідок інтервенцій. У результаті в структурі активів центрального банку збільшаться обсяги залишків іноземної валюти і зменшаться – вкладень у державні цінні папери.

І навпаки, при проведенні валютної інтервенції з продажу іноземної валюти в обмін на національну центральний банк може купити цінні папери на відкритому ринку, в результаті чого буде сформована така ж грошова маса, яка була вилучена з обігу в результаті інтервенцій (Додаток Р).

У результаті стерилізованих інтервенцій ревальваційного спрямування за незмінного обсягу грошової маси в економіці, тобто пасивів центрального банку, змінюється структура його активів: збільшуються обсяги внутрішніх активів (вкладення у державні цінні папери) та зменшуються обсяги зовнішніх активів (резерви в іноземній валюті). У разі девальваційної спрямованості інтервенції зміна структури активів центрального банку матиме протилежний характер: зменшуються вкладення у цінні папери і



збільшуються резерви в іноземній валюті.

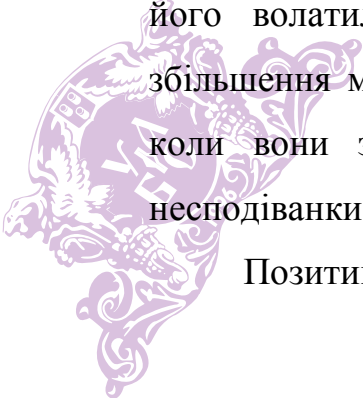
За таких обставин стерилізація як елемент валютної політики має передусім зовнішній ефект, спрямований на підтримання стабільності національної валюти на світових фінансових ринках. Крім того, метою центрального банку при проведенні стерилізованих валютних інтервенцій, окрім досягнення відповідних ефектів на зовнішніх валютних ринках, є вплив на відповідні очікування суб'єктів національного валютного ринку з огляду на спрямованість грошово-кредитної і валютної політики. Корисність стерилізації шляхом проведення центральним банком операцій на відкритому ринку полягає у тому, що вона здатна обмежити грошово-кредитну експансію, викликану валютною інтервенцією, без створення додаткових обмежень для банківської системи, як це відбувається, наприклад, за зміни обов'язкових резервних вимог.

За режимів фіксованих курсів терміни й обсяги валютних інтервенцій зазвичай непідконтрольні центральним банкам. При гнучких режимах інтервенції здійснюються за розсудом центрального банку, коли це потрібно для усунення незбалансованості валютних курсів, підтримки спокою на валютних ринках, збільшення резервів і забезпечення пропозиції іноземної валюти. Проте досвід деяких країн свідчить, що інтервенції повинні бути вибірковими й обмеженими [125, 127].

Рекомендації МВФ «Про принципи політики інтервенцій» радять використовувати валютні інтервенції для зниження волатильності валютного курсу, але не для регулювання його рівня.

Як показує досвід Мексики, Туреччини та Чилі, офіційні інтервенції не завжди є ефективним інструментом впливу на валютний курс або зниження його волатильності. Насправді інтервенції часто призводять лише до збільшення мінливості валютного курсу. Інтервенції є більш ефективними, коли вони здійснюються відносно рідко, завдяки посиленню чиннику несподіванки.

Позитивним чинником є прозора політика інтервенцій. Деякі країни,





зокрема Туреччина та Філіппіни, підтвердили свою прихильність ринковому валютному курсу, підкресливши, що інтервенції не будуть застосовуватися для таргетування валютного курсу. Більш того, прихильність держави певній меті інтервенцій дозволяє ринку контролювати валютні операції центрального банку і забезпечує його підзвітність за ці операції. Прикладом прозорості є публікація інформації щодо політики інтервенцій в Австралії та Швеції з чітким зазначенням підстав для проведення інтервенцій [220].

Валютні інтервенції не можуть бути ефективним інструментом валютної політики в періоди валютних криз і нестабільної фінансової ситуації в країні. Проте вони є досить дієвим засобом впливу на обмінний курс національної валюти при поточному регулюванні центральним банком валютних відносин, особливо коли перебіг господарських процесів у країні відзначається достатнім рівнем стабільності.

За порівняно коротку історію становлення і розвитку валютного ринку України офіційні інтервенції НБУ стали чи не єдиним інструментом регулювання попиту і пропозиції іноземної валюти, включаючи процедуру встановлення офіційного валютного курсу.

Що стосується останніх тенденцій у сфері інтервенційної політики Національного банку України, то у серпні 2005 року Правління НБУ прийняло ряд постанов щодо подальшої лібералізації валютного ринку, що надало можливість оптимізувати процес проведення торгів на міжбанківському валютному ринку, обмеживши втручання в нього Національного банку. Тепер НБУ повинен здійснювати інтервенції на міжбанківському валютному ринку тільки для того, щоб нівелювати значні коливання обмінного курсу гривни щодо іноземних валют [298].

Динаміку валютних інтервенцій Національного банку України та показників офіційних золотовалютних резервів за період 2006-2007 рр. наведено на рис. 6.10.



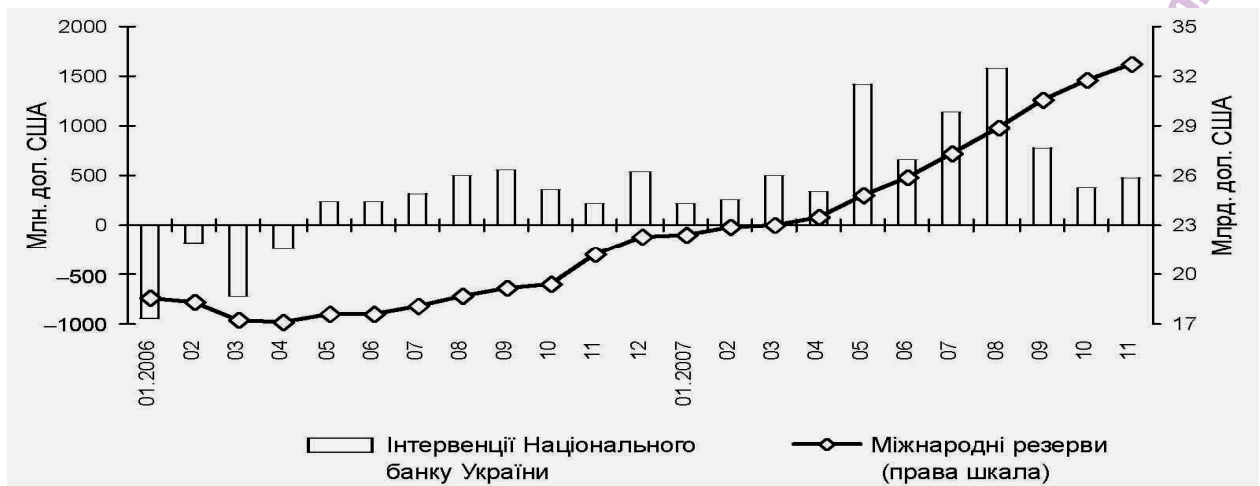


Рис. 6.10. Валютні інтервенції та міжнародні резерви НБУ [43, 133]

Для того, щоб глибше усвідомити роль і місце валютних інтервенцій НБУ в механізмі функціонування валютного ринку України та процесі валютного курсоутворення розглянемо основні показники міжбанківського валютного ринку за 2007 р. (табл. 6.5) і порівняємо їх з аналогічними показниками за 2006 р. (табл. 6.6).

Таблиця 6.5

Операції НБУ на валютному ринку України у 2007 р.

Місяць	Показник		
	Обсяг валютного ринку, млн. дол. США	Обсяг валютних інтервенцій НБУ, млн. дол. США	Частка інтервенцій, %
1. Січень	8260,0	223,4	2,7
2. Лютий	8387,8	265,4	3,2
3. Березень	10942,1	505,7	4,6
4. Квітень	11452,6	335,7	2,9
5. Травень	12161,2	1415,4	11,6
6. Червень	10820,8	658,4	6,1
7. Липень	12726,7	1146,6	9,0
8. Серпень	14266,4	1575,3	11,0
9. Вересень	12993,6	787,3	6,1
10. Жовтень	15304,9	383,4	2,5
11. Листопад	14371,3	479,4	3,3
12. Грудень	16285,3	- 176,4*	1,1
Усього	147972,7	7952,4	5,4
У середньому за місяць	12331,1	662,7	5,4

\* знак «мінус» означає продаж НБУ іноземної валюти на ринку

## Показники валютного ринку України за 2006 р.

Місяць	Показник		
	Обсяг валютного ринку, млн. дол. США	Обсяг валютних інтервенцій НБУ, млн. дол. США	Частка інтервенцій, %
1. Січень	6614,6	-938,7	14,2
2. Лютий	5948,0	-179,0	3,0
3. Березень	8954,0	-724,4	8,1
4. Квітень	7297,6	-232,8	3,2
5. Травень	7844,2	244,1	3,1
6. Червень	8279,1	247,3	3,0
7. Липень	8540,4	315,8	3,7
8. Серпень	9221,1	500,5	5,4
9. Вересень	9754,4	552,5	5,7
10. Жовтень	9411,0	363,3	3,9
11. Листопад	9572,2	226,7	2,4
12. Грудень	11034,0	530,7	4,8
Усього	102470,6	5055,8	4,9
У середньому за місяць	8539,2	421,3	4,9

Таким чином, за 12 місяців 2007 року маємо такі середні показники вітчизняного валютного ринку:

- середньомісячний обсяг міжбанківського валютного ринку України склав 12331,1 млн. доларів США;
- середньомісячний обсяг валютних інтервенцій НБУ (сальдо) – 662,7 млн. американських доларів;
- частка офіційних інтервенцій НБУ – 5,4%.

За 12 місяців 2006 року середні показники валютного ринку України склали:

- середньомісячний обсяг міжбанківського валютного ринку – 8539,2 млн. доларів США;
- середньомісячний обсяг валютних інтервенцій НБУ (сальдо) – 421,3 млн. американських доларів;
- частка офіційних інтервенцій НБУ – 4,9%.

На підставі розрахованих середніх показників міжбанківського валютного ринку України побудуємо порівняльну таблицю (табл. 6.7).

Таблиця 6.7

Порівняльна характеристика середньомісячних показників валютного ринку України у 2006-2007 рр.

Показник	Рік		Відхилення 2007р. до 2006р., %
	2006	2007	
1. Обсяг ринку, млн. дол. США	8539,2	12331,1	44,4
2. Обсяг інтервенцій НБУ, млн. дол. США	421,3	662,7	57,3
3. Частка інтервенцій, %	4,9	5,4	10,2

Таким чином, за період 2006-2007 рр. всі абсолютні та відносні показники валютного ринку України збільшилися відповідно на 44,4%, 57,3% і 10,2%.

На основі проведених розрахунків можна зробити наступний висновок: незважаючи на цілу низку заходів щодо зменшення втручання Національного банку України у функціонування внутрішнього валютного ринку, він як і раніше використовує офіційні інтервенції як основний інструмент регулювання попиту та пропозиції і, як наслідок, валютного курсу [125, 127].

*Політика диверсифікації валютних резервів.* Диверсифікація валютних резервів – це інструмент реалізації валютної політики центрального банку, що полягає у регулюванні структури офіційних валютних резервів країни шляхом включення до їх складу іноземних валют різних країн.

Як уже зазначалося у розділі 4, під валютними резервами розуміють належні державі офіційні запаси іноземної валюти, що перебувають у центральному банку, банківських установах інших країн та міжнародних валютно-кредитних організаціях.

Безпосередньою формою розміщення валютних резервів можуть бути:

- готівка (банкноти і монети);

- залишки на депозитних рахунках у зарубіжних банках;
- цінні папери, номіновані в іноземній валюті.

Основними цілями диверсифікації офіційних резервів країни як спеціального інструмента валютної політики є:

- захист від валютного ризику, тобто ризику знецінення валютних резервів унаслідок коливання обмінних курсів різних валют;
- забезпечення міжнародних розрахунків, включаючи і розрахунки за зовнішньою заборгованістю країни;
- проведення політики валютних інтервенцій на ринку, для чого у складі резервів мають бути належні обсяги необхідних видів іноземних валют.

Практичний механізм застосування цього інструменту валютної політики передбачає, як правило, продаж нестабільних валют і купівлю більш стійких, а також валют, необхідних для проведення міжнародних розрахунків та інтервенцій. Хоча офіційні резерви країн складаються з іноземних валют, золота, СПЗ, їх головним компонентом, як правило, є одна з провідних іноземних валют, яка виконує роль резервної. Сьогодні такою валютою залишається долар США.

Спрямованість політики диверсифікації валютних резервів визначається положенням окремих національних валют на міжнародних ринках і їхньою роллю у міжнародній валютній системі у той чи інший історичний період. До Першої світової війни провідна роль у системі міжнародних розрахунків належала англійському функту стерлінгів, тому за умов золотомонетного стандарту саме ця валюта нарівні з золотом займала провідне місце у складі офіційних резервів центральних банків різних країн (до 80%). Після Другої світової війни за умов функціонування Бреттон-Вудської системи панівне положення у світовій валютній системі отримав долар США, що визначило його роль як головної резервної валюти. Починаючи з 70-х рр. 20 ст. тенденції у формуванні валютних резервів відображали вже процес переходу від доларового до багатовалютного стандарту – інші валюти почали відігравати все більшу роль в офіційних



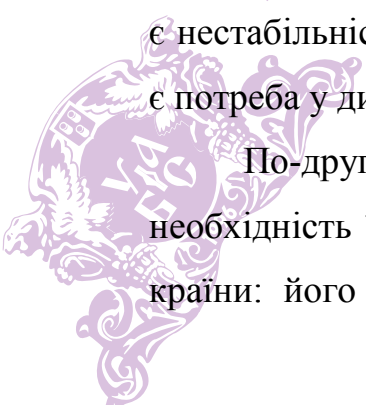
резервах (передусім німецька марка, швейцарський франк, японська єна).

У сучасних умовах зі зростанням економічного потенціалу країн Західної Європи та Південно-Східної Азії у загальній сумі світових валютних резервів частка долара має тенденцію до зниження на користь євро та японської єни. Втім, з урахуванням того, що значення єни в міжнародних операціях, що безпосередньо не пов'язані з прямими угодами з Японією, досить незначне, спрямованість конкурентної боротьби за провідне місце у валютних резервах надалі перебуватиме у площині протистояння євро і долара США. Із запровадженням з 1 січня 1999 р. у безготівковий обіг у 11 країнах Європейського Союзу, а з 1 січня 2002 р. – у готівковий обіг нової єдиної європейської валюти євро – це мало безпосередні наслідки і для структури світових валютних резервів. Так, вже у 2000 р. частка світових резервів, виражених в євро, досягла 16%, що зробило євро другою найбільшою резервною валютою у світі. І хоча на частку долара на цей період припадало близько 67% світових валютних запасів, не слід забувати, що американська валюта, на відміну від нової європейської, виконує резервну функцію вже кілька десятиліть років. Саме перспективи розвитку європейської та американської економічних систем будуть визначати у найближчій перспективі структуру офіційних валютних резервів різних країн на користь євро чи долара США.

Активність центрального банку у використанні цього інструменту валютної політики обумовлюється певними чинниками.

По-перше, це рівень валютних ризиків, що визначається поточною кон'юктурою світових фінансових ринків та перспективами короткострокових коливань обмінних курсів іноземних валют. Чим більшою є нестабільність фінансових ринків, а відтак і обмінних курсів, тим більшою є потреба у диверсифікації валютних резервів.

По-друге, на величину, склад і структуру валютних резервів, а отже і необхідність їх диверсифікації, значний вплив має стан платіжного балансу країни: його активне сальдо визначає можливість збільшення резервів, а





пасивне зумовлює потребу їх використання на погашення зовнішніх боргів.

По-третє, залежно від того, чи активно використовує центральний банк девізну політику як інструмент валютного регулювання визначаються обсяги інтервенцій на внутрішньому валютному ринку та, відповідно, величина і структура необхідних для цього валютних резервів.

І, нарешті, структура валютних резервів залежить від темпів зростання економіки США і країн ЄС, що визначає довіру до долара та євро як інструменту розрахунків і збереження коштів. Крім того, важливою є також роль тієї чи іншої валюти на світовому кредитному ринку.

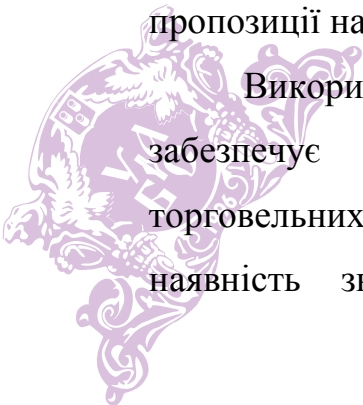
Таким чином, диверсифікацію валютних резервів можна більшою мірою розцінювати як допоміжний засіб регулювання валютних відносин, належне використання якого забезпечує ефективність застосування інших основних інструментів реалізації валютної політики [89, 133].

*Регулювання режиму обмінного курсу.* Регулювання режиму валютного курсу – це інструмент валютної політики, який передбачає спрямованість діяльності центрального банку на встановлення порядку визначення і зміни обмінного курсу національної валюти стосовно іноземних валют.

Встановлення режиму валютного курсу перебуває у виключній компетенції держави, яка доручає відповідні регулятивні заходи валютної політики центральному банку. Центральні банки можуть застосовувати три основні різновиди режиму обмінних курсів: режим фіксованого курсу, плаваючий курсовий режим і змішаний режим валютного курсу.

Фіксований валютний курс – це курс, що офіційно встановлюється державою і підтримується нею на певному незмінному рівні. Плаваючий валютний курс – це курс, що формується виключно під впливом попиту і пропозиції на валютному ринку.

Використання центральним банком режиму фіксованого курсу забезпечує належний рівень стабільності динаміки міжнародних торговельних і фінансових операцій. Водночас фіксований курс передбачає наявність значних обсягів офіційних валютних резервів, а також



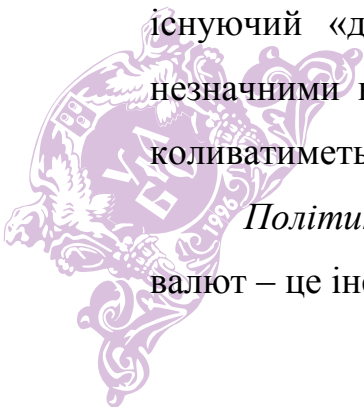
підпорядковує економічну політику держави виключно одній меті – підтриманню стабільності валютних відносин і рівноваги платіжного балансу, що може суперечити іншим стратегічним цілям монетарного регулювання. Плаваючий валютний курс, навпаки, не зобов'язує державу нагромаджувати значні валютні резерви, обмежує можливості спекулятивного впливу на валютний ринок та істотно розширює свободу дій центрального банку у використанні інструментів валютної політики. Водночас плаваючі курси роблять непередбачуваними результати зовнішньоекономічної діяльності, а вирівнювання платіжних балансів може спричиняти спад виробництва, інфляцію та інші негативні явища в економіці.

Режим валютного курсу в більшості країн здебільшого не передбачає використання його фіксованого або плаваючого видів у чистому вигляді, частіше центральні банки використовують можливості різного їх поєднання у формі змішаних режимів валютних курсів.

Отже, вибір центральним банком режиму валютного курсу залежить не лише від конкретних завдань валютної політики щодо впливу на валютний ринок, а й від ширших аспектів, котрі охоплюють стан економіки, грошового обігу, інфляції, платіжного балансу, місце національного господарства у системі світових господарських зв'язків, обсягу нагромаджених у країні золотовалютних резервів тощо [123].

В Україні, починаючи з 2000 р., валютно-курсова політика будується за принципом підтримки відносно стабільності номінального курсу гривні до долара США, тобто НБУ фактично таргетує саме цей валютний курс. Але сьогодні Україна, як і більшість інших країн з трансформаційною економікою, постала перед необхідністю вирішення дилеми: підтримувати існуючий «де-факто» режим фіксованої прив'язки до долара США (із незначними коливаннями) чи перейти до режиму, за якого обмінний курс коливатиметься у значно ширших межах.

*Політика девальвації та ревальвації валют.* Девальвації і ревальвації валют – це інструмент валютної політики, сутність якого полягає у діяльності



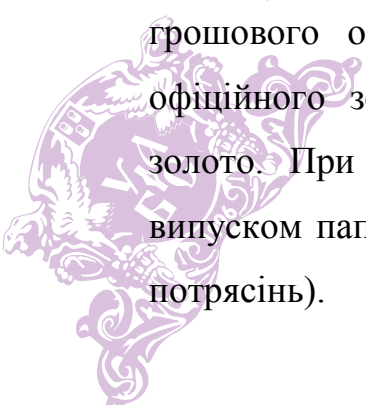
центрального банку країни, офіційно спрямованої на зміну обмінного курсу національної валюти в бік його зниження чи підвищення.

Необхідність використання цього інструменту валютної політики пов'язана, в першу чергу, з відмінностями у темпах інфляції в різних країнах, у результаті чого реальні обмінні курси національних валют суттєво відхиляються від курсів, встановлених офіційно. Це зумовлює об'єктивні причини коригування обмінних курсів національних валют різних країн, що власне і здійснюється шляхом проведення девальвації або ревальвації.

Девальвація (англ. «devaluation») – це зниження обмінного курсу національної валюти щодо іноземних валют або міжнародних розрахункових одиниць. При цьому має використовуватися зворотне котирування валютного курсу, що означає прирівнювання одиниці національної валюти до певної кількості іноземної валюти.

Об'єктивною передумовою девальвації є завищення офіційного валютного курсу порівняно з реальною купівельною спроможністю національної грошової одиниці. Якщо, скажімо, темпи інфляції в одній країні вищі, ніж в іншій, то купівельна спроможність її валюти буде нижчою, а відтак і обмінний курс потребує зниження, оскільки відображає вже меншу кількість товарів і послуг, які можна придбати за цю валюту. Це означає, що національна валюта знецінюється швидшими темпами за іноземну, її купівельна спроможність стає нижчою, а тому вона має бути девальвована.

За умов функціонування системи золотого стандарту, коли у грошових одиницях різних країн офіційно фіксувався вміст золота, а паперові гроші були розмінними в тій чи іншій формі на монетарний метал, девальвація була одним з основних видів грошової реформи і стабілізації внутрішнього грошового обігу в країні. Сутність девальвації полягала у зменшенні офіційного золотого вмісту національної валюти і підвищення ціни на золото. При цьому необхідність девальвації була зумовлена надмірним випуском паперових грошових знаків (зокрема, у періоди воєн і соціальних потрясінь).



У сучасних умовах, коли в обігу перебувають нерозмінні на золото кредитні гроші, девальвація втратила своє значення як метод стабілізації внутрішнього грошового обігу і є виключно інструментом валютної політики, що передбачає знецінення офіційного обмінного курсу національної валюти. Крім того, сучасне розуміння терміну «девальвація» включає також і порівняно тривале та значне знецінення ринкового курсу національної валюти.

Необхідно зазначити, що у сучасній економічній і науковій літературі не існує однозначної думки щодо математичного розрахунку девальвації та визначення процентного знецінення валютного курсу.

У дисертації аргументовано, що девальвація валюти та зміна (знецінення) її офіційного обмінного курсу є різними поняттями. При цьому мають використовуватися різні математичні формули.

Так, зокрема, для того, щоб визначити процент знецінення офіційного курсу національної валюти, необхідно курсову різницю до і після знецінення обмінного курсу розділити на початковий курс і помножити на 100. При цьому використовується пряме котирування валютного курсу (одиниця іноземної валюти виражається у певній кількості національних грошових одиниць). Отже, даний показник розраховується за формулою:

$$\Delta ER = \frac{ER_0 - ER_1}{ER_0} \times 100\%, \quad (6.8)$$

де  $\Delta ER$  – знецінення офіційного валютного курсу;

$ER_0$  – обмінний курс до проведення девальвації (на початок періоду);

$ER_1$  – валютний курс після девальвації (на кінець періоду).

Наприклад, в Україні офіційний курс долара США до гривні на 1 січня 2008 р. становив 5,05, а на кінець року – 7,70 гривень за 1 долар США. Відтак показник знецінення офіційного валютного курсу становить 52,5%:

$$\Delta ER = \frac{5,05 - 7,70}{5,05} \times 100\% = -52,5\%. \quad (6.9)$$

Для визначення девальвації гривні відносно американського долара у 2008 році необхідно, перш за все, перейти до зворотного котирування

валютного курсу (одиниця національної валюти виражається у певній кількості іноземної). Після цього необхідно курсову різницю після і до девальвації розділити на початковий валютний курс і помножити на 100. Таким чином, девальвація визначається за наступною формулою:

$$D = \frac{ER_1^{36.} - ER_0^{36.}}{ER_0^{36.}} \times 100\% \quad (6.10)$$

де  $D$  – величина девальвації;

$ER_1^{36.}$  – зворотний обмінний курс після проведення девальвації (на кінець періоду);

$ER_0^{36.}$  – зворотний валютний курс до девальвації (на початок періоду).

Отже, в Україні курс долара США до гривні на 1 січня 2008 р. при прямому котируванні становив 5,05, а на кінець року – 7,70 гривень за 1 американський долар. Зворотні значення валютного курсу складатимуть: на початок періоду 0,1980 доларів США за 1 гривню (1/5,05), на кінець періоду – 0,1299 (1/7,70). Відтак показник девальвації гривні щодо американського долара у 2008 році становить 34,4%:

$$D = \frac{0,1299 - 0,1980}{0,1980} \times 100\% = -34,4\% \quad (6.11)$$

Результати проведених розрахунків представимо у вигляді порівняльної таблиці (табл. 6.8)

Таблиця 6.8

Розрахунок показників знецінення офіційного валютного курсу та девальвації гривні у 2008 р.

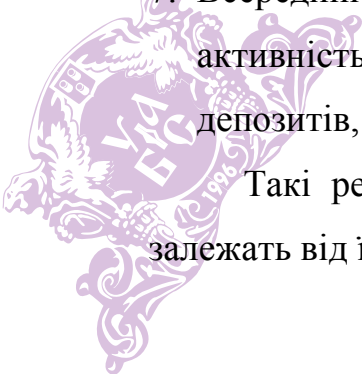
№ пор.	Дані для розрахунку		Формула для розрахунку	Результат
	Дата	Значення офіційного валютного курсу		
<i>Показник знецінення офіційного валютного курсу <math>\Delta ER</math>, %</i>				
1.	01.01.2008.	USD/UAH = 5,05	$\Delta ER = \frac{ER_0 - ER_1}{ER_0} \times 100\%$	52,5
	01.01.2009.	USD/UAH = 7,70		
<i>Показник девальвації <math>D</math>, %</i>				
2.	01.01.2008.	UAH/USD = 0,1980	$D = \frac{ER_1^{36.} - ER_0^{36.}}{ER_0^{36.}} \times 100\%$	34,4
	01.01.2009.	UAH/USD = 0,1299		



Основними наслідками девальвації для економічної системи країни можуть бути такі:

1. Девальвація є вигідною для експортерів, оскільки сприяє підвищенню цінової конкурентоспроможності їхньої продукції. Це пов'язано з тим, що при обміні валютної виручки на національну грошову одиницю вони отримують девальваційну премію, а тому, зберігаючи власну рентабельність, можуть знижувати зовнішні ціни.
2. У результаті девальвації стимулюється зростання чистого експорту країни, що позитивно відображається на стані її платіжного балансу і сприяє притоку валютної виручки.
3. Девальвація не вигідна для імпортерів, оскільки їм доводиться більше витратити національної валюти на придбання іноземної валюти, призначеної для здійснення міжнародних розрахунків і оплати імпортних контрактів.
4. Подорожчання імпортової продукції може стимулювати розвиток внутрішніх інфляційних процесів, особливо для господарства країн, в яких активно використовуються імпортовані сировинні та енергетичні ресурси.
5. Девальвація національної валюти виступає негативним чинником для залучення в країну іноземних капіталів і кредитів, оскільки зарубіжні інвестори нестимуть втрати при репатріації прибутків, а кредитори – при поверненні сум наданих позичок.
6. Девальвація робить дорожчим процес обслуговування зовнішнього боргу країни, оскільки для погашення заборгованості за іноземними кредитами потрібно купувати, відповідно, іноземну валюту, для чого, у свою чергу, потрібно витратити більше національної валюти.
7. Всередині країни девальвація національної валюти стимулює кредитну активність суб'єктів господарювання, але знижує привабливість депозитів, зменшуючи їхню дохідність.

Такі результати девальвації виявляються з певним часовим лагом і залежать від її величини.





Втім, центральний банк може вдаватися до свідомих заходів із навмисного девальвування національної валюти у зв'язку з необхідністю штучними заходами стимулювати експорт, з об'єктивними процесами динаміки внутрішніх цін, а у цьому разі йдеться про валютний демпінг, тобто знецінення національної валюти з метою масового експорту товарів за цінами, нижчими за світові. Тоді говорять про «агресивну девальвацію», яка через механізм валютної політики свідомо спрямовується на посилення конкурентних переваг країни на зовнішніх ринках. Однак така валютна політика може викликати відповідну ланцюгову реакцію в ряді країн щодо зниження обмінного курсу їхніх валют і тоді конкурентні переваги, досягнуті тільки завдяки девальвації, нівелюються [89, 133].

Протилежним за дією до девальвації інструментом реалізації валютної політики є ревальвація.

Ревальвація (англ. «revaluation») – це підвищення курсу національної валюти щодо іноземної та міжнародних валютних одиниць. При цьому як і у випадку із девальвацією має використовуватися зворотне котирування валютного курсу

Об'єктивною передумовою для ревальвації є нижчі темпи інфляції в даній країні порівняно з іншими. У результаті купівельна спроможність національної грошової одиниці виявляється заниженою порівняно з іноземними, що вимагає подорожчання офіційного обмінного курсу національної валюти. Це означає, що іноземні валюти знецінюються швидше за національну, а тому вона підлягає ревальвації.

Ревальвація в умовах системи золотого стандарту означала підвищення у законодавчому порядку металевого вмісту грошових одиниць і застосовувалась як метод грошової реформи для стабілізації внутрішнього обігу банкнот і відновлення розміну їх на золото. Як правило, ревальвація завершувала систему заходів із відновлення купівельної спроможності національної валюти після її інфляційного знецінення та супроводжувалась відновленням розміну банкнот на золото за доінфляційним курсом.



В умовах Бреттон-Вудської валютної системи, коли практикувалися фіксовані валютні паритети, ревальвацію проводили ті країни, які протягом тривалого часу мали активне сальдо платіжних балансів та порівняно нижчі темпи інфляції (ФРН, Швейцарія, Японія). У результаті офіційні курси валют цих країн виявлялися заниженими, оскільки їх реальна купівельна спроможність була вищою, що змушувало ці країни вдаватися до ревальвації. У період дії вільно плаваючих валютних курсів ревальвації застосовувалися лише у вигляді офіційних переглядів курсів валют у бік підвищення у рамках регіональних валютних систем (наприклад, Європейської валютної системи).

У сучасних умовах термін «ревальвація» також означає тривале подорожчання національної валюти щодо іноземних на фінансових ринках.

Як і у випадку з девальвацією ревальвація валюти та зміна (подорожчання) її офіційного обмінного курсу, на переконання автора, є різними поняттями. Це можливо довести математично.

Для того, щоб визначити процент подорожчання офіційного курсу національної валюти, необхідно курсову різницю до і після зміни обмінного курсу розділити на початковий курс і помножити на 100. При цьому використовується пряме котирування валютного курсу.

Таким чином, даний показник розраховується за формулою:

$$\Delta ER = \frac{ER_0 - ER_1}{ER_0} \times 100\%, \quad (6.12)$$

де  $\Delta ER$  – зміна (подорожчання) офіційного валютного курсу;

$ER_0$  – обмінний курс до проведення ревальвації (на початок періоду);

$ER_1$  – валютний курс після ревальвації (на кінець періоду).

Наприклад, в Україні офіційний курс долара США до гривні на початок 2005 р. становив 5,3054, а на кінець року – 5,0500 гривень за 1 американський долар. Відтак показник подорожчання обмінного курсу складає 4,81%:

$$\Delta ER = \frac{5,3054 - 5,0500}{5,3054} \times 100\% = 4,81\%. \quad (6.13)$$

Для визначення ревальвації гривні відносно американського долара у



2005 році необхідно перейти до зворотного котирування валютного курсу. Після цього необхідно курсову різницю після і до ревальвації розділити на початковий валютний курс і помножити на 100. Таким чином, ревальвація визначається за наступною формулою:

$$R = \frac{ER_1^{36.} - ER_0^{36.}}{ER_0^{36.}} \times 100\%, \quad (6.14)$$

де  $R$  – величина ревальвації;

$ER_1^{36.}$  – зворотний обмінний курс після проведення ревальвації (на кінець періоду);

$ER_0^{36.}$  – зворотний валютний курс до ревальвації (на початок періоду).

Отже, в Україні курс долара США до гривні на 1 січня 2005 р. при прямому котируванні становив 5,3054, а на кінець року – 5,05 гривень за 1 американський долар. Зворотні значення валютного курсу складатимуть: на початок періоду 0,1885 доларів США за 1 гривню ( $1/5,3054$ ), на кінець періоду – 0,1980 ( $1/5,05$ ). Відтак показник ревальвації гривні щодо американського долара у 2005 році становив 5,04%:

$$R = \frac{0,1980 - 0,1885}{0,1885} \times 100\% = 5,04\%. \quad (6.15)$$

Результати проведених розрахунків представимо у вигляді порівняльної таблиці (табл. 6.9).

Таблиця 6.9

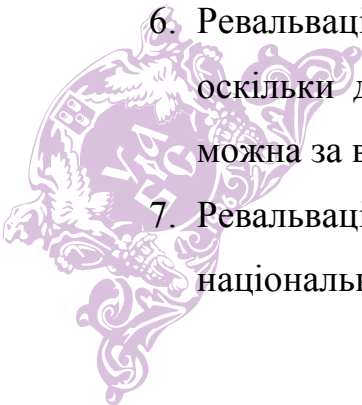
Розрахунок показників подорожчання офіційного валютного курсу та ревальвації гривні у 2005 р.

№ пор.	Дані для розрахунку		Формула для розрахунку	Результат
	Дата	Значення офіційного валютного курсу		
<i>Показник подорожчання офіційного валютного курсу <math>\Delta ER</math>, %</i>				
1.	01.01.2005.	USD/UAH = 5,3054	$\Delta ER = \frac{ER_0 - ER_1}{ER_0} \times 100\%$	4,81
	01.01.2006.	USD/UAH = 5,0500		
<i>Показник ревальвації <math>R</math>, %</i>				
2.	01.01.2005.	UAH/USD = 0,1885	$R = \frac{ER_1^{36.} - ER_0^{36.}}{ER_0^{36.}} \times 100\%$	5,04
	01.01.2006.	UAH/USD = 0,1980		

Таким чином, величина ревальвації гривні перевищує величину подорожчання офіційного валютного курсу долара США відносно гривні на 0,23%.

Основними економічними результатами проведення політики ревальвації можуть бути:

1. Ревальвація є вигідною для імпортерів, оскільки для оплати іноземних поставок вони можуть витратити меншу суму національної валюти, за яку купується іноземна валюта й оплачуються імпортні поставки. Внаслідок цього імпортери отримують ревальваційну премію, що стимулює їхню діяльність;
2. Ревальвація є невикорисливою для експортерів, оскільки підвищуються ціни в іноземній валюті на пропоновану ними продукцію, що знижує конкурентоспроможність національного експорту. Це пов'язано з тим, що при обміні валютної виручки на національну валюту експортери отримують менші суми, що змушує їх піднімати зовнішні ціни на свою продукцію.
3. Наслідком ревальвації є обмеження експортного потенціалу країни, що негативно позначається на її платіжному балансі і зменшує приплив валютної виручки в країну.
4. Ревальвація позитивно позначається на залученні іноземних капіталів, що пов'язано з можливостями отримання зарубіжними інвесторами вищої норми прибутку на вкладені кошти завдяки курсовій різниці.
5. Залучення іноземних капіталів і дешевих імпортних товарів сприяє наповненню внутрішнього ринку, що приводить до зниження темпів інфляції в країні.
6. Ревальвація робить дешевшим обслуговування зовнішнього боргу країни, оскільки для погашення іноземних кредитів купувати іноземну валюту можна за вигіднішим курсом, витрачаючи менше національної валюти.
7. Ревальвація може сприяти скороченню виробництва у тих галузях національної економіки, продукція яких не витримує конкуренції з



дешевшими іноземними товарами, а також у галузях, орієнтованих на експорт.

8. В середині країни ревальвація національної валюти може знизити кредитну активність суб'єктів господарювання, але збільшує привабливість депозитів, підвищуючи їхню дохідність.

З огляду на негативні наслідки ревальвації для розвитку національної економіки та експортного потенціалу країни, природно, що вона порівняно з девальвацією є в сучасних умовах більш рідкісним явищем [89, 133].

Якщо терміни «девальвація» і «ревальвація» використовуються для визначення тривалого і стійкого зниження або підвищення обмінного курсу національної валюти, то у цьому разі вони означають об'єктивний ринковий процес, що зумовлює зміну обмінного курсу національної валюти під впливом динаміки попиту і пропозиції на валютному ринку. За таких обставин центральний банк часто змушений діяти під впливом ринкових сил, змінюючи офіційний обмінний курс відповідно до обставин, що склалися.

Подібна ситуація тривалий час спостерігалася і в Україні, коли Національний банк був змушений девальвувати курс національної валюти щодо долара США й інших провідних валют (Додаток С).

#### **6.4. Використання адміністративних важелів у механізмі реалізації валютної політики в Україні**

Адміністративні інструменти валютної політики передбачають сукупність заходів із нормативно-правового регулювання різних аспектів функціонування валютного ринку країни та діяльності його учасників. Адміністративні інструменти є необхідним доповненням економічних важелів реалізації валютної політики. Основним напрямом адміністративного регулювання валютних операцій є політика валютних обмежень.



Валютні обмеження – це сукупність регулятивних заходів, які передбачають встановлення законодавчих або нормативних правил щодо заборони, лімітування і регламентації операцій резидентів і нерезидентів із валютою та валютними цінностями.

Валютні обмеження є одним із найважливіших інструментів реалізації валютної політики держави. Вони можуть, зокрема, включати такі напрями адміністративного регулювання валютних відносин:

- формування нормативно-правової бази роботи валютного ринку;
- регламентацію окремих видів валютних операцій;
- валютні блокади.

Формування нормативно-правової бази роботи валютного ринку має на меті створення правового поля реалізації суб'єктами ринку валютних операцій передусім шляхом регламентування порядку їх здійснення через систему законодавчих і нормативних актів.

В Україні основними законодавчими актами, що регламентують діяльність валютного ринку і валютні операції економічних агентів, є:

- Декрет Кабінету Міністрів України «Про систему валютного регулювання і валютного контролю»;
- Закон України «Про Національний банк України»;
- Закон України «Про банки і банківську діяльність»;
- Закон України «Про зовнішньоекономічну діяльність»;
- Закон України «Про порядок здійснення розрахунків в іноземній валюті».

Крім того, нормативну базу, що формує систему валютних обмежень, утворює сукупність відповідних постанов Національного банку України.

Крім формування суто правового поля для організації операцій резидентів і нерезидентів із валютними цінностями на території країни, важливими завданнями цього інструменту валютної політики є також конкретне спрямування окремих нормативно-правових актів, що має забезпечити вирішення таких завдань:

- підтримання обмінного курсу національної валюти на заданому рівні;



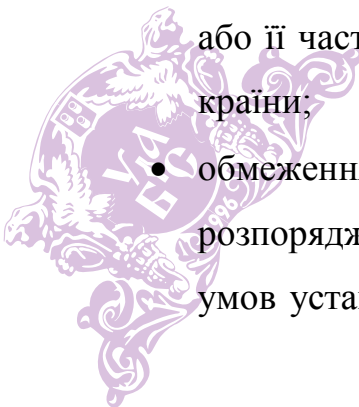
- вирівнювання платіжного балансу;
- збільшення обсягів офіційних золотовалютних резервів.

Реалізація цих завдань передбачає посилення адміністративного впливу держави в особі центрального банку на порядок здійснення тих чи інших валютних операцій шляхом нормативно-правового лімітування можливостей їх здійснення суб'єктами ринку. Потреба у таких заходах може зумовлюватися неефективністю чи недовістю традиційних економічних інструментів реалізації валютної політики центрального банку в разі порушення нормального перебігу економічних процесів (наприклад, у періоди валютних криз, виникнення значного диспаритету в зовнішній торгівлі, зростання обсягів зовнішньої заборгованості тощо).

Регламентация окремих видів валютних операцій передбачає встановлення певних норм і правил функціонування тих суб'єктів ринку, діяльність яких тією чи іншою мірою пов'язана з використанням валюти та валютних цінностей.

Регламентация окремих видів операцій із валютними цінностями на внутрішньому валютному ринку країни може здійснюватися за такими основними напрямками:

- визначення порядку використання іноземної валюти на території країни, що передбачає, як правило, запровадження різних обмежень на використання іноземної валюти як засобу розрахунків і платежів;
- регулювання строків здійснення платежів за експортними та імпорнтними контрактами, що може стати важелем впливу на величину валютних потоків, спрямованих у країну і з країни;
- встановлення вимог щодо обов'язкового продажу всієї валютної виручки або її частини експортерів-резидентів на внутрішньому валютному ринку країни;
- обмеження прав фізичних осіб чи суб'єктів господарювання володіти і розпоряджатися іноземною валютою (запроваджується здебільшого за умов встановлення валютної монополії держави на зовнішньоекономічну



діяльність);

- запровадження обмежень на отримання резидентами зовнішніх кредитів;
- регулювання вивезення капіталів за кордон, а також репатріації прибутків вітчизняними експортерами та зарубіжними інвесторами;
- обмеження прав банків на здійснення строкових (форвардних, ф'ючерсних, опціонних) операцій із придбання або продажу валюти, що є засобом запобігання спекулятивному тиску на динаміку обмінного курсу національної валюти;
- визначення порядку здійснення зарубіжних інвестицій резидентами та умов інвестування капіталів усередині країни зарубіжними інвесторами;
- регламентація способів використання валютних рахунків в уповноважених банках, а також порядку відкриття резидентами рахунків у банківських установах за кордоном.

Конкретний перелік і обсяг запроваджуваних заходів щодо регламентації валютних операцій залежать від економічної ситуації в країні, розвитку зовнішньоекономічної сфери, ступеня інтегрованості національної економіки у світову економічну систему, стабільності ситуації на внутрішньому валютному ринку країни. Звідси спрямованість валютних обмежень, що запроваджуються урядом і центральним банком країни, може змінюватися від більш жорсткої до ліберальнішої форми регламентації операцій з валютними цінностями і навпаки [89, 133].

Прикладом використання обмежень з метою нейтралізації впливу зовнішньої фінансової кризи, забезпечення стабільності банківської системи, захисту інтересів вкладників і інших кредиторів банків є введення в дію Постанови № 319, затвердженої Правлінням НБУ 11 жовтня 2008 року.

Зокрема, з 13 жовтня в 2008 р. уповноваженим банкам було заборонено збільшувати свої кредитні портфелі. Надання кредитів в іноземній валюті контрагентам, які не мають валютної виручки, було обмежено обсягами заборгованості за ними, що склалася на цю дату.

Крім того, Національний банк України запровадив заборону на

дострокове зняття депозитів. Зокрема у Постанові зазначено, що банки повинні виконувати свої зобов'язання за всіма типами договорів із залучення коштів у будь-якій валюті лише в разі настання строку завершення зобов'язань, незалежно від категорії контрагентів, а також проводити з метою недопущення дострокового зняття коштів роз'яснювальну роботу зі своїми клієнтами.

Найбільшу кількість обмежень було введено саме у сфері валютних відносин, зокрема щодо проведення валютних операцій:

1. Банкам дозволялося здійснювати операції з купівлі однієї іноземної валюти за іншу іноземну валюту виключно за умови, що обидві валюти є іноземними валютами однієї групи Класифікатора іноземних валют та банківських металів.

2. Граничне відхилення між курсом купівлі та продажу готівкової іноземної валюти не мало перевищувати 5,0 %.

3. Уповноваженим банкам дозволялося здійснювати власні операції з купівлі іноземної валюти за гривні в межах установлених лімітів відкритої валютної позиції банку за наявності зобов'язань у цій валюті, строк за якими настав.

4. Купівля, обмін іноземної валюти з метою дострокового виконання зобов'язань та з метою проведення розрахунків з нерезидентами за імпорту продукції (робіт, послуг, прав інтелектуальної власності), який здійснюється без увезення із-за кордону цієї продукції на територію України, або здійснення авансових платежів (крім оплати критичного імпорту) кваліфікувалося як порушення правил валютного регулювання і валютного контролю із застосуванням мір відповідальності.

5. Тимчасово встановлено нульову ставку резервування коштів за договорами про залучення банками коштів в іноземній валюті від нерезидентів на строк, що дорівнює або менше 183 календарних днів.

6. З 01.11.2008 запроваджено механізм розрахунку відкритих балансових валютних позицій банку за кожною окремою валютою за



операціями з купівлі-продажу іноземної валюти.

7. Установлено, що банки можуть тримати іноземну валюту 1 групи Класифікатора на рахунках “ностро” лише в банках країн, валюта яких належить до 1 групи Класифікатора.

8. Операції в гривнях через кореспондентські рахунки “лоро” банків-нерезидентів повинні були здійснюватися лише для обслуговування експортно-імпортних операцій.

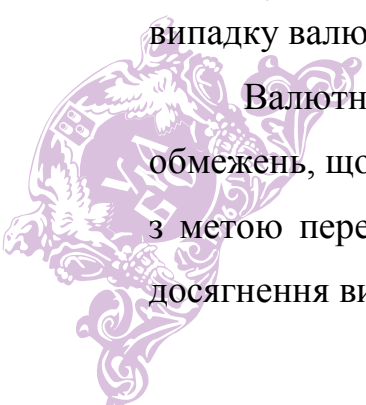
Пізніше з метою недопущення спекуляцій на готівковому валютному ринку Національним банком було встановлено граничну межу відхилення ринкового обмінного курсу від офіційного в діапазоні 1,5 %. Номінально дане положення виконувалося, але банками при продажі готівкової іноземної валюти стягувалася комісія, розміром в середньому 3-5 %, що де-факто підвищувало курс пропозиції на ті ж 3-5 %.

З 4 листопада 2008 року з метою посилення банківського контролю за операціями клієнтів з повернення за межі України іноземних інвестицій (доходів від них) було встановлено обов'язковий п'ятиденний строк розміщення коштів клієнтів, призначених для купівлі іноземної валюти, на окремому аналітичному рахунку балансового рахунку банку.

Для подальшої мінімізації попиту на іноземну валюту 18.12.2008 Постановою Правління Національного банку України № 435 «Про функціонування безготівкового валютного ринку України» було обмежено право банків здійснювати арбітражні операції з купівлі та продажу іноземної валюти.

У міжнародній сфері економічних відносин валютні обмеження можуть використовуватися як інструмент структурної валютної політики. У цьому випадку валютні обмеження можуть набувати форми валютної блокади.

Валютні блокади – це система економічних санкцій у формі валютних обмежень, що накладаються однією країною або групою країн на іншу країну з метою перешкоджання використанню нею своїх валютних цінностей для досягнення виконання певних економічних чи політичних вимог.



Валютна блокада може здійснюватися у таких основних формах:

- заморожування валютних цінностей країни (тобто її іноземних авуарів), що зберігаються в іноземних банках, через позбавлення власників рахунків права вільно розпоряджатися коштами на них;
- припинення надання допомоги уряду країни з-за кордону;
- запровадження заборони національним компаніям реалізовувати інвестиційні проекти на території країни, яка є об'єктом валютної блокади;
- відмова у наданні кредитів, включаючи кредити міжнародних валютно-кредитних організацій.

Валютна блокада по суті передбачає припинення будь-яких валютних відносин із країною, проти якої вона застосовується.

Сьогодні політика валютних обмежень у зазначених вище формах використовується у міжнародній сфері економічних відносин насамперед із метою боротьби з фінансовою підтримкою міжнародних терористичних угруповань, а також протидії легалізації доходів, отриманих злочинним шляхом. До міжнародних органів, на які покладено відповідні функції, належать передусім створена у липні 1989 р. у Парижі на засіданні «великої сімки» Група розробки фінансових заходів боротьби з відмиванням коштів (FATF – Financial Action Task Force on Money Laundering), а також інші міжнародні організації, діяльність яких спрямована на співробітництво у запобіганні та протидії легалізації (відмиванню) доходів. Рекомендації FATF, зокрема, розглядаються як міжнародні стандарти для боротьби з відмиваннями капіталів: зміцнення національних правових і фінансових систем, підвищення ефективності регулюючих режимів, розвиток міжнародного співробітництва правоохоронних органів та здійснення інших заходів, спрямованих на боротьбу з відмиванням капіталів. Країни, що не дотримуються цього стандарту, заносяться у так званий «чорний» список FATF і щодо них можуть уживатися заходи адміністративного впливу – передусім у плані обмеження грошових операцій із фізичними та



юридичними особами цих країн, тобто прямі валютні обмеження [89].

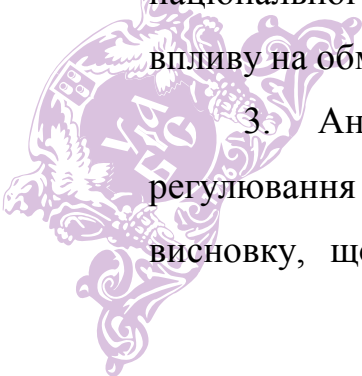
Загалом рівень організації валютного контролю і конкретні форми застосування валютних обмежень залежать від соціально-економічного розвитку країни та її участі у світовому господарстві.

## Висновки до розділу 6

1. Аргументовано, що діяльність центрального банку, спрямована на досягнення стратегічних і тактичних цілей валютної політики держави, є неможливою без використання ним певної сукупності інструментів. При цьому механізм їхнього застосування передбачає розробку системи заходів щодо регулювання валютних операцій у конкретний період, а також вибір найбільш ефективних у цей момент методів впливу на діяльність суб'єктів валютного ринку. Сукупність інструментів, що застосовується центральним банком для реалізації валютної політики, запропоновано розділити на дві групи: загальні інструменти монетарної політики та спеціальні інструменти валютного регулювання.

2. До загальних інструментів, що впливають на валютну сферу господарства через грошову масу і ринкові процентні ставки, відносяться дисконтна політика, політика обов'язкових резервів та політика відкритого ринку. Спеціальні інструменти пропонується розглядати як сукупність економічних (девiзна політика, політика диверсифікації валютних резервів, регулювання режиму обмінного курсу, політика девальвації та ревальвації національної валюти) та адміністративних (валютні обмеження) важелів впливу на обмінний курс.

3. Аналіз взаємозв'язку загальних інструментів монетарного регулювання НБУ та його валютно-курсової політики надав підстав для висновку, що в умовах недостатнього розвитку ринкових механізмів в



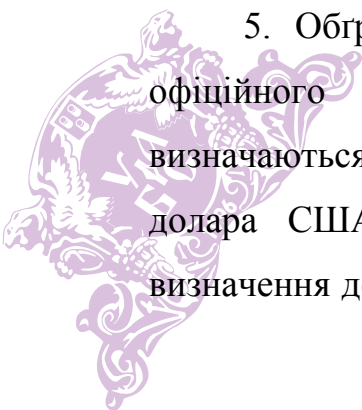


Україні монетарні інструменти валютної політики мають опосередкований вплив через грошову масу і процентні ставки на кон'юнктуру валютного ринку і динаміку обмінного курсу гривні.

При цьому релевантними факторами визначені: 1) високий рівень ризику для банків при кредитуванні, що зумовлює завищені процентні ставки; 2) обмежені обсяги рефінансування НБУ уповноважених банків, що визначає обмежений вплив центрального банку на вартість їхніх кредитних ресурсів; 3) особливості емісійної політики, що здійснюється переважно під приріст золотовалютних резервів, а не кредитування банків; 4) відсутність належної гнучкості зазначених інструментів для оперативного регулювання валютного ринку, що зумовлено значним часовим лагом їхньої дії; 5) підтримання курсу гривні переважно шляхом інтервенцій, що зумовлює незначний вплив на нього динаміки грошової маси.

4. Аргументовано, що найбільш дієвими економічними інструментами впливу на валютний курс в Україні є девізна політика, а також політика девальвації (ревальвації) гривні. На підставі проведених розрахунків питомої ваги валютних інтервенцій у загальному обсязі міжбанківського валютного ринку за останні 3 роки автор дійшов висновку, що незважаючи на низку заходів щодо лібералізації валютного ринку та зменшення ролі центрального банку на ньому, НБУ продовжує використовувати девізну політику як основний інструмент регулювання валютного курсу гривні. Дослідження політики девальвації (ревальвації) валюти показали, що даний інструмент фактично відображається у механізмі номінального курсоутворення, формує індекс РЕОК гривні і визначає цінову конкурентоспроможність вітчизняної економіки.

5. Обґрунтовано, що девальвація (ревальвація) валюти та зміна її офіційного курсу є різними поняттями і математично по-різному визначаються. На підставі проведених розрахунків депреціації гривні щодо долара США у 2008 р. обґрунтовано науково-методичний підхід до визначення девальвації грошової одиниці, в основу якої покладено не пряме,



а зворотне котирування обмінного курсу.

6. Результати дослідження дозволили констатувати, що адміністративні інструменти валютної політики у вигляді політики валютних обмежень, які передбачають встановлення законодавчих і нормативних правил щодо заборони, лімітування і регламентації операцій резидентів і нерезидентів із валютою та валютними цінностями, мають суттєвий вплив на динаміку обмінного курсу гривні.

Основні результати розділу опубліковані в наукових статтях і монографіях [114, 117, 120, 123, 125, 127, 129, 130, 133].



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

Higher Educational Institution  
UKRAINE  
NATIONAL ACADEMY OF BANKING  
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE

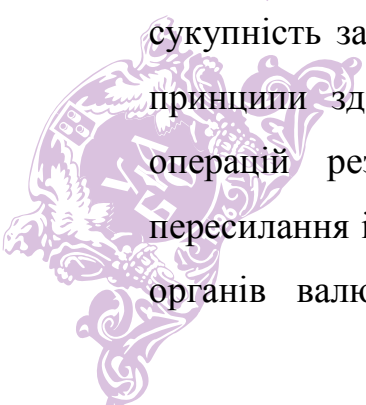
## ВИСНОВКИ

У дисертації наведено теоретичне узагальнення і нове вирішення наукової проблеми, що виявляється в обґрунтуванні основних напрямків удосконалення механізму реалізації валютної політики в Україні.

Основні висновки виконаного дисертаційного дослідження полягають у наступному:

1. На підставі дослідження різних трактувань поняття “валютна політика”, їхнього узагальнення, аналізу і порівняння обґрунтовано визначення даної економічної категорії як комплексу економічних, організаційних, адміністративних, правових та інших заходів, методів, форм, інструментів і механізмів, які здійснюються державою у сфері валютно-фінансових і кредитних відносин відповідно до поточних та стратегічних цілей загальної економічної політики держави, передусім з метою забезпечення стабільності обмінного курсу національної валюти та збалансованості платіжного балансу країни.

2. Визначено, що прийняття та виконання уповноваженими органами відповідних рішень щодо регулювання валютних відносин має базуватися на механізмі реалізації валютної політики під яким слід розуміти систему заходів нормативного і регулятивного характеру, що здійснюються суб'єктами валютної політики держави шляхом використання сукупності інструментів валютної політики з метою забезпечення взаємозв'язку між елементами валютної політики та їхнього впливу на валютний ринок країни. Нормативні заходи передбачають реалізацію валютної політики через сукупність законодавчих і нормативних актів, які регламентують порядок і принципи здійснення валютних операцій на території країни, валютних операцій резидентів з нерезидентами, порядок ввезення, вивезення, пересилання і переказу валютних цінностей, а також повноваження і функції органів валютного регулювання і валютного контролю та санкції за



порушення валютного законодавства. Регулятивні заходи валютної політики – це система адміністративних та економічних важелів впливу на господарську діяльність суб'єктів валютних відносин.

3. Реалізація валютної політики в Україні нерозривно пов'язана з процесами становлення та розбудови незалежної держави, а також відображає перетворення, спрямовані на ринкову трансформацію національної економіки і відмову від адміністративно-командних методів управління господарством, включаючи і валютні відносини. Доведено, що інструментами реалізації валютної політики, які забезпечують найсуттєвіший вплив на організацію валютних відносин у країні, є передусім політика валютних обмежень, регулювання режиму обмінного курсу, а також інтервенційна політика.

4. Визначено, що на сучасному етапі економічного розвитку країни основними завданнями валютної політики Національного банку України є: подолання негативних наслідків валютно-фінансової кризи з метою відновлення курсової стабільності гривні, сприяння процесу дедоларизації вітчизняної економіки, ефективне управління золотовалютними резервами, забезпечення збалансованості платіжного балансу країни шляхом поліпшення стану торговельного балансу, вдосконалення організаційної структури внутрішнього валютного ринку з урахуванням міжнародної практики, створення сприятливих умов для інвестування коштів резидентами і нерезидентами у національну економіку тощо.

5. Обґрунтовано, що 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-курсної політики. 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. При цьому встановлено, що офіційно проголошений у країні режим валютного курсу може не відповідати фактичним діям центрального банку чи інших регулятивних органів із реалізації відповідної валютно-курсової політики.

6. З метою вибору найбільш оптимального валютно-курсового режиму запропоновано графічну модель прийняття рішень щодо режиму обмінного курсу в країні, основний зміст якої полягає у побудові трикутника “кутових і проміжних рішень”, де виділено два кутових режими: “монетарний союз” та “вільне плавання”, а решту проміжних режимів розташовано між ними за принципом ступінчатої послідовності.

7. Здійснено періодизацію стадій розвитку валютно-курсової політики в Україні з метою визначення на перспективу оптимального режиму обмінного курсу, виокремлено наступні етапи: зародження та становлення (1992-1994 рр.); розвитку (1995-1998 рр.); стабілізації (1999-2004 рр.); лібералізації (2005-вересень 2008 рр.). Визначено, що пріоритетним завданням валютно-курсової політики на сучасному етапі лібералізації валютних відносин є забезпечення стабільності обмінного курсу гривні з поступовим підвищенням його волатильності та розширенням меж коливань за рахунок мінімізації регулятивного впливу НБУ на механізм курсоутворення.

8. Обґрунтовано механізм переходу до волатильного валютного курсу в Україні, зокрема, запропоновано план дій, згідно з яким система валютного курсоутворення повинна пройти визначені чотири стадії перехідного періоду: фіксована прив'язка, обмежена гнучкість, значна гнучкість, вільне плавання.

9. Обґрунтовано, що вартісним показником зовнішньої конкурентоспроможності України є її платіжний баланс, динаміка і пропорції якого знаходять своє відображення у волатильності валютного курсу. При цьому визначено, що центральне місце серед інструментів коригування рівня цінової конкурентоздатності вітчизняної економіки посідає індекс РЕОК



гривні, що зумовлює необхідність підтримання відповідності між його динамікою та значенням офіційного валютного курсу.

10. Як свідчать результати розрахунків фахівців НБУ й Інституту економічного прогнозування НАН України, основними факторами, що визначають зміну РЕОК гривні, є процес номінального (офіційного) курсоутворення й інфляція. Але вони впливають на динаміку даного показника в протилежних напрямках. За рахунок номінальної ревальвації гривні реальний ефективний обмінний курс зростає, а внаслідок зростання темпів інфляції – знижується. При цьому вплив першого фактора виявився більш вагомим. Різке знецінення РЕОК (до рівня 1995 р.) за рахунок девальвації гривні по відношенню до валют основних країн-партнерів у липні-грудні 2008 р. відновило цінову конкурентоспроможність національної економіки. На поточний момент це є важливим, оскільки конкурентоспроможність експортних галузей (особливо, хімічної та металургійної) погіршиться в умовах переходу України на світові ціни на газ.

11. З метою забезпечення курсової стабільності гривні, збереження рівноваги на міжбанківському валютному ринку обґрунтовано науково-методичні засади використання Національним банком України золотовалютних резервів для здійснення валютних інтервенцій. Визначено, що зміна обсягу міжнародних резервів безпосередньо відбивається на внутрішньому грошовому обігу, оскільки саме золотовалютні резерви є основним видом активів НБУ, а відтак забезпеченням його зобов'язань, що визначають масштаби емісії національної валюти.

12. Визначено, що в процесі оптимізації валютної структури міжнародних резервів Національного банку України ключову роль відіграють відповідні чинники, а саме: місце іноземної валюти у системі міжнародних розрахунків країни; сальдо поточного рахунку платіжного балансу; частка країни-партнера у загальному обсязі зовнішньоторговельної діяльності України; інтервенційна іноземна валюта. Враховуючи вищезазначені фактори, поточну політику НБУ щодо управління

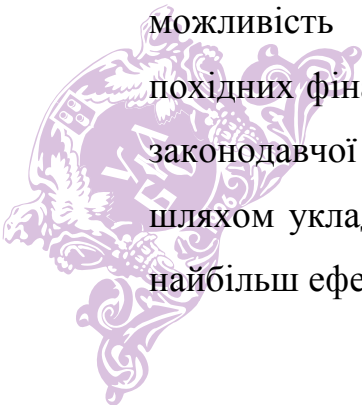


золотовалютними резервами, а також сучасні тенденції розвитку світових фінансових ринків, встановлено, що частка долара США буде поступово зменшуватися на користь євро, при цьому решта резервів суттєвих змін не зазнає.

13. Удосконалено сутнісну характеристику економічної категорії “валютний ринок” з погляду його функціонального призначення, інституціональної структури та організаційно-технічного забезпечення. Обґрунтовано, що 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.

За функціональним змістом валютні ринки забезпечують своєчасне здійснення міжнародних розрахунків, хеджування валютних ризиків, диверсифікацію валютних резервів, проведення арбітражних операцій. За інституціональним змістом валютні ринки представлені сукупністю банків, інвестиційних компаній, валютних бірж, брокерських контор, які здійснюють валютні операції. За організаційно-технічною ознакою валютний ринок є сукупністю телеграфних, телефонних, телекських, електронних, комп’ютерних й інших комунікаційних систем, які зв’язують між собою учасників ринків з різних країн, що здійснюють міжнародні розрахункові та валютні операції.

14. Встановлено, що інструментами валютного ринку є строкові валютні операції: валютні угоди «форвард», ф’ючерсні контракти, валютні опціони та свопи. На підставі проведених розрахунків обґрунтовано можливість використання суб’єктами вітчизняного валютного ринку похідних фінансових інструментів (за умови створення в Україні відповідної законодавчої бази та розбудови повноцінного ринку валютних деривативів) шляхом укладання депозитної угоди з форвардним покриттям, що дозволяє найбільш ефективно хеджувати валютно-курсові ризики.



15. Доведено, що використання деривативів суб'єктами валютного ринку України є найбільш перспективним напрямком хеджування валютно-курсних ризиків, що свідчить про необхідність створення відповідної законодавчої та нормативної бази і важливість розвитку вітчизняного ринку похідних фінансових інструментів.

16. Аргументовано, що до числа основних заходів, які сприятимуть подальшому розвитку валютного ринку України, відносяться наступні:

- зменшення ролі Національного банку України як маркет-мейкера;
- збільшення обсягу ринкової інформації про джерела надходження іноземної валюти та її використання, а також про тенденції зміни платіжного балансу країни;
- розробка НБУ спеціальної політики, що визначає мету, терміни й обсяги валютних інтервенцій;
- скасування правил, що обмежують ринкову діяльність, таких як податки і додаткові збори з валютних операцій, а також обмеження на міжбанківські угоди;
- поступова лібералізація системи валютного регулювання та валютного контролю;
- уніфікація та спрощення валютного законодавства, недопущення частих або спеціальних змін;
- сприяння розвитку ринку інструментів хеджування ризику (валютних деривативів).

17. Аналіз взаємозв'язку загальних інструментів монетарного регулювання НБУ та його валютно-урсової політики надав підстав для висновку, що в умовах недостатнього розвитку ринкових механізмів в Україні монетарні інструменти валютної політики мають опосередкований вплив через грошову масу і процентні ставки на кон'юнктуру валютного ринку і динаміку обмінного курсу гривні.

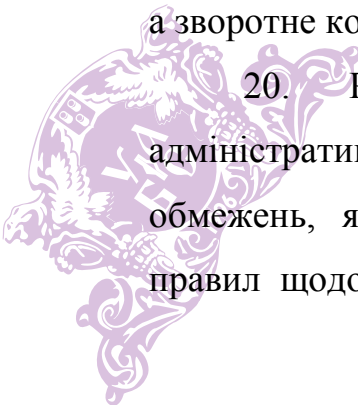
При цьому релевантними факторами визначені: 1) високий рівень ризику для банків при кредитуванні, що зумовлює завищені процентні

ставки; 2) обмежені обсяги рефінансування НБУ уповноважених банків, що визначає обмежений вплив центрального банку на вартість їхніх кредитних ресурсів; 3) особливості емісійної політики, що здійснюється переважно під приріст золотовалютних резервів, а не кредитування банків; 4) відсутність належної гнучкості зазначених інструментів для оперативного регулювання валютного ринку, що зумовлено значним часовим лагом їхньої дії; 5) підтримання курсу гривні переважно шляхом інтервенцій, що зумовлює незначний вплив на нього динаміки грошової маси.

18. Аргументовано, що найбільш дієвими економічними інструментами впливу на валютний курс в Україні є девізна політика, а також політика девальвації (ревальвації) гривні. На підставі проведених розрахунків питомої ваги валютних інтервенцій у загальному обсязі міжбанківського валютного ринку за останні 3 роки автор дійшов висновку, що незважаючи на низку заходів щодо лібералізації валютного ринку та зменшення ролі центрального банку на ньому, НБУ продовжує використовувати девізну політику як основний інструмент регулювання валютного курсу гривні. Дослідження політики девальвації (ревальвації) валюти показали, що даний інструмент фактично відображається у механізмі номінального курсоутворення, формує індекс РЕОК гривні і визначає цінову конкурентоспроможність вітчизняної економіки.

19. Обґрунтовано, що девальвація (ревальвація) валюти та зміна її офіційного курсу є різними поняттями і математично по-різному визначаються. На підставі проведених розрахунків депреціації гривні щодо долара США у 2008 р. обґрунтовано науково-методичний підхід до визначення девальвації грошової одиниці, в основу якої покладено не пряме, а зворотне котирування обмінного курсу.

20. Результати дослідження дозволили констатувати, що адміністративні інструменти валютної політики у вигляді політики валютних обмежень, які передбачають встановлення законодавчих і нормативних правил щодо заборони, лімітування і регламентації операцій резидентів і



нерезидентів із валютою та валютними цінностями, мають суттєвий вплив на динаміку обмінного курсу гривні.

Таким чином, у результаті проведеного дослідження отримано фундаментальні результати у вигляді теоретико-методологічного забезпечення механізму реалізації валютної політики в Україні та розроблено практичні рекомендації щодо його удосконалення.

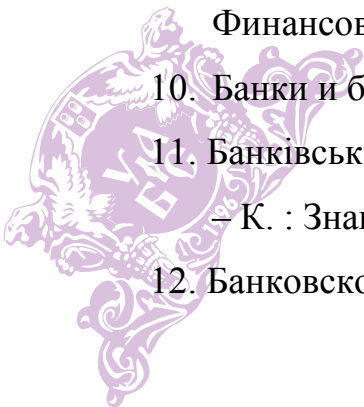
Державний вищий навчальний заклад  
“УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ  
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ”

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



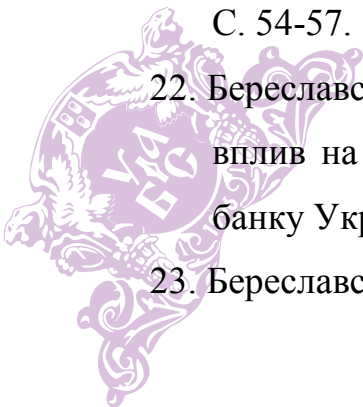
## СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ

1. Абрамова А. М. Финансы, денежное обращение и кредит / Абрамова А. М., Александрова Л. С. – М. : Институт международного права и экономики, 1996. – 136 с.
2. Алгеброва И. М. Государственная экономическая политика: опыт перехода к рынку / Алгеброва И. М., Емцов Р. Г., Холопов А. В.; под ред. А. В. Сидоровича. – 2-е изд., переаб. и доп. – М. : МГУ им. М.В.Ломоносова, Дело и сервис, 1998. – 320 с.
3. Алисов Е. Правовое регулирование валютных отношений в Украине / Алисов Е. – Х. : Консул, 1998. – 142 с.
4. Андронов О. Українській міжбанківській валютній біржі – п'ять років / Андронов О., Береславська О. // Вісник Національного банку України. – 1998. – № 7. – С. 30-39.
5. Анулова Г. Н. Международные валютно-финансовые организации / Анулова Г. Н. – М. : Финансы и статистика, 1993. – 188 с.
6. Артемов Н. Валютный контроль / Артемов Н. – М. : Профобразование, 2001. – 126 с.
7. Ачкасов А. И. Типы валютных операций и другие виды сделок на международных денежных рынках / Ачкасов А. И. – М. : Консалтбанкир, 1994. – 62 с.
8. Балабанов И. Т. Валютные операции / Балабанов И. Т. – М. : Финансы и статистика, 1993. – 256 с.
9. Банки в системе международных экономических отношений. – М. : Финансовая академия при Правительстве РФ, 1997. – 148 с.
10. Банки и банковские операции. – М. : ЮНИТИ, 1997. – 471 с.
11. Банківські операції : підручник / за ред. В. І. Міщенко, Н. Г. Слав'янської. – К. : Знання, 2006. – 727 с.
12. Банковское дело : учебник / под ред. О. И. Лаврушина. – М. : Финансы и



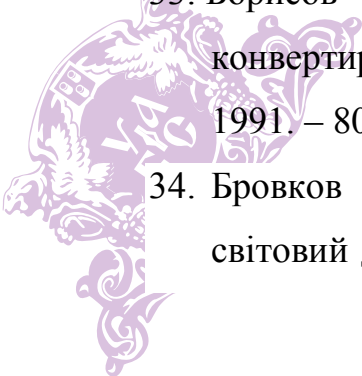
статистика, 1998. – 576 с.

13. 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.
14. Баранов В. Т. Справочная книга инспектора валютных операций коммерческих банков / Баранов В. Т. – М. : МЕНАТЕП-ИНФОРМ, 1995. – 432 с.
15. Барановський О. Валютна безпека / Барановський О. // Вісник Національного банку України. – 1998. – № 8. – С. 18-21.
16. Баринов Э. А. Валютно-кредитные отношения во внешней торговле / Баринов Э. А. – М. : 1-я Федеративная Книготорговая Компания, 1998. – 272 с.
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

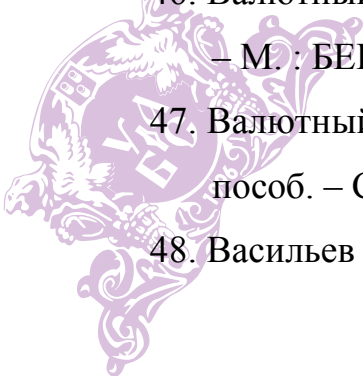




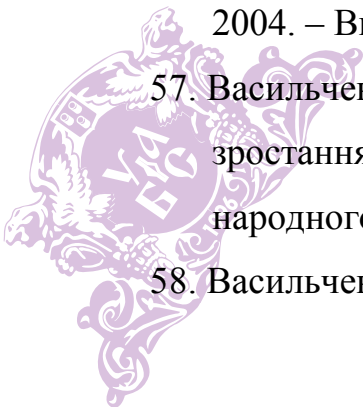
- Україні / Береславська О. // Вісник Національного банку України. – 2004. – № 2. – С. 18-23.
24. Береславська О. Тенденції валютного ринку України у 2004 році / Береславська О. // Вісник Національного банку України. – 2005. – №2. – С. 18-22.
25. Береславська О. Інтервенції на валютних ринках як інструмент 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. Бесараб Є. О. Фінансово-промислова інтеграція: Зарубіжний досвід та уроки України / Бесараб Є. О. // Фінанси України. – 2003. – №2. – С.133-144.
28. Бор М. З. Менеджмент банків: організація, стратегія, планування / Бор М. З., Пятенко В. В. – М. : ДИС, 1997. – 288 с.
29. Бор М. З. Стратегическое управление банковской деятельностью / Бор М. З., Пятенко В. В.. – М. : Приор, 1995. – 160 с.
30. Боринець С. Я. Розвиток сучасних грошово-валютних відносин (національний і міжнародний аспекти) / Боринець С. Я. – К. : Педагогіка, 1997. – 246 с.
31. Боринець С. Я. Міжнародні валютно-фінансові відносини : підручник / Боринець С. Я. – К. : Знання, 1999. – 305 с.
32. Боринець С. Я. Міжнародні фінанси : підручник / Боринець С. Я. – К. : Знання, 2006. – 494 с.
33. Борисов С. М. Азбука обертимости или что надо знать о конвертируемости валют / Борисов С. М. – М. : Финансы и статистика, 1991. – 80 с.
34. Бровков С. М. Валютно-фінансові механізми в міжнародному бізнесі: світовий досвід та українська практика / Бровков С. М., Руденко Л. В. –



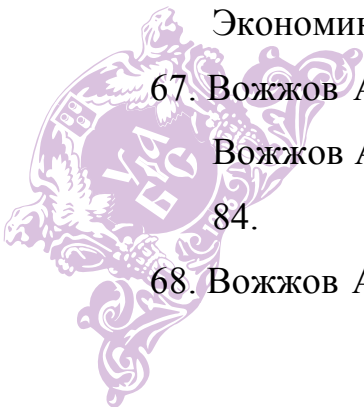
- К. : Агентство Україна, 2001. – 380 с.
35. Бровкова Е. Г. Финансово-кредитная система государства / Бровкова Е. Г., Продивус И. П. – К. : Сирин, 1997. – 224 с.
36. Буглай В. Б. Международные экономические отношения / Буглай В. Б., Ливенцев Н. Н. – М. : Финансы и статистика, 1996. – 160 с.
37. Бункина М. К. Основы валютных отношений / Бункина М. К., Семенов А. М. – М. : Юрайт, 1998. – 205 с.
38. Буренин А. Н. Рынки производных финансовых инструментов / Буренин А. Н. – М. : ИНФРА-М, 1996. – 368 с.
39. Буренин А. Н. Фьючерсные, форвардные и опционные рынки / Буренин А. Н. – М. : Тривола, 1995. – 240 с.
40. Бутук О. І. Валютно-фінансові відносини : навч. посіб. / Бутук О. І. – К. : Знання, 2006. – 349 с.
41. Бюлетень Національного банку України : щомісячне аналітично-статистичне видання / Національний банк України. – 2007. – №8 (173). – 187 с.
42. Бюлетень Національного банку України : щомісячне аналітично-статистичне видання / Національний банк України. – 2008. – №1 (178). – 167 с.
43. Бюлетень Національного банку України : щомісячне аналітично-статистичне видання / Національний банк України. – 2008. – №2 (179). – 165 с.
44. Валютне регулювання: зарубіжний досвід та пропозиції щодо України. – К. : Українсько-європейський консультативний центр, 2002. – 34 с.
45. Валютные услуги юрлицам // БИЗНЕС. – 2002. – № 12 (479). – С. 60-61.
46. Валютный рынок и валютное регулирование / под ред. И.Н. Платоновой. – М. : БЕК, 1996. – 475 с.
47. Валютный рынок и валютные операции коммерческих банков : учеб. пособ. – Севастополь : СевНТУ, 2005. – 278 с.
48. Васильев А. Хеджирование: возможность продавать золото дороже /



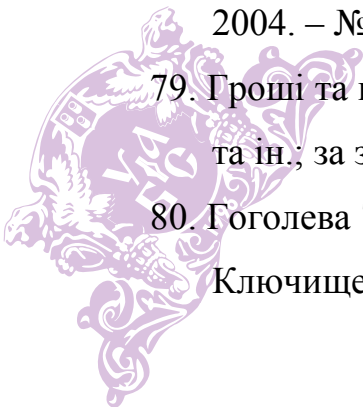
- Васильев А. // Рынок ценных бумаг. – 2002. – № 4. – С.45-53.
49. Васильченко З. М. Теорія і практика укладання строкових валютних контрактів / Васильченко З. М. // Банківська справа. – 1998. – № 1. – С. 46-55.
50. Васильченко З. М. Міжнародні платіжні розрахунки в євро / Васильченко З. М. // Фінанси України. – 1999. – № 2. – С. 78-82.
51. Васильченко З. М. Офшор-бізнес та його економічна суть / Васильченко З. М. // Вісник Київського університету імені Тараса Шевченка. Серія: Економіка. – 2000. – Вип. 46. – С. 8-10.
52. 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.
53. 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.
54. Васильченко З. М. Якість активів як умова успішного функціонування комерційного банку / Васильченко З. М. // Вісник Академії праці і соціальних відносин Федерації профспілок України. – 2003. – Вип. 5. – С. 66-73.
55. Васильченко З. М. Банківська діяльність в умовах глобалізації економіки / Васильченко З. М. // Фінанси України. – 2004. – № 5. – С. 124-131.
56. Васильченко З. М. Проблеми адаптації банківської системи України при її вступі до Світової організації торгівлі / Васильченко З. М. // Вісник Київського університету імені Тараса Шевченка. Серія: Економіка. – 2004. – Вип. 69. – С. 23-25.
57. Васильченко З. М. Капіталізація банків як ключова компонента стратегії зростання / Васильченко З. М. // Вісник Тернопільської академії народного господарства. – 2004. – Випуск №5/2. – С. 76-87.
58. Васильченко З. М. Структурні диспропорції у розвитку банківської



- системи України / Васильченко З. М. // Фінанси України. – 2005. – № 9. – С. 140-150.
59. 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.
60. Васильченко З. М. Фінансова консолідація як сучасна тенденція розвитку банківського бізнесу / Васильченко З. М. // Світ фінансів. – 2006. – №3 (8). – С. 60-70.
61. 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.
62. Васюренко О. В. Механізм здійснення банківських операцій с іноземною валютою / Васюренко О. В. – Харків : Гриф, 1997. – 176 с.
63. Васюренко О. В. Банківський менеджмент : посібник / Васюренко О. В. – К. : Академія, 2001. – 320 с.
64. Вахненко Т. Визначальні фактори формування обмінних курсів / Вахненко Т. // Вісник Національного банку України. – 2004. – № 8. – С. 31-36.
65. Верников А. В. Иностранные банки в Восточной Европе / Верников А. В. // Мировая экономика и международные отношения. – 2003. – №8. – С. 97-107.
66. Вожжов А. П. Сущность и функции капитала банка. Проблемы банковского капитала в Украине / Вожжов А. П., Клименко А. И. // Экономика, финансы и право. – 2001. – № 3. – С. 18-26.
67. Вожжов А. П. Фінансові методи забезпечення економічного зростання / Вожжов А. П., Новикова Р. А. // Фінанси України. – 2001. – № 3. – С. 74-84.
68. Вожжов А. П. Банківський капітал в економіці України / Вожжов А. П.,

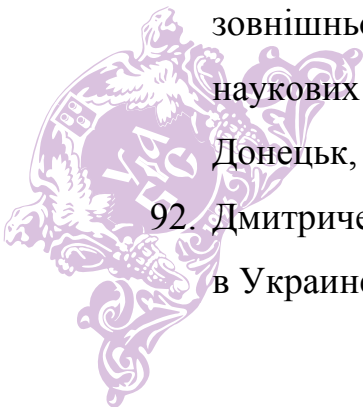


- Кліменко О. І. // Фінанси України. – 2003. – № 8(93). – С. 89-97.
69. Вожжов А. П. Капітал комерційних банків як складова ресурсів банківської системи / Вожжов А. П., Кліменко О. І. // Банківська справа. – 2003. – № 4(52). – С. 83-95.
70. Вожжов А. П. Об использовании модели рыночной экономической системы для оценки динамики ресурсного потенциала / Вожжов А. П., Гринько Е. Л. // Экономика Крыма. – 2003. – № 10. – С. 71-75.
71. Володин Ф. Г. Валютная политика ЦБ: структурный анализ и новации / Володин Ф. Г. // Банковские услуги. – 2004. – № 5. – С. 2-8.
72. Волоцька І. С. Аналіз чинного валютного законодавства України / Волоцька І. С. // Формування ринкових відносин в Україні. – 2004. – № 2. – С. 48-53.
73. Гавальда К. Банковское право / Гавальда К., Стуфле Ж. – М. : Финстатинформ, 1996. – 566 с.
74. Галь В. Через падіння до стабілізації / Галь В. // Вісник Національного банку України. – 1999. – № 3. – С. 15-17.
75. 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.
76. Гальчинський А. С. Сучасна валютна система / Гальчинський А. С. – К. : LIBRA, 1993. – 96 с.
77. Гальчинський А. С. Теорія грошей : навчально-методичний посібник / Гальчинський А. С. – К. : Основи, 1998. – 413 с.
78. Гальчинський А. С. Макроекономічні та монетарні передумови політики зростання / Гальчинський А. С. // Вісник Національного банку України. – 2004. – № 8. – С. 7-8.
79. Гроші та кредит : підручник / М. І. Савлук, А. М. Мороз, М. Ф. Пуховкіна та ін.; за заг. ред. М. І. Савлука. – К. : КНЕУ, 2001. – 599 с.
80. Гоголева Т. Н. Международная экономика : учеб. пособ. / Гоголева Т. Н., Ключищева В. Г., Хаустов Ю. И. – М. : КНОРУС, 2005. – 304 с.



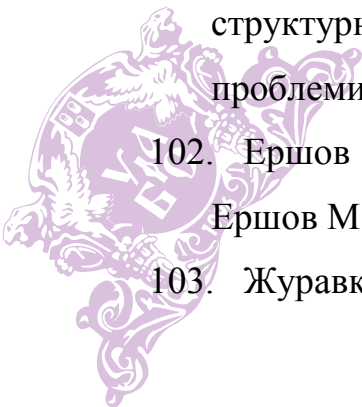


81. Гриценко А. А. Середньострокова монетарна стратегія: зарубіжний досвід та основи засади формування в Україні / Гриценко А. А., Кричевська Т. А.; Ін-т економіки та прогнозування. – К., 2006. – 144 с.
82. Гриценко А. А. Формирование информационно-поведенческой парадигмы монетарной политики / Гриценко А. А., Кричевская Т. А. // Экономическая теория. – 2007. – № 2. – С. 46-69.
83. Грошово-кредитна політика в Україні / за ред. В. І. Міщенко. – 2-ге вид., перероб. і доп. – К. : Знання : КОО, 2003. – 421 с.
84. Дайнел Д. Дедалі міцніший союз. Курс Європейської інтеграції : пер з англ. / Дайнел Д. – К. : К.І.С., 2006. – 696 с.
85. Де Ковни Ш. Стратегии хеджирования : пер. с англ. / Де Ковни Ш., Такки К. – М. : ИНФРА-М, 1996. – 208 с.
86. Державне управління в Україні : навч. посіб. / за заг. ред. проф. В. Б. Авер'янова. – К. : СОМИ, 1999. – 266 с.
87. Державний комітет статистики України [Електронний ресурс] : офіційний веб-сайт. – Режим доступу : <http://www.ukrstat.gov.ua>.
88. Джанбаев Д. Валютная политика США как фактор дестабилизации мировой финансовой системы / Д. Джанбаев // Культура народов Причерноморья. – 2005. – № 59. – С. 102-103.
89. Дзюблюк О. В. Валютна політика : підручник / Дзюблюк О. В. – К. : Знання, 2007. – 422 с.
90. Дзюблюк О. Проблеми реалізації валютної політики в умовах трансформаційних змін економіки України / Дзюблюк О. В. // Журнал європейської економіки. – 2006. – № 3. – С. 317-327.
91. 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.
92. Дмитриченко Л. И. Основные проблемы формирования валютного курса в Украине / Дмитриченко Л. И. // Економічна теорія в умовах глобалізації



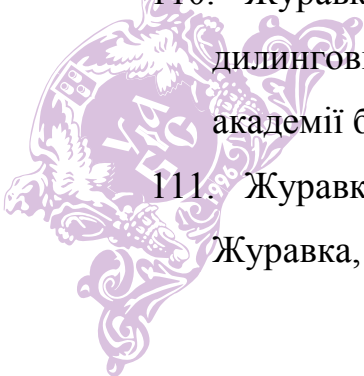


- економіки : матеріали доповідей і виступів Всеукраїнської науково-практичної конференції. – Донецьк : Юго-Восток : Лтд, 2009. – С. 14-15.
93. Долан Е. Дж. Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика / Долан Е. Дж. – М. : Профико, 1996. – 532 с.
94. Домбровски М. Перспективы либерализации счета финансовых операций в Украине [Электронный ресурс] / Домбровски Марек. – Режим доступа : <http://www.case-ukraine.kiev.ua>.
95. Домбровски М. Режим денежной политики в условиях открытой экономики: выводы для Украины [Электронный ресурс] / Домбровски Марек. – Режим доступа : <http://www.case-ukraine.kiev.ua>.
96. Домбровски М. Таргетирование инфляции в переходной экономике [Электронный ресурс] / Домбровски Марек. – Режим доступа : // <http://www.case-ukraine.kiev.ua>.
97. Домрачев В. Стосовно оптимізації короткострокової валютної політики в Україні на базі портфельної теорії / Домрачев В., Жабський Д. // Финансовые риски. – 2006. – № 3. – С. 73-78.
98. Дорофеев Б. Ю. Валютное право России / Дорофеев Б. Ю., Земцов Н. Н., Пушин В. А. – М. : НОРМА, 2001. – 360 с.
99. Егорова Н. Е. Модели и методы анализа финансовых инструментов кредитной политики банка и динамики его развития в условиях переходного периода / Егорова Н. Е., Смулов А. М. – М. : ЦЭМИ РАН, 1997. – 32 с.
100. Економіка України. Тенденції, оцінки і прогнози // Центр соціально-економічних досліджень CASE Україна. – 2005. – № 2. – С. 29-45.
101. Єрохін С. А. Теоретико-методологічні основи дослідження структурних трансформацій економіки / Єрохін С. А. // Актуальні проблеми економіки. – 2004. – № 3. – С. 3-12.
102. Ершов М. В. Актуальные направления экономической политики / Ершов М. В. // Вопросы экономики. – 2003. – № 12. – С. 23-39.
103. Журавка Ф. О. Операції «а-форфе» як один із методів страхування



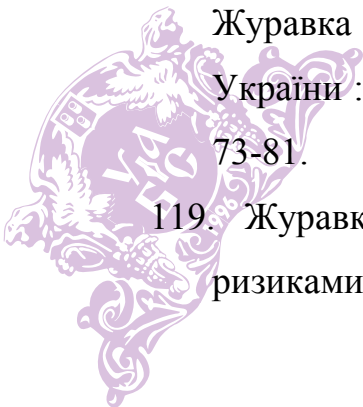
валютних ризиків / Журавка Ф. О. // Вісник Української академії банківської справи. — 1998. — №4. — С. 37-40.

104. Журавка Ф. О. Проблеми становлення ринку валютних ф'ючерсів на Україні / Журавка Ф. О. // Фінанси України : матеріали Другої міжнародної науково-практичної конференції. — Дніпропетровськ : Дніпропетровський держ. ун-т, 1998. — С. 15-16.
105. Журавка Ф. О. Форвардні угоди та їх використання на валютному ринку України / Журавка Ф. О. // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : збірник наукових праць. — Суми : Ініціатива, 1999. — С. 162-165.
106. Журавка Ф. О. Прогнозування валютного курсу як один з інструментів хеджування валютного ризику / Ф. О. Журавка, І. С. Русаненко // Фінанси України. — 2000. — № 9. — С. 49-59.
107. Журавка Ф. О. Оцінка доцільності хеджування валютного ризику / Ф. О. Журавка // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : збірник наукових праць. Т. 3. — Суми : Ініціатива, 2000. — С. 123-128.
108. Журавка Ф. О. Хеджування валютних ризиків: аргументи “за” і “проти” / Ф. О. Журавка, І. С. Русаненко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : збірник наукових праць. Т. 4. — Суми : Ініціатива, 2000. — С. 123-128.
109. Журавка Ф. А. Золотые и валютные оговорки как метод хеджирования валютных рисков во внешней торговле / Ф. А. Журавка, И. С. Русаненко // Вісник Української академії банківської справи. — 2000. — № 2. — С. 67-70.
110. Журавка Ф. А. Организация документооборота при проведении дилинговых операций / Ф. А. Журавка, С. Н. Новак // Вісник Української академії банківської справи. — 2001. — № 1. — С. 46-49.
111. Журавка Ф. А. Организационные модели проведения аукционов / Ф. А. Журавка, С. Н. Новак // Вісник Української академії банківської справи. —



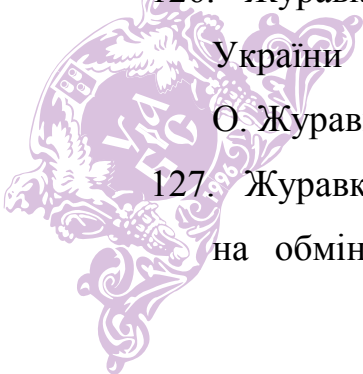
2001. – №2. – С. 77-81.

112. Журавка Ф. О. Контрактні методи хеджування валютних ризиків у зовнішній торгівлі / Ф. О. Журавка // Вісник Української академії банківської справи. – 2002. – № 2(13). – С. 18-21.
113. Журавка Ф. О. Створення реінвойсингових центрів як альтернативного методу хеджування валютних ризиків підприємств / Ф. О. Журавка // Вісник Української академії банківської справи. – 2003. – № 1(14). – С. 54-56.
114. Журавка Ф. О. Деякі пропозиції щодо вдосконалення системи валютного контролю в Україні / Ф. О. Журавка // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : збірник наукових праць. Т. 8. – Суми : УАБС, 2003. – С. 166-167.
115. Журавка Ф. О. Формування валютної політики підприємства в умовах нестабільного фінансового середовища / Ф. О. Журавка // Вісник Української академії банківської справи. – 2003. – № 2(15). – С. 94-98.
116. Журавка Ф. О. Практичні аспекти використання похідних строкових фінансових інструментів для хеджування валютних ризиків підприємств-експортерів / Ф. О. Журавка // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : збірник наукових праць. Т. 10. – Суми : УАБС, 2004. – С. 87-92.
117. Журавка Ф. О. Управління ризиками при здійсненні маржинальних операцій на фондовому ринку / Ф. О. Журавка, І. І. Рекуненко // Вісник Української академії банківської справи. – 2005. – № 1(18). – С. 38-43.
118. Журавка Ф. О. Валютно-курсова політика НБУ як фактор цінового впливу на конкурентоспроможність українських підприємств / Ф. О. Журавка // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : збірник наукових праць. Т. 18. – Суми : УАБС НБУ, 2006. – С. 73-81.
119. Журавка Ф. О. Методологічні підходи до управління фінансовими ризиками підприємства / Ф. О. Журавка, О. С. Журавка // Вісник



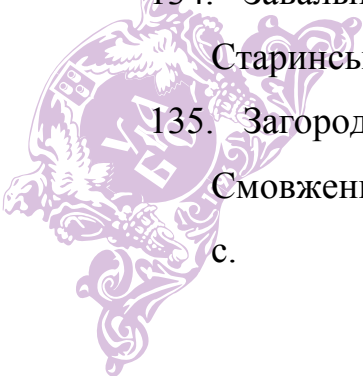
Української академії банківської справи. – 2006. – № 2(21). – С. 42-47.

120. Журавка Ф. О. Проблемні аспекти вибору оптимального режиму валютного курсу в Україні / Ф. О. Журавка // Вісник Української академії банківської справи. – 2007. – № 1(22). – С. 14-18.
121. Журавка Ф. О. Практичні аспекти використання валютних застережень у зовнішньоекономічних контрактах підприємств / Ф. О. Журавка // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : збірник наукових праць. Т. 19. – Суми : УАБС НБУ, 2007. – С. 146-152.
122. Журавка Ф. О. Ключові аспекти впровадження механізму переходу до більшої гнучкості обмінного курсу в Україні / Ф. О. Журавка // 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.
123. Журавка Ф. О. Методологічні підходи до класифікації режимів валютних курсів / Ф. О. Журавка // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : збірник наукових праць. – Суми : УАБС НБУ, 2007. – Вип. 21. – С. 82-89.
124. Журавка Ф. О. Ставка LIBOR як основний індикатор світового валютного ринку / Ф. О. Журавка // Вісник Української академії банківської справи. – 2007. – № 2(23). – С. 29-34.
125. Журавка Ф. А. Валютные интервенции НБУ как метод регулирования обменного курса гривны / Ф. А. Журавка // БизнесИнформ. – 2007. – № 12(2). – С. 162-165.
126. Журавка Ф. О. Валютно-курсова політика Національного банку України в умовах трансформаційної економіки : монографія / Ф. О. Журавка. – Суми : Ділові перспектив : УАБС НБУ, 2007. – 70 с.
127. Журавка Ф. О. Вплив девізної політики Національного банку України на обмінний курс гривні / Ф. О. Журавка // Актуальні проблеми



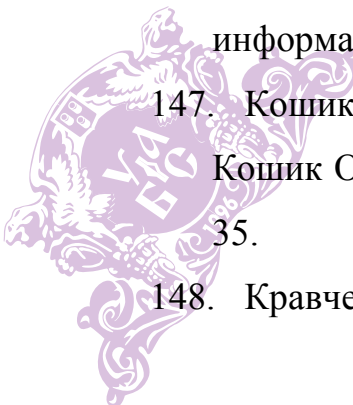
економіки. – 2008. – № 5(83). – С. 154-160.

128. Журавка Ф. О. Сучасні тенденції розвитку валютного ринку України / Ф. О. Журавка, І. О. Школьник // Європейський вектор економічного розвитку : збірник наукових праць. – Д. : Вид-во ДУЕП, 2008. – Вип. 1(4). – С. 16-21.
129. Журавка Ф. О. Дисконтна політика НБУ як інструмент реалізації валютної політики держави / Ф. О. Журавка // Соціально-економічні проблеми сучасного періоду України. Фінансовий ринок України: глобалізація та євроінтеграція : збірник наукових праць / НАН України, Інститут регіональних досліджень. – Львів, 2008. – С. 293-298.
130. Журавка Ф. А. Проблемные аспекты выбора оптимальной модели валютно-курсовой политики в Украине / Ф. А. Журавка // БизнесИнформ. – 2008. – № 6. – С. 85-87.
131. Журавка Ф. О. Роль фінансового ринку в розвитку національної економіки / Ф. О. Журавка, І. О. Школьник // Збірник наукових праць Черкаського державного технологічного університету. Серія “Економічні науки”. – Черкаси : ЧДТУ, 2008. – Випуск 20. – С. 30-34.
132. Журавка Ф. О. Проблемні аспекти вибору резервної валюти при формуванні та управлінні золотовалютними резервами: світові тенденції та Україна / Ф. О. Журавка // Вісник СевДТУ : збірник наукових праць. – Севастополь : СевНТУ, 2008. – Вип. 92 “Економіка і фінанси”. – С. 72-77.
133. Журавка Ф. О. Валютна політика в умовах трансформаційних змін економіки України : монографія / Ф.О. Журавка. – Суми : Ділові перспективи : ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2008. – 334 с.
134. Завальна Ж. В. Валютне право України : навч. посіб. / Завальна Ж. В., Старинський М. В. – Суми : Університетська книга, 2005. – 304 с.
135. Загородній А. Г. Фінансовий словник /. Загородній А. Г., Вознюк Г. Л., Смовженко Т. С. – 3-є вид., випр. та доп. – К. : Знання : КОО, 2000 – 587 с.



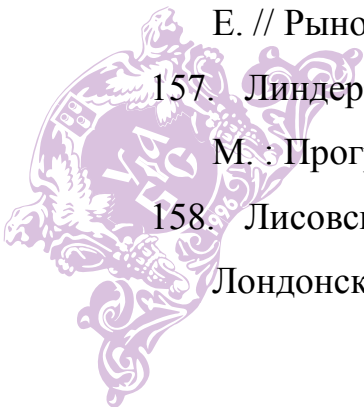


136. Золотов А. Ф. Международные валютно-кредитные отношения / Золотов А. Ф. – К. : МАУП, 2001. – 112 с.
137. Ионова И. В. Вопросы формирования валютной политики и регулирования валютной деятельности в России и за рубежом / Ионова И. В. // Расчеты и операционная работа в коммерческом банке. – 2003. – № 9. – С.77-90.
138. Иванко-Свинцицька І. Є. Співробітництво України з міжнародними фінансовими організаціями / Иванко-Свинцицька І. Є. // Фінанси України. – 2002. – №8. – С.54-59.
139. Іноземна валюта в Україні // Збірник систематизованого законодавства. – 2001. – № 13. – 226 с.
140. Кашпір Р. Євро і монетарна інтеграція України до Європейського простору / Кашпір Р. // Банківська справа. – 2003. – №3. – С.9-16.
141. Кернз В. Вступ до права Європейського Союзу : навч. посіб. : пер. з англ. / Кернз В. – К. : Знання : КОО, 2002. – 381 с.
142. Кидуэлл Д. С. Финансовые институты, рынки и деньги / Кидуэлл Д. С., Петерсон Р. Л., Блэкуэлл Д. У. – СПб. : Питер, 2000. – 752 с.
143. Козик В. В. Міжнародні економічні відносини / Козик В. В., Панкова Л. А., Даниленко Н. Б. – К. : Знання-Прес, 2002. – 406 с.
144. Колб Роберт У. Финансовые деривативы / Колб Роберт У. – М. : Филинь, 1997. – 359 с.
145. Колпаков В. К. Адміністративне право України : підручник. / Колпаков В. К. – К. : Юрінком Інтер, 1999. – 736 с.
146. Константинов Ю. Валютная политика России в аспекте экономического роста / Константинов Ю. // Бюллетень финансовой информации. – 2001. – № 8. – С. 4-20.
147. Кошик О. Грошово-кредитна політика та інституціональна реформа / Кошик О. // Вісник Національного банку України. – 1997. – №9. – С. 32-35.
148. Кравченко Л. М. Валютне регулювання і валютний контроль в Україні :



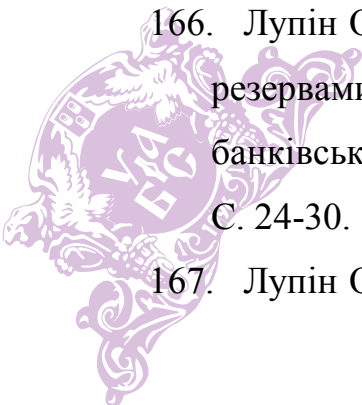


- навч. посіб. / Кравченко Л. М., Шапошников О. О. – К. : Київ. нац. торг.-екон. ун-т, 2001. – 102 с.
149. Кривцов О. С. Макроекономіка у запитаннях та відповідях : навч. посіб. / Кривцов О. С., Бережний В. М., Онегіна В. М. – Х. : Факт, 2003. – 199 с.
150. Кричевська Т. О. Середньострокова стратегія монетарної політики як новітній монетарний інститут: досвід країн Східної та Центральної Європи / Кричевська Т. О. // Стратегія монетарної політики: проблеми вибору та застосування. – К. : НБУ, 2002. – 269-275 с.
151. Круль О. Я. Шляхи забезпечення стабільного розвитку валютно-курсової політики в Україні / Круль О. Я. // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. – Суми : Ініціатив, 1998. – С. 92-97.
152. Круль О. Я. Проблеми вибору режиму курсоутворення в умовах становлення ринкової економіки / Круль О. Я. // Вісник Національного банку України. – 1998. – № 11. – С. 14-18.
153. Круш П. В. Стабілізація в транзитивних економіках: валютна політика / Круш П. В. // Формування ринкових відносин в Україні. – 2005. – № 2. – С. 11-13.
154. Крючкова І. Фундаментальні чинники зміцнення реального ефективного обмінного курсу гривні / Крючкова І. // Вісник Національного банку України. – 2005. – №1. – С. 16-21.
155. Кузнецова В. В. Валютная политика Китая / Кузнецова В. В. // Банковское дело. – 2002. – № 12. – С. 28-35.
156. Лазорина Е. Процентные деривативы и страхование рисков / Лазорина Е. // Рынок ценных бумаг. – 2001. – №1. – С. 76-83.
157. Линдерт П. Х. Экономика мирохозяйственных связей / Линдерт П. Х. – М. : Прогресс, 1992. – 520 с.
158. Лисовский А. В. Особенности проведения валютных операций на Лондонском рынке / Лисовский А. В. – М. : Финансовая Академия при

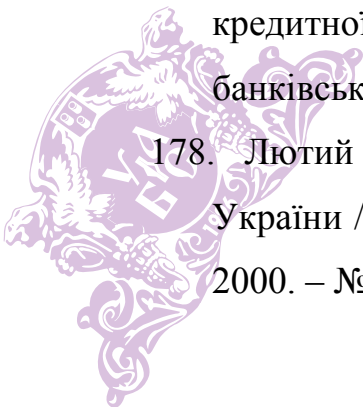


Правительство Российской Федерации, 1997. – 76 с.

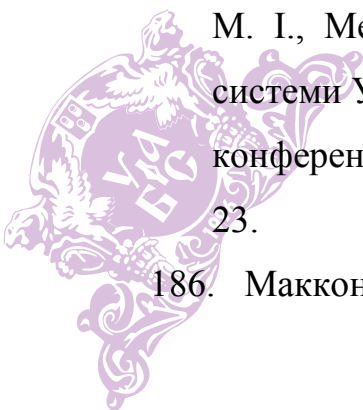
159. Лібералізація руху капіталу в ході євроінтеграції: досвід країн Центральної Європи : монографія / А.О. Єпіфанов, С.М. Козьменко, М.І. Макаренко, Ф.О. Журавка та ін. ; за заг. ред. д-ра екон. наук А. О. Єпіфанова. – Суми : УАБС НБУ, 2007. – 109 с.
160. Ліневич Ю. В. Законодавче регулювання доступу та діяльності філій іноземних банків у країнах з перехідною економікою / Ліневич Ю. В. // Актуальні проблеми економіки. – 2005. – №6(48). – С. 39-47.
161. Лопаткіна І. В. Валютна політика: ретроспективний аналіз / Лопаткіна І. В. // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : тези доповідей ІХ Всеукраїнської науково-практичної конференції (9-10 листопада 2006 р.) : збірник. – Суми : УАБС НБУ, 2006. – С. 66-68.
162. Лукінов І. І. Економічні трансформації (наприкінці ХХ сторіччя) / Лукінов І. І. – К. : Книга, 1997. – 456 с.
163. Лупін О. Б. Теоретичні підходи до обґрунтування оптимального рівня золотовалютних резервів / Лупін О. Б. // Банківська система України: теорія і практика становлення : в 2 т. Т.2. – Суми : Мрія-1 ЛТД : Ініціатива, 1999. – С. 355-362.
164. Лупін О. Б. Нові тенденції в управлінні золотовалютними резервами / Лупін О. Б. // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. Т.3. – Суми : Мрія-1 ЛТД : Ініціатива, 2000. – С. 147-150.
165. Лупін О. Б. Організаційна підтримка управління золотовалютними резервами Національного банку України / Лупін О. Б. // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. Т. 5. – Суми : Мрія ЛТД, 2002. – С. 43-46.
166. Лупін О. Б. Нові фінансові інструменти в управлінні золотовалютними резервами НБУ / Лупін О. Б. // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. Т. 9. – Суми : Мрія-1 ЛТД : УАБС, 2004. – С. 24-30.
167. Лупін О. Б. Інвестиційне планування в Національному банку України /



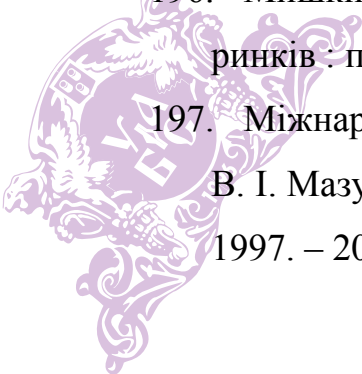
- Лупін О. Б. // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. Т.12. – Суми : Мрія-1 ЛТД : УАБС, 2005. – С. 94-98.
168. Лэттер Т. Выбор режима валютного курса / Лэттер Т. – Лондон : Центр по Изучению Деятельности Центральных Банков Англии, 1996. – 33 с.
169. Лютий І. О. Становлення та розвиток грошової системи в Україні / Лютий І. О. // Вісник Академії праці та соціальних відносин. – 1998. – №1. – С. 108-112.
170. Лютий І. О. Грошово-кредитна політика в умовах перехідної економіки / Лютий І. О. – К. : Атака, 1999. – 240 с.
171. Лютий І. О. Проблеми реалізації монетарної політики в Україні / Лютий І. О. // Фінанси України. – 1999. – №2. – С. 82-88.
172. Лютий І. О. Монетарна теорія та можливість її використання в процесі створення ринкового механізму в Україні / Лютий І. О. // Вісник Академії праці та соціальних відносин. – 1999. – №1. – С. 82-89.
173. Лютий І. О. Валютна політика як складова монетарної політики / Лютий І. О. // Академічний огляд. – 1999. – № 2. – С. 43-47.
174. Лютий І. О. Грошово-кредитна політика та особливості її реалізації в Україні / Лютий І. О. // Фінанси України. – 2000. – №1. – С. 20-25.
175. Лютий І. О. Валютна політика та перспективи входження України в міжнародне економічне співтовариство / Лютий І. О. – К.: Курс, 2000. – 60 с.
176. Лютий І. О. Роль грошово-кредитної політики НБУ в стабілізації кредитного ринку / Лютий І. О. // Банківська справа. – 2000. – №3. – С. 7-10.
177. Лютий І. О. Теоретичні засади та особливості механізму грошово-кредитної політики в Україні / Лютий І. О. // Вісник Української академії банківської справи. – 2000. – №1. – С. 6-8.
178. Лютий І. О. Проблеми становлення та розвитку грошового ринку України / Лютий І. О. // Вісник Академії праці та соціальних відносин. – 2000. – №1. – С. 95-100.



179. Макаренко М. І. Раціональні очікування у сучасних моделях монетарної стабілізації цін / Макаренко М. І. // Вісник Української академії банківської справи. – 2002. – № 1. – С. 20-24.
180. Макаренко М. І. Таргетування інфляції в грошово-кредитній політиці / Макаренко М. І. // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : збірник наукових праць. Т.6. – Суми, 2002. – С. 38-42.
181. Макаренко М. І. Забезпечення цінової стабілізації Європейським центральним банком / Макаренко М. І. // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. Т. 8. – Суми, 2003. – С. 121-125.
182. Макаренко М. І. Транскордонна міграція капіталу як фактор загострення міжнародної конкуренції на фінансових ринках / Макаренко М. І. // Міжнародна банківська конкуренція: Теорія і практика : збірник тез доповідей II Міжнародної науково-практичної конференції (31 травня – 1 червня 2007 р.). – Суми, 2007. – С. 65-67.
183. Макаренко М. І. Проблемні аспекти формування монетарної стратегії Національного банку України / Макаренко М. І. // Банківська система України в умовах глобалізації фінансових ринків : тези доповідей і виступів міжнародної науково-практичної конференції (15-16 листопада 2007р.). – Черкаси, 2007. – С. 130-172.
184. Макаренко М. І. Формування передумов переходу до інфляційного таргетування в Україні / Макаренко М. І. // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : Зб. тез доповідей X Всеукраїнської науково-практичної конференції (22-23 листопада 2007 р.) : у 2-х т. Т.2. – Суми, 2007. – С.17-19.
185. Макаренко М. І. Соціальний аспект монетарної політики / Макаренко М. І., Медвідь Т. В. // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : зб. тез доповідей X Всеукраїнської науково-практичної конференції (22-23 листопада 2007 р.) : у 2-х т. Т.2. – Суми, 2007. – С. 21-23.
186. Макконелл К. Р. Экономикс: Принципы, проблемы и политика : пер. с

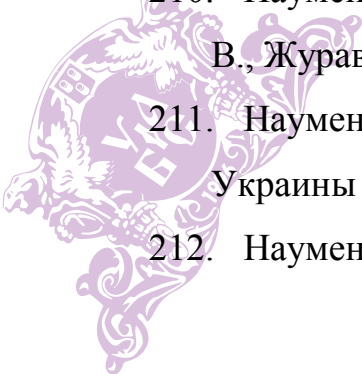


- англ. / Макконелл К. Р., Брю С. Л. – К. : ХаГар, 1998. – 785 с.
187. Маршалл Джон Ф. Рынок операций своп / Маршалл Джон Ф., Кэпнер К. Р. – Miami : Kolb Publishing Company, 1993. – 262 с.
188. Маршал Джон Ф. Финансовая инженерия / Маршал Джон Ф., Викул К. Бансал. – М. : Инфра-М, 1998. – 783 с.
189. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения : учебник / под ред. Л. Н. Красвиной. – 2-е изд., перераб. и доп. – М. : Финансы и статистика, 2000. – 608 с.
190. Международные экономические отношения. – М. : Интел-Синтез, 1998. – 368 с.
191. Миклошевская Н. А. Международная экономика : ученик / Миклошевская Н. А., Холопов А. В. – М. : МГУ им. М.В. Ломоносова : Дело и сервис, 1998. – 272 с.
192. Михайличенко С. Проблеми та перспективи розвитку валютно-курсової політики в Україні / Михайличенко С. // Вісник Національного банку України. – 1999. – № 2. – С. 10-15.
193. Михайличенко С. Лібералізація валютного ринку України / Михайличенко С. // Вісник Національного банку України. – 1999. – № 5. – С. 18-22.
194. Михайличенко С. Механізм курсоутворення та деякі аспекти його застосування до гривні / Михайличенко С. // Вісник Національного банку України. – 2004. – №4. – С. 10-19.
195. Михайлів З. В. Міжнародні кредитно-розрахункові відносини та валютні операції : навч. посіб. / Михайлів З. В., Гаталяк З. П., Горбаль Н. І. – Львів : Львівська політехніка, 2004. – 244 с.
196. Мишкін Ф. С. Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків : пер. з англ. / Мишкін Ф. С. – К. : Основи, 1998. – 963 с.
197. Міжнародні валютно-кредитні відносини : підручник / А. С. Філіпенко, В. І. Мазуренко, В. Д. Сікора та ін. ; за ред. А. С. Філіпенка. – К. : Либідь, 1997. – 208 с.



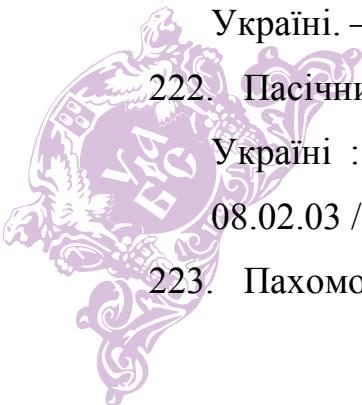


198. Міжнародні фінанси : підручник / О. І. Рогач, А. С. Філіпенко, Т. С. Шемет та ін.; за ред. О.І. Рогача. – К. : Либідь, 2003. – 784 с.
199. Міністерство економіки України [Електронний ресурс] : офіційний веб-сайт. – Режим доступу : <http://www.me.gov.ua>.
200. Міщенко В. І. Валютне регулювання / Міщенко В. І., Науменкова С. В. – Суми : Слобожанщина, 1995. – 52 с.
201. Міщенко В. І. Організація ф'ючерсного валютного ринку / Міщенко В. І., Науменкова С. В. // Фінанси України. – 1998. – № 10. – С. 60-69.
202. Моисеев С. Р. Международные валютно-кредитные отношения : учеб. пособ. / Моисеев С. Р. – М. : Дело и Сервис, 2003. – 576 с.
203. Мусієнко Т. Проблеми курсоутворення в Україні / Мусієнко Т. // Вісник Національного банку України. – 1999. – № 1. – С. 10-13.
204. Мусієнко Т. Особливості валютного регулювання в Україні / Мусієнко Т. // Вісник Національного банку України. – 1999. – № 5. – С. 22-25.
205. Мусієнко Т. Валютна політика та інвестиції / Мусієнко Т. // Вісник Національного банку України. – 1999. – № 12. – С. 11-15.
206. 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.
207. Мэнкью Г. Макроэкономика / Мэнкью Г. – М. : МГУ, 1994. – 732 с.
208. Наговицин А. Г. Валютная политика / Наговицин А. Г. – М. : Экзамен, 2000. – 512 с.
209. Наговицин А. Г. Валютный курс. Факторы. Динамика. Прогнозирование / Наговицин А. Г., Иванов В. В. – М. : ИНФРА-М, 1995. – 176 с.
210. Науменкова С. В. Валютне регулювання : навч. посіб / Науменкова С. В., Журавка Ф. О., Міщенко В. І. – Суми : УАБС НБУ, 1997. – 92 с.
211. Науменкова С. В. Проблемы сбалансированности денежного рынка Украины / Науменкова С. В. – К. : Наукова думка, 1997. – 55 с.
212. Науменкова С. В. Фінансовий ринок та інвестиції : збірник тестових





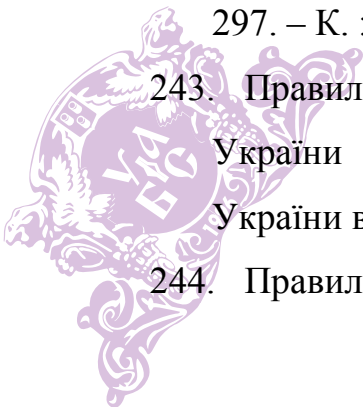
- вправ та завдань / Науменкова С. В., Андреев А. В., Журавка Ф. О. – К. : Знання, 2000. – 214 с.
213. Ніколенко О. В. Реформування системи управління золотовалютними резервами Національного банку України / Ніколенко О. В., Лупін О. Б. // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. Т. 7. – Суми : Мрія-1 ЛТД : УАБС, 2003. – С. 26-31.
214. Носкова И. Я. Международные валютно-кредитные отношения / Носкова И. Я.. – М. : ЮНИТИ, 1995. – 208 с.
215. Носкова И. Я. Финансовые и валютные операции / Носкова И. Я. – М. : ЮНИТИ, 1996. – 175 с.
216. Нужная В. М. Тенденции развития механизмов регулирования международных финансовых отношений / Нужная В. М. // Банковские услуги. – 2001. – № 9. – С. 2-8.
217. Овчинников Г. П. Международная экономика : учеб. пособ. / Овчинников Г. П. – СПб. : Полиус, 1998. – 620 с.
218. Основні засади грошово-кредитної політики на 2006 рік [Електронний ресурс] : затверджені рішенням Ради Національного банку України від 9 вересня 2005 р. № 17. – Режим доступу : [http // www.rada.gov.ua](http://www.rada.gov.ua)
219. Основы международных валютно-финансовых и кредитных отношений : учебник. – М. : ИНФРА-М, 1998. – 432 с.
220. От фиксированного курса к плавающему: нет причин для опасений / Карачадаг Чем, Дуттагупта Рупа, Фернандес Гилда, Ишии Шого // Финансы & развитие. – 2004. – №12. – С. 20-23.
221. Пасічник О. В. Про розмежування понять “валютно-курсова” та “валютна політика” / Пасічник О. В. // Формування ринкових відносин в Україні. – 2003. – № 11. – С. 7-9.
222. Пасічник О. В. Валютно-курсова політика та механізм її реалізації в Україні : автореф. дис. на здобуття науку ступеня канд. екон. наук : 08.02.03 / О. В. Пасічник ; Київ. Нац. екон. ун-т. – К., 2004. – 19 с.
223. Пахомов Ю. Національні економіки в глобальному конкурентному



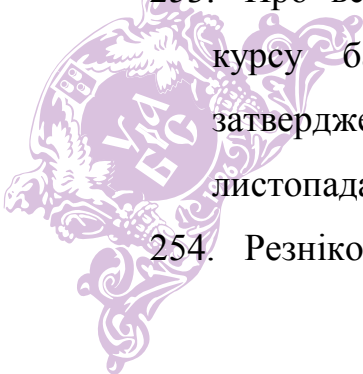
- середовищі / Пахомов Ю., Лук'яненко Д., Губський Б. – К. : Україна, 1997. – 237 с.
224. Пашко Е. А. Интеграция Украины в мировой валютный рынок / Пашко Е. А. // Економіка: проблеми теорії та практики : збірник наукових праць. – Дніпропетровськ : Дніпропетровський Національний Університет , 2002. – Вип. № 163. – С. 224-231.
225. Пашко Е. А. Современное состояние мирового валютного рынка / Пашко Е. А. // Вісник Донецького університету. Серія “Економіка і право”. – Донецьк : ДонНУ, 2001. – № 2. – С. 183-188.
226. Пашко Є. О. Механізм інтеграції України до світового валютного ринку / Є. О. Пашко ; Донецький нац. ун-т. – Донецьк, 2004. – 226 с.
227. 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.
228. Пешко М. Международные экономические, валютные и финансовые отношения / Пешко М. – М. : Прогресс, Универс, 1994. – 496 с.
229. Перспективи економічних відносин між Україною та Європейським Союзом [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [http : // www.case.com.pl / upload/ publikacja\\_plik/ 12615455\\_brochure.pdf](http://www.case.com.pl/upload/publikacja_plik/12615455_brochure.pdf).
230. Петрашко Л. П. Валютні операції : навч. посіб. / Петрашко Л. П. – К. : КНЕУ, 2001. – 214 с.
231. Петрик О. Проблема вибору цільового показника монетарної політики Національного банку України / Петрик О., Половнєв Ю. // Вісник Національного банку України. – №7. – 2003. – С. 8-14.
232. Петрик О. Якою має бути стратегічна ціль монетарної політики? / Петрик О. // Вісник Національного банку України. – 2004. – № 1. – С. 20-24.
233. Петрик О. Недооцінка гривні та її наслідки для монетарної політики / Петрик О. // Вісник Національного банку України. – 2005. – №2. – С. 3-5.



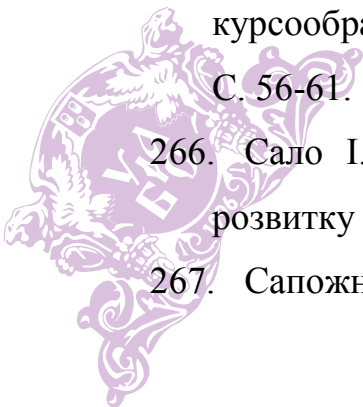
234. Петрик О. Перехід до більшої гнучкості обмінного курсу – виклик часу / Петрик О. // Вісник Національного банку України. – 2005. – №6. – С. 4-11.
235. Петрук О. М. Банківська справа / Петрук О. М. – К. : Кондор, 2004. – 461 с.
236. Пискулов Д. Ю. Теория и практика валютного дилинга / Пискулов Д. Ю. – М. : ИНФРА-М, 1996. – 224 с.
237. Плеханов Д. А. Мониторинг бивалютной политики Банка России / Плеханов Д. А. // Финансы и кредит. – 2006. – № 27. – С. 9-13.
238. Поважна Н. Я. Політика міжнародних фінансових організацій у країнах із перехідною економікою / Поважна Н. Я. // Фінанси України. – 2002. – №9. – С. 97-101.
239. Покровская В. В. Международные коммерческие операции и их регламентация. Внешнеторговый практикум / Покровская В. В. – М. : ИНФРА-М, 1996. – 326 с.
240. Поланські З. Досвід Польщі по лібералізації потоків капіталу і політиці гнучкого обмінного курсу [Електронний ресурс] / Поланські З. – Режим доступу : [http // www.research.by/pdf/Seminars/2005/20051216/09Polanski\\_ru.pdf](http://www.research.by/pdf/Seminars/2005/20051216/09Polanski_ru.pdf).
241. Попов Є. Є. Нова валютно-курсова політика України: переваги та недоліки / Попов Є. Є. // Формування ринкових відносин в Україні. – 2006. – № 8. – С. 20-22.
242. Порядок роботи з портфелями фінансових інструментів у вільно конвертованій валюті у Національному банку України : затверджений постановою Правління Національного банку України 09.09.1997 р. № 297. – К. : НБУ, 1997. – 11 с.
243. Правила використання готівкової іноземної валюти на території України : затверджені постановою Правління Національного банку України від 26.03.98 № 119. – К., 1998. – 16 с.
244. Правила здійснення операцій на міжбанківському валютному ринку



- України : затверджені постановою Правління Національного банку України від 15.04.98 №150. – К., 1998. – 5 с.
245. Правила проведення торгів у секції термінового ринку Української міжбанківської валютної біржі. – К., 1997. – 48 с.
246. Пресняков В. Валютное регулирование в зарубежных странах / Пресняков В., Соколов В. – М. : Год планеты, 1995. – 386 с.
247. Про зовнішньоекономічну діяльність [Електронний ресурс] : закон України від 16 квітня 1991 року № 959-XII. – Режим доступу : [http // www.rada.gov.ua](http://www.rada.gov.ua).
248. 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.
249. Про валютне регулювання [Електронний ресурс] : проект Закону України від 23.05.97 № 921. – Режим доступу : [http: //www.kmu.gov.ua](http://www.kmu.gov.ua).
250. Про Національний банк України [Електронний ресурс] : закон України від 20 травня 1999 року № 79-XIV. – Режим доступу : [http // www.rada.gov.ua](http://www.rada.gov.ua).
251. Про банки і банківську діяльність [Електронний ресурс] : закон України від 7 грудня 2000 року № 2121-III. – Режим доступу : [http // www.rada.gov.ua](http://www.rada.gov.ua).
252. 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>.
253. 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).
254. Резнікова О. Необхідність застосування валютних обмежень у період

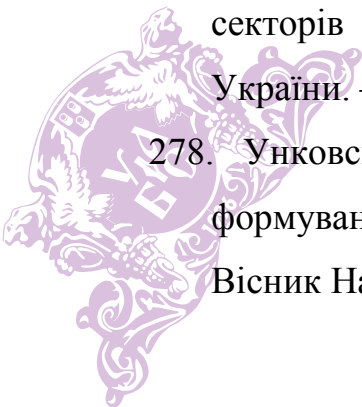


- ринкової трансформації економіки / Резнікова О. // Банківська справа. – 1999. – №6. – С. 50-52.
255. Родионов С. С. Денежно-кредитное регулирование капиталистической экономики / Родионов С. С., Бабичева Ю. А. – М. : Финансы и статистика. – 1991. – 176 с.
256. Романенко О. Р. Фінанси : підручник. / Романенко О. Р. – К. : Центр навчальної літератури, 2006. – 312 с.
257. Руденко Л. В. Розрахункові та кредитні операції у зовнішньоекономічній діяльності підприємства : підручник / Руденко Л. В. – К. : Лібра, 2002. – 304 с.
258. Руденко Л. В. Міжнародні кредитно-розрахункові і валютні операції: Підручник / Руденко Л. В. – К. : ЦУЛ, 2003. – 616 с.
259. Рут Ф. Ю. Міжнародна торгівля та інвестиції : пер. з англ. / Рут Ф. Ю. – К. : Основи, 1998. – 389 с.
260. Рэдхэд К. Управление финансовыми рисками / Рэдхэд К., Хьюс С. – М. : ИНФРА-М, 1996. – 288 с.
261. Рязанова Н. С. Міжнародні фінанси / Рязанова Н. С. – К. : КНЕУ, 2001. – 119 с.
262. Савельєв Є. В. Міжнародна економіка : підручник / Савельєв Є. В. – Тернопіль : Економічна думка, 2001. – 504 с.
263. Савлук М. Грошово-кредитна політика НБУ та оцінка її ефективності / Савлук М. // Вісник Національного банку України. – 1999. – №1. – С. 3-4.
264. Савченко А. Г. Макроекономічна політика : навч. посіб. / Савченко А. Г. – К. : КНЕУ, 2001. – 108 с.
265. Савченко А. Мы собираемся переходить к более гибкому курсообразованию / Савченко Александр // Бізнес. – 2006. – №47 (722). – С. 56-61.
266. Сало І. В. Фінансово-кредитна система України та перспективи її розвитку / Сало І. В. – К. : Наукова думка, 1995. – 178 с.
267. Сапожников Н. В. Валютные операции коммерческих банков. Правовое



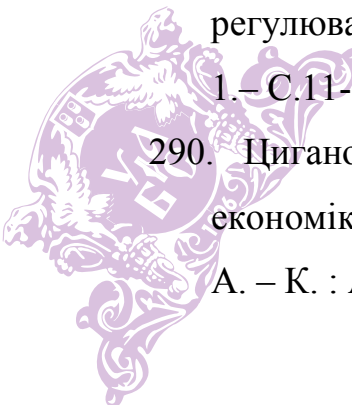


- регулювання / Сапожников Н. В. – М. : Юрист, 1999. – 256 с.
268. Саркисянц А. Г. Либералізація валютного регулювання: мировой опыт / Саркисянц А. Г. // Вопросы экономики. – 2002. – №5. – С. 7-10.
269. Семенов К. А. Международные валютные и финансовые отношения / Семенов К. А. – М. : ТЕИС, 2000. – 175 с.
270. Сенищ П. М. Організація роботи з валютними ф'ючерсами на Українській міжбанківській валютній біржі / Сенищ П. М.. – Суми : УАБС, 1998. – 33 с.
271. Симионов Ю. Ф. Валютные отношения / Симионов Ю. Ф., Носко Б. П. – Ростов-на-Дону : Феникс, 2001. – 320 с.
272. Сколотяний Ю. Стабільна гривня: головне не злякати / Сколотяний Юрій // Дзеркало тижня. – 2006. – №7 (586) – С. 9-10.
273. Сохацька О. М. Ф'ючерсні ринки: Історія, сучасність, перспективи становлення в Україні / Сохацька О. М. – Тернопіль : Економічна думка, 1999. – 408 с.
274. Стельмах В. Обмінний курс, інфляція та конкурентоспроможність економіки / Стельмах В., Петрик О. // Вісник Національного банку України. – № 9. – 2001. – С. 3-6.
275. 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.
276. Узлюк Т. А. Державне регулювання валютної системи в Україні / Узлюк Т. А // Фінанси України. – 1999. – № 8. – С. 114-120.
277. 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.
278. 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.



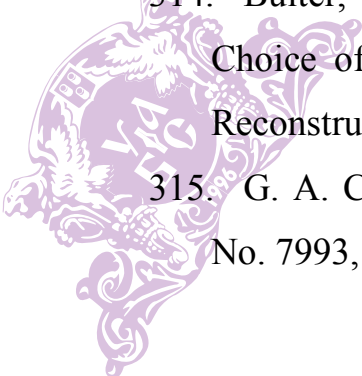


279. Фельдман А. Б. Основы рынка производных ценных бумаг / Фельдман А. Б. – М. : ИНФРА-М, 1996. – 96 с.
280. Финансовое право : учебник / под ред. О. Н. Горбуновой. – М. : Юристъ, 1996. – 400 с.
281. Фінансові ринки [Електронний ресурс] / Національний банк України. – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua>.
282. 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.
283. Центральний банк та грошово-кредитна політика : підручник / за ред. А. М. Мороза, М. Ф. Пуховкіної. – К. : КНЕУ, 2005. – 556 с.
284. Цимбал М. А. Валютні ризики та їх мінімізація / Цимбал М. А. // Фінанси України. – 1998. – № 10. – С. 70-73.
285. Чухно А. А. Передумови і наслідки грошових реформ у післявоєнний період / Чухно А. А. // Фінанси України. – 1997. – № 2. – С. 9-11.
286. Циганов С. А. Монетарна політика та її вплив на макроекономічну стабільність в Україні / Циганов С. А. // Вісник Української академії банківської справи. – 1998. – № 5. – С. 16-19.
287. Циганов С. А. Банківська система України в умовах становлення ринкових відносин (питання теорії і практики) : монографія / Циганов С. А. – К. : Знання, 1999. – 200 с.
288. Циганов С. А. Місце і роль Центрального банку у фінансово-кредитній системі країни / Циганов С. А. // Банківська справа. – 1999. – № 3. – С. 19-22.
289. Циганов С. А. Шляхи підвищення ефективності грошово-кредитного регулювання економіки / Циганов С. А. // Фінанси України. – 2000. – № 1. – С.11-19.
290. Циганов С. А. Генезис банківських систем у трансформаційних економіках: структурно-функціональний аналіз : монографія / Циганов С. А. – К. : Академпрес, 2006. – 412 с.



291. Цыганков П. А. Международные отношения / Цыганков П. А. – М. : Новая школа, 1996. – 320 с.
292. Черной Л. Об оптимальной валютной политике / Черной Л. // Экономист. – 2004. – № 8. – С.46-53.
293. Шамшетдінов Ю. Пріоритети валютно-курсової політики НБУ / Шамшетдінов Ю. // Вісник Національного банку України. – 2004. – № 8. – С. 9-11.
294. Шаповалов А. Стратегічні напрямки курсової політики України в умовах сталого економічного розвитку / Шаповалов Анатолій // Дзеркало тижня. – 2005. – №43(571) – С. 8-9.
295. Шаповалова М. Становлення монетарної та фіскальної політики в Україні / Шаповалова М., Єрліна Т. // Вісник Національного банку України. – 2004. – №10. – С. 4-7.
296. Шаров О. Деякі уроки валютної кризи / Шаров О // Вісник Національного банку України. – 1999. – № 1. – С. 8-10.
297. Щербаков С. Г. Обзор валютной политики и платежного баланса России / Щербаков С. Г. // Деньги и кредит. – 1999. – № 10. – С.40-44.
298. Щербакова О. Валютна політика Національного банку України / Щербакова О. // Вісник Національного банку України. – 2007. – №6. – С. 6-9.
299. Шпиг Ф. І. Перспективи лібералізації доступу іноземного капіталу в банківській системі / Шпиг Ф. І. // Банки та банківські системи. – 2006. – №1. – С. 15-29.
300. Юрлова Н. Окремі наслідки вступу до ЄС нових європейських держав / Юрлова Н. // Україна: аспекти праці. – 2006. – № 5. – С. 41-45.
301. Юровский Б. Деривативы – взгляд в будущее / Юровский Б. // Бухгалтерия. Налоги. Бизнес. – 1999. – № 19. – С. 32-33.
302. Юрчишин В. В. Валютні кризи : монографія / Юрчишин В. В. – К. : УАДУ, 2000. – 204 с.
303. Ющенко В. Курсоутворення в Україні та уроки інших країн із

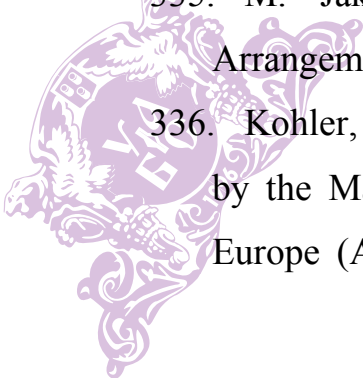
- перехідною економікою / Ющенко В., Лисицький В. // Вісник Національного банку України. – 1997. – № 7. – С. 2-8.
304. Ющенко В. Гроші: розвиток попиту та пропозиції в Україні / Ющенко В., Лисицький В. – К. : Скарби, 1998. – 288 с.
305. Ющенко В. А., Міщенко В. І. Управління валютними ризиками : навч. посіб. – К. : Знання, 1998. – 444 с.
306. Ющенко В. А., Міщенко В. І. Валютне регулювання : навч. посіб. – К. : Знання, 1999. – 359 с.
307. Ющенко В. Ключові проблеми монетарної та валютно-курсової політики в Україні // Вісник Національного банку України. – 2000. – № 2. – С. 3-5.
308. Alquist R., Chinn M. D. The Euro and the Productivity Puzzle: An Alternative Interpretation. – NBER. – 2002. – December. – P. 6.
309. A. Ariyoshi et al. Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization. – IMF Occasional Paper. – No. 190.
310. Balassa B. The Purchasing Power Parity Doctrine: A Reappraisal / Balassa B. // Journal of Political Economy. – 1964. – №72.– P. 584-596.
311. Banking Information & Regulation [Електронний ресурс] / Board of Governors of the Federal Reserve System. – Режим доступу : <http://www.federalreserve.gov/pf/pdf/frspurp/pdf>.
312. Barth, Richard, and Chorng-Huey Wong (eds.). Approaches to Exchange Rate Policy. – Washington : International Monetary Fund, , 1994.
313. Baxter, Marianne, and Alan C. Stockman. Business Cycles and the Exchange Rate System: Some Internal Evidence. – Massachusetts : National Bureau of Economic Research, Cambridge, , 1988.
314. 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.
315. G. A. Calvo & C. M. Reinhart “Fear of Floating”, NBER Working Paper, No. 7993, November 2000 // [www.nber.org/papers](http://www.nber.org/papers).



316. 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.
317. Coricelli, Fabrizio. 2001. "Exchange rate arrangements in the transition to EMU: Some arguments in favor of an early adoption of the euro," / University of Sienna, CEPR and central European University, January.
318. 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.
319. Dean, James W. 1996. "The European Common Currency: A North American View," Ernest Sykes Memorial Lecture for the British Chartered Institute of Bankers, Gibsons Hall, Natwest Centre, Bishopsgate, London. Published as a monograph by Bankers' Books Limited, Bishopsgate, London.
320. Dean, James W. 1997. "Is the European Common Currency Worth It?" Challenge, Vol. 40, No. 3, May/June, pp. 57 - 74.
321. Dean, James W. 2001a. "Should Latin America's common law marriages to the US dollar be legalized? Should Canada's?" // Journal of Policy Modeling, 23, pp. 291 – 300.
322. Dean, James W. 2001b. "Robert A. Mundell: Consensual Frameworks for Continuing Controversies" Central Banker, Summer. In Abu Wahid, The Frontiers of Economics: Nobel Laureates in Economics, Westport, CT: Greenwood Publishing Group, 2002.
323. Dean, James W. 2002. "The Economic Case Against the Euro" In Patrick Crowley, ed. Before and Beyond EMU, Routledge.
324. Dean, James W., Dominick Salvatore and Thomas Willett, eds. 2002. The Dollarization Debate (with Dominique Salvatore and Thomas Willett), Oxford University Press.
325. Dzvnik, Roman. 2002. "How does the unofficial economy interact with the official one? The Case of Ukraine" EERC Kyiv-Mohyla MA thesis.



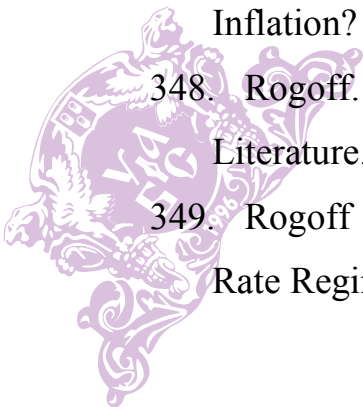
326. Fatum R. On the effectiveness of sterilized foreign exchange intervention. Working paper №10. ECB, 2000.
327. Fischer, Stanley (2001) “Exchange rate regimes: Is the bipolar view correct?” paper prepared for the meetings of the American Economic Association, New Orleans, January 6 // [www.imf.org](http://www.imf.org).
328. Frankel J.A. «No Single Currency Regime is Right for All Countries or at All Times», NBER Working Paper, No 7338, September 1999 // [www.nber.org/papers](http://www.nber.org/papers).
329. Friedman, Milton. The Case For Flexible Exchange Rates, in Essays in Positive Economics. – Chicago, University of Chicago Press, 1953.
330. Ghosh, Atish, Anne-Marie Gulde, Jonathan Ostry, and Holger Wolf. Does the Nominal Exchange Rate Regime Matter? // IMF Working Paper. – 1995. – Vol. 121.
331. 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.
332. Gluck, Heinz and Eduard Hochreiter. 2001. “Exchange Rate Policy in the Transition to Accession: Any Lessons from the Austrian Experience?” paper prepared for the Conference “When is a national currency a luxury?” London Business School, March 16-17.
333. Gottschalk, Jan and David Moore. 2001. “Implementing Inflation Targeting Regimes: The Case of Poland,” Journal of Comparative Economics 29, pp.24-39.
334. Gros, Daniel. 2001. “Five Years to the Euro for the CEE-3?” CEPS Policy Brief No.3, April 2001.
335. M. Jakubiak “Design and Operation of Existing Currency Board Arrangements”, CASE Studies and Analyzes, No. 203, 2000. – P. 7-14.
336. Kohler, Horst. 2001. “New Challenges for Exchange Rate Policy”, Remarks by the Managing Director of the International Monetary Fund at the Asia-Europe (ASEM) Meeting of Finance Ministers, Kobe, Japan, January 13 //





[www.imf.org](http://www.imf.org).

337. Krugman, Paul. Exchange Rate Instability. – MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 1989.
338. Masson, Paul R. 1999. “Monetary and exchange rate policy of transition economies of Central and Eastern Europe after the launch of EMU”, IMF Policy Discussion Paper NO.5, International Monetary Fund, Washington DC, July.
339. Mundell, Robert, “Currency Areas, Volatility and Intervention”, Journal of Economic Modelling, 2000.
340. Mussa, Michael. Nominal Exchange Rate Regimes and the Behavior of Real Exchange Rates, Evidence and Implications, in Real Business Cycles, Real Exchange Rates, and Actual Policies. Edited by Karl Brunner and Alan Meltzer. – North-Holland, Amsterdam, 1986.
341. Natenberg, S. Option Volatility and Pricing Strategies, Chicago, 1988
342. Noland M. Restructuring Korea's financial Sector for Greater competitiveness // Institute for International Economics Working Paper 96-14. – P. 1-37.
343. Nurkse, Ragnar. International Currency Experience. – League of Nations, Geneva, 1944.
344. Obstfeld, Maurice. Floating Exchange Rates: Experience and Prospects // Brookings Papers on Economic Activity. – 1985. – Vol. 2.
345. Orlowski, Lucjan. 1998. “Exchange Rate Policies in Central Europe and Monetary Union” Comparative Economic Studies, XXXX, No.3, pp. 58-78.
346. Pringle R., Carver N. RBS Reserve Management Trends, 2007 // Central banking publications. – 2007. – 169 p.
347. Quirk, Peter. Fixed or Floating Exchange Regimes: Does It Matter For Inflation? // IMF Working Paper. – 1994. – Vol. 134.
348. Rogoff. The Purchasing Power Parity Puzzle // Journal of Economic Literature. – 1996. – Vol. 34. – P. 647- 668.
349. Rogoff Kenneth and others. 2004 Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes. – IMF Occasional paper. – № 229.





350. Sachs, Jeffrey D., “Economic Transition and the Exchange-Rate Regime,” // American Economic Review. – Vol. 86, Issue 2. – pp.147-152, May 1996.
351. Sound Practices in the Management of Foreign Exchange Reserves: Approved by International Monetary Fund. – Washington D.C., 2007.
352. Szapary, Gyorgy. 2000. “Maastricht and the choice of Exchange Rate regime in Transition Countries during the run-up to EMU,” NBER Working Paper.
353. The Choice of Exchange Rate Regime for a Smaller Economy : A Survey of Some Key Issues, in Choosing an Exchange Rate Regime. Edited by Victor Argy and Paul De Grauwe. – International Monetary Fund, Washington, 1990.
354. The voice of banking & financial services [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bba.org.uk>.
355. Tiffin A. Competitiveness, Convergence, and the Equilibrium Real Exchange-Rate 2004-2012. Draft Selected Issues. Ukraine : IMF. – 2004.



## Додаток А

## Переваги та недоліки режиму фіксованого валютного курсу

Основні переваги	Основні недоліки
1. Режим фіксованого курсу, якщо він стабільний, забезпечує надійну основу для ефективного планування та ціноутворення, допомагаючи, тим самим, розвитку інвестиційної діяльності та міжнародної торгівлі.	1. Якщо даному режиму не повністю довіряють, то він може піддатися спекулятивним атакам. Це матиме негативні наслідки для монетарної стабільності економіки країни в цілому та її валютних резервів, зокрема. В кінцевому результаті арбітражні операції можуть зумовити відмову від фіксованого курсу.
2. Режим фіксованого валютного курсу обмежує внутрішню грошово-кредитну політику: даний стримуючий фактор у сфері грошово-кредитної політики часто розглядається як дисциплінуючий захід проти прийняття економічної політики, яка суттєво відрізняється від політики країни, до валюти якої прив'язана національна валюта.	2. Не існує надійного способу, щоб визначити, чи є вибраний курс оптимальним та стабільним. Ні уряд, ні центральний банк не можуть з впевненістю стверджувати, що вони краще за ринок знають, в якій точці знаходиться курс рівноваги.
3. Фіксований режим є оптимальним, якщо правильно визначити рівноважний валютний курс та підтримувати його на певному рівні.	3. Хоча фіксований валютний курс є важливим для монетарних цілей, він дуже часто не відповідає реальному (реальному ефективному) курсу, який в більшості випадків є більш об'єктивним ринковим індикатором.
4. Режим фіксованого курсу, який дисциплінує грошово-кредитну політику, може застосовуватись у випадках, коли фінансові інструменти та фінансові ринки є недостатньо розвинутими для проведення ринкової грошово-кредитної політики.	4. Фіксований режим вимагає, щоб центральний банк був завжди готовий до проведення інтервенцій на валютному ринку з метою його підтримки. Після цього необхідно прийняти рішення про те, що робити з внутрішніми наслідками інтервенцій (наприклад, чи потрібно робити «валютну стерилізацію»).
	5. Центальному банку необхідно мати достатню кількість валютних резервів.
	6. Орієнтація на грошово-кредитну політику іншої країни не завжди буває вигідною.

## Додаток Б

## Режими валютних курсів у деяких країнах Європи

№ пор.	Країна	Режим валютного курсу
1	Азербайджан	Фіксований курс
2	Болгарія	Валютне бюро (Currency board)
3	Боснія	Валютне бюро (Currency board)
4	Вірменія	Фіксований курс
5	Грузія	Фіксований курс
6	Естонія	Валютне бюро (Currency board)
7	Казахстан	Фіксований курс
8	Кіпр	Керований плаваючий курс
9	Латвія	Валютне бюро (Currency board)
10	Литва	Валютне бюро (Currency board)
11	Молдова	Керований плаваючий курс
12	Польща	Вільно плаваючий курс
13	Росія	Повзуча прив'язка
14	Румунія	Керований плаваючий курс
15	Словаччина	Керований плаваючий курс (до 2009р.)
16	Словенія	Фіксований курс у рамках механізму ERM-II (до 2007р.)
17	Туреччина	Вільно плаваючий курс
18	Угорщина	Валютний коридор
19	Україна	Фіксований курс
20	Хорватія	Фіксований курс
21	Чехія	Керований плаваючий курс



## Додаток В

## Структурна схема платіжного балансу

Стаття платіжного балансу	Надходження (+), платежі (-)
<b>I. Рахунок поточних операцій</b>	
Експорт товарів	
Імпорт товарів	
<i>Всього: торговий баланс</i>	
Надходження від реалізації послуг	
Платежі за отримані послуги	
<i>Всього: баланс послуг</i>	
<b><i>Всього: баланс товарів і послуг</i></b>	
Доходи (сальдо)	
Поточні трансферти (сальдо)	
<b>II. Рахунок операцій з капіталом та фінансових операцій</b>	
Рахунок операцій з капіталом	
Фінансовий рахунок	
Прямі інвестиції	
Портфельні інвестиції	
Інші інвестиції	
<b>III. Резервні активи</b>	
<b>IV. Помилки та упущення</b>	
<b>Баланс</b>	

Державна  
"УКРАЇНСЬКА АГЕН  
НАЦІОНАЛЬНА



## Додаток Д

Показники платіжного балансу, зовнішнього боргу, золотовалютних резервів та обмінного курсу

Період	Сальдо поточного рахунку платіжного балансу*		Експорт товарів та послуг*		Імпорт товарів та послуг*		Валовий зовнішній борг, на кінець періоду		Офіційні резервні активи, на кінець періоду млн. дол. США	Офіційний курс гривні щодо долара США, на кінець періоду грн. за 100 дол. США
	млн. дол. США	у % до ВВП	млн. дол. США	у % до ВВП	млн. дол. США	у % до ВВП	млн. дол. США	у % до ВВП		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2002	3 173	7.5	23 351	55.1	21 494	50.7	21 645	51.1	4 469	532.66
2003	2 891	5.8	28 953	57.8	27 665	55.2	23 811	47.5	6 943	533.27
2004	6 909	10.6	41 291	63.6	36 313	56.0	30 647	47.2	9 715	531.92
2005	2 531	2.9	44 378	51.3	43 707	50.6	39 619	45.9	19 391	512.47
2006	-1 617	-1.5	50 239	46.6	53 307	49.5	54 512	50.6	22 358	505.00
1 квартал	-766	-3.6	10 399	49.4	11 533	54.8	41 006	45.1	17 291	505.00
2 квартал	-1	...	12 189	...	12 618	...	42 599	...	17 675	505.00
1 півріччя	-767	-1.7	22 588	49.0	24 151	52.4	42 599	44.4	17 675	505.00
3 квартал	504	...	14 321	...	14 151	...	46 235	...	19 166	505.00
9 місяців	-263	-0.3	36 603	48.4	38 302	50.2	46 235	45.4	19 166	505.00
4 квартал	-1 354	...	13 330	...	15 005	...	54 512	...	22 358	505.00
рік	-1 617	-1.5	50 239	46.6	53 307	49.5	54 512	50.6	22 358	505.00
2007	-5 918	-4.2	64 001	45.3	71 877	50.9	84 522	59.9	32 479	505.00
1 квартал	-1 081	-4.0	13 369	49.1	15 054	55.2	59 761	52.4	22 992	505.00
2 квартал	-622	-1.9	15 775	48.3	17 028	52.1	65 285	...	25 914	505.00
1 півріччя	-1 703	-2.8	29 144	48.6	32 082	53.5	65 285	53.7	25 914	505.00
3 квартал	-312	-0.8	17 523	44.8	18 593	47.6	74 223	...	30 665	505.00
9 місяців	-2 015	-2.0	46 667	47.1	50 675	51.2	74 223	56.9	30 665	505.00
4 квартал	-3 257	-7.7	17 334	41.1	21 478	50.9	84 522	...	32 479	505.00
рік	-5 272	-3.7	64 001	45.3	72 153	51.1	84 522	59.9	32 479	505.00
2008										
1 квартал	-3 678	-10.0	17 531	47.4	21 905	59.3	92 488	61.0	33 231	505.00
2 квартал	-3 091	-6.3	23 601	48.2	27 163	55.5	100 062	59.9	35 452	484.89
1 півріччя	-6 769	-7.9	41 132	47.9	49 068	57.1	100 062	59.9	35 452	484.89

\*Дані за 2007 рік та I квартал 2008 року було переглянуто за рекомендацією технічної місії МВФ з питань статистики зовнішнього сектору, а також внаслідок уточнення звітних даних, які використовуються для складання платіжного балансу.



## Додаток Е

Розподіл повноважень у процесі управління  
золотовалютними резервами

Рівень	Функції та повноваження
1. Правління Національного банку України	<ul style="list-style-type: none"> <li>- визначення цілей та основних принципів управління золотовалютними резервами Національного банку України;</li> <li>- встановлення мінімального (цільового) обсягу золотовалютних резервів;</li> <li>- встановлення загальних правил валютної диверсифікації золотовалютних резервів НБУ;</li> <li>- встановлення обмежень щодо рівня ризиків, що готовий взяти на себе Національний банк України;</li> <li>- затвердження нормативно-правових актів щодо управління золотовалютними резервами,</li> <li>- визначення організаційної структури підрозділів, що задіяні в процесі управління золотовалютними резервами НБУ;</li> <li>- встановлення повноважень посадових осіб Національного банку щодо підписання фінансових угод, що укладаються в процесі управління золотовалютними резервами НБУ</li> </ul>
2. Комітет з управління активами та пасивами НБУ	<ul style="list-style-type: none"> <li>- розподіл коштів золотовалютних резервів у портфелі;</li> <li>- затвердження інвестиційних еталонів портфелів золотовалютних резервів;</li> <li>- здійснення контролю за ризиками і результатами фінансової діяльності за операціями із золотовалютними резервами НБУ, встановлення кредитних та інших лімітів;</li> <li>- забезпечення координації діяльності структурних підрозділів Національного банку України;</li> <li>- надання звітності Голові та Правлінню НБУ</li> </ul>
3. Директор департаменту валютного регулювання	<ul style="list-style-type: none"> <li>- здійснення оперативного контролю за дотриманням інвестиційних еталонів та обмежень ризику;</li> <li>- прийняття оперативних рішень щодо здійснення стандартних операцій із золотовалютними резервами у сумі, що перевищує 50 млн. доларів США;</li> <li>- здійснення щомісячного моніторингу рівня ліквідності та дохідності золотовалютних резервів</li> </ul>



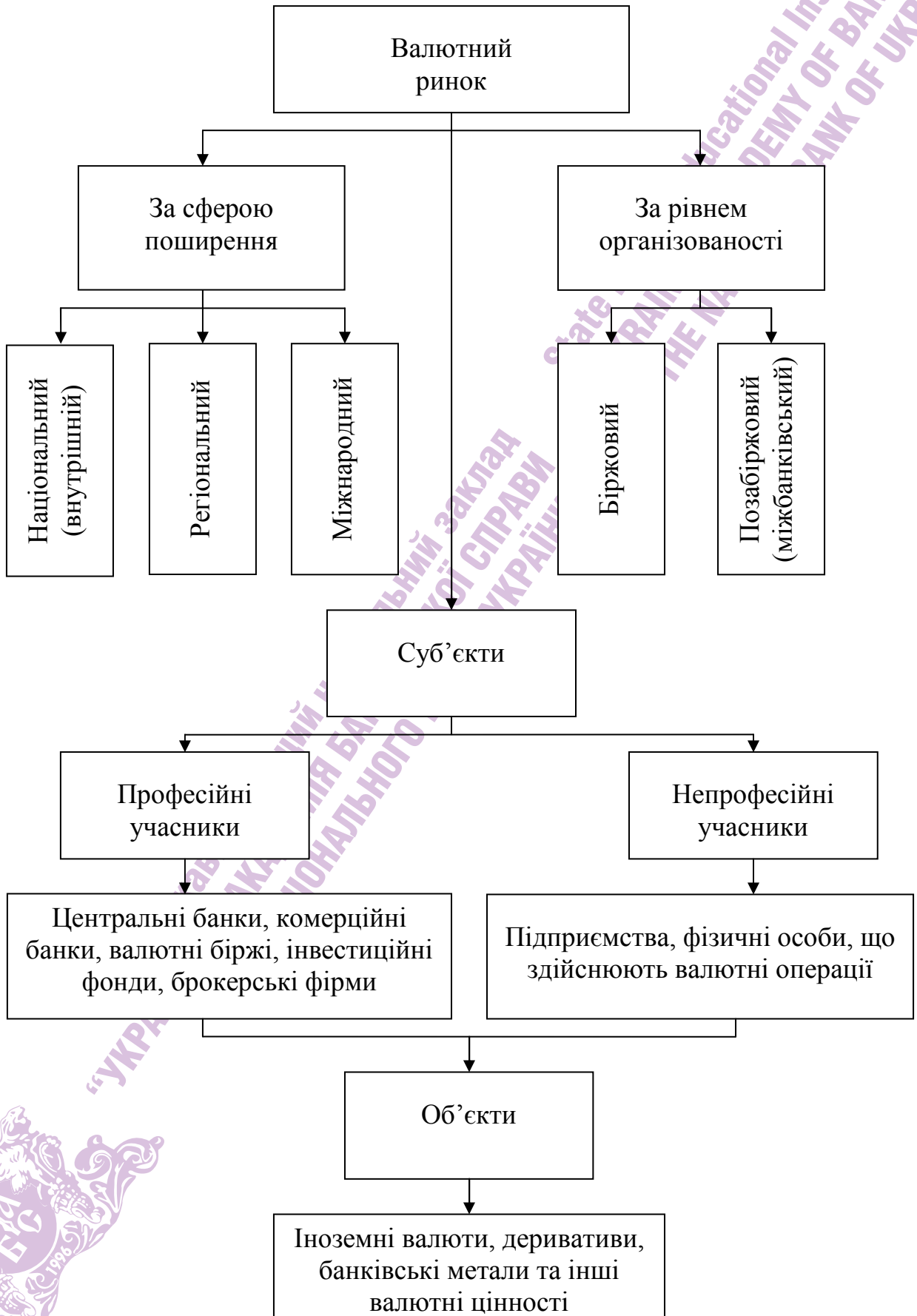
Рівень	Функції та повноваження
4. Начальник управління валютних операцій	<ul style="list-style-type: none"> <li>- прийняття оперативних рішень щодо здійснення стандартних операцій із золотовалютними резервами у сумі від 20 до 50 млн. доларів США;</li> <li>- здійснення контролю за дотриманням лімітів на всі види ризику;</li> <li>- визначення окремих фінансових інструментів (з дозволеного переліку) для інвестування коштів золотовалютних резервів;</li> <li>- забезпечення відповідного рівня ліквідності золотовалютних резервів</li> </ul>
5. Начальник відділу операцій із золотовалютними резервами	<ul style="list-style-type: none"> <li>- забезпечення укладання угод з прийнятними контрагентами та фінансовими інструментами у межах затверджених лімітів;</li> <li>- прийняття оперативних рішень щодо здійснення стандартних операцій із золотовалютними резервами у сумі, що не перевищує 20 млн. доларів США;</li> <li>- забезпечення наявності, достовірності та повноти інформації за кожною з укладених угод із золотовалютними резервами для здійснення незалежного підтвердження та розрахунками за угодами</li> </ul>

Державний вищий  
 «УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ  
 НАЦІОНАЛЬНОГО  
 БАНКІВСТВА»



## Додаток Ж

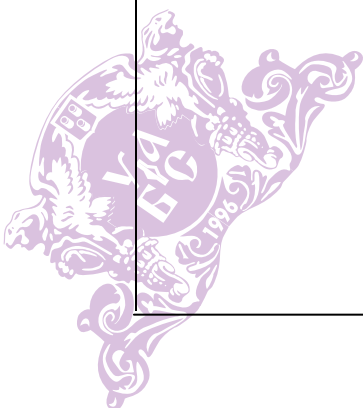
## Структура валютного ринку



## Додаток 3

## Класифікація валютних опціонів

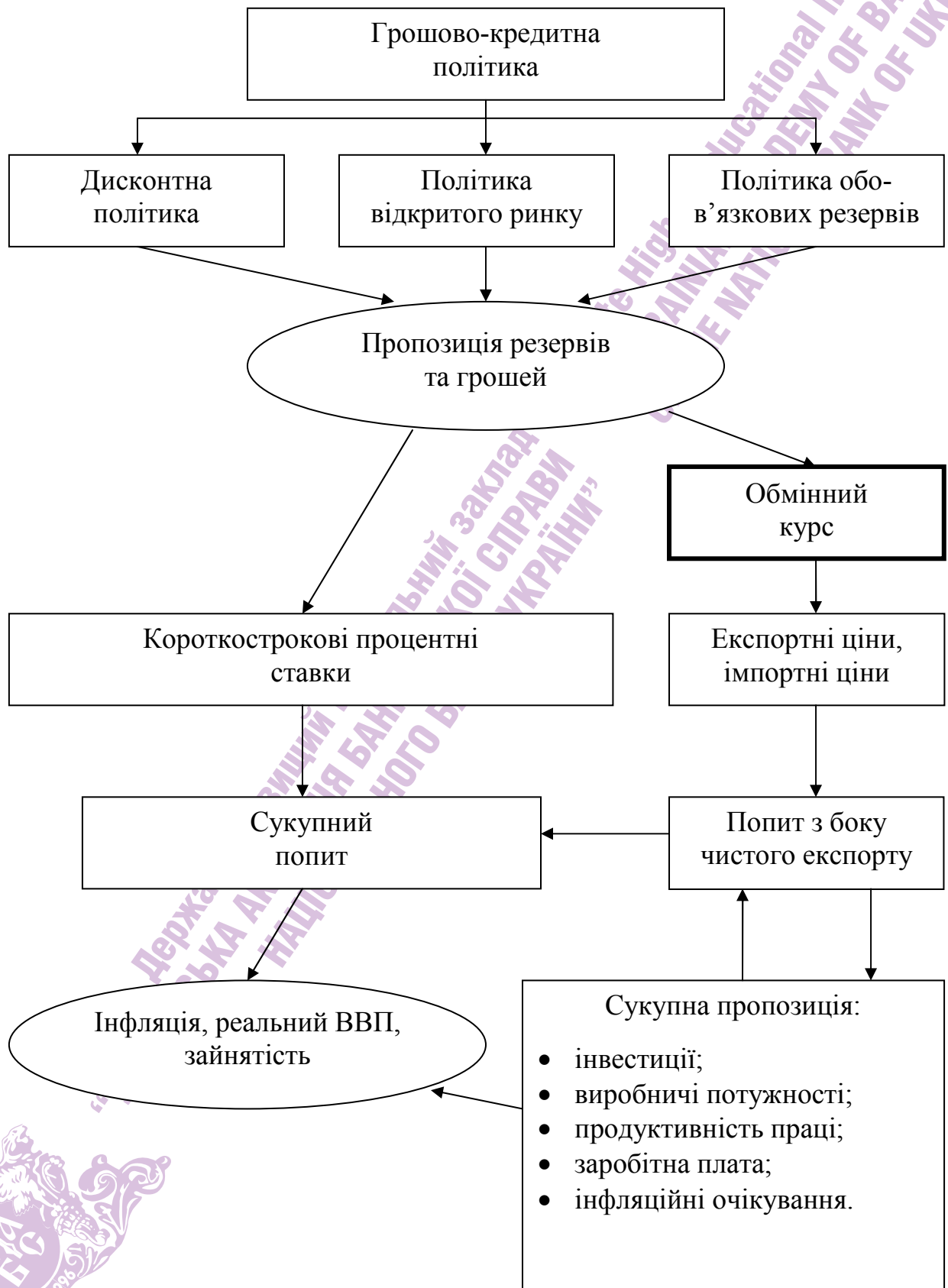
Класифікаційна ознака	Вид опціону	Характеристика
1. Вид операції	кол	Надає право власнику (покупцю) купити певну суму іноземної валюти.
	пут	Надає право власнику (покупцю) продати певну кількість іноземної валюти.
2. Ринкова приналежність	біржовий	Продається, купується та виконується на біржовому ринку.
	позабіржовий	Продається, купується та виконується на позабіржовому (міжбанківському) ринку.
3. Момент здійснення	європейський	Здійснення опціону відбувається після вимоги покупця у строго встановлений момент (як правило, в останній день опціонного періоду).
	американський	Виконання опціону відбувається будь-коли протягом опціонного періоду відразу ж після першої вимоги покупця до продавця.
	із затримкою здійснення	Здійснення опціону відбувається продавцем протягом певного періоду з моменту першої відповідної вимоги покупця.
4. Обмеження прав держателя (покупця)	стандартний	Право покупця здійснити опціон у визначений момент або протягом певного періоду часу існує на протязі усього опціонного періоду.
	бермудський	Автоматичне виконання опціону відбувається незалежно від бажання покупця у випадку настання певної події.
	бар'єрний ін-опціон	Право покупця здійснити опціон виникає лише після настання обумовленої події.
	бар'єрний аут-опціон	Право покупця виконати контракт існує до настання обумовленої події.



Класифікаційна ознака	Вид опціону	Характеристика
5. Метод визначення ціни виконання	стандартний	Ціна реалізації опціону визначається в момент укладення угоди.
	азійській	Ціна виконання розраховується в момент здійснення опціону, як середній поточний валютний курс на ринку «спот» за весь опціонний період.
	російський	Ціна реалізації визначається як найбільш вигідний валютний курс для власника опціону на ринку «спот» за весь опціонний період.
6. Наявність валютного покриття опціону	покритий	Передбачає наявність необхідної для виконання зобов'язань за опціоном суми базового активу (валюти) у продавця протягом усього опціонного періоду (американський опціон).
	непокритий	Не передбачає наявності необхідної суми валюти у продавця опціону протягом дії опціону (європейський опціон).
7. Спосіб маржування	опціон типу «ап-фронт»	Опціонна премія сплачується покупцем в момент укладення угоди.
	опціон ф'ючерсного типу	Опціонна премія сплачується в момент виконання (невиконання) контракту.
8. Базовий актив контракту	стандартний	Базовим активом даного опціону є певна валюта, що була визначена в момент укладення угоди.
	поставка за вибором	Держатель опціону має право вибору певної валюти з обумовленого в момент укладення угоди переліку валют.
	складний опціон	Базовим активом даного опціону є інший опціон.
	опціон на ф'ючерс	Базовим активом даного опціону є ф'ючерсний контракт.
	свопціон	Базовим активом даного опціону є право на здійснення «свопу».
9. Базовий актив — процентна ставка	кеп	Встановлення верхньої межі % ставки
	флор	Встановлення нижньої межі % ставки
	колар	Встановлення верхньої та нижньої межі % ставки

## Додаток И

## Загальні інструменти реалізації валютної політики



## Додаток К

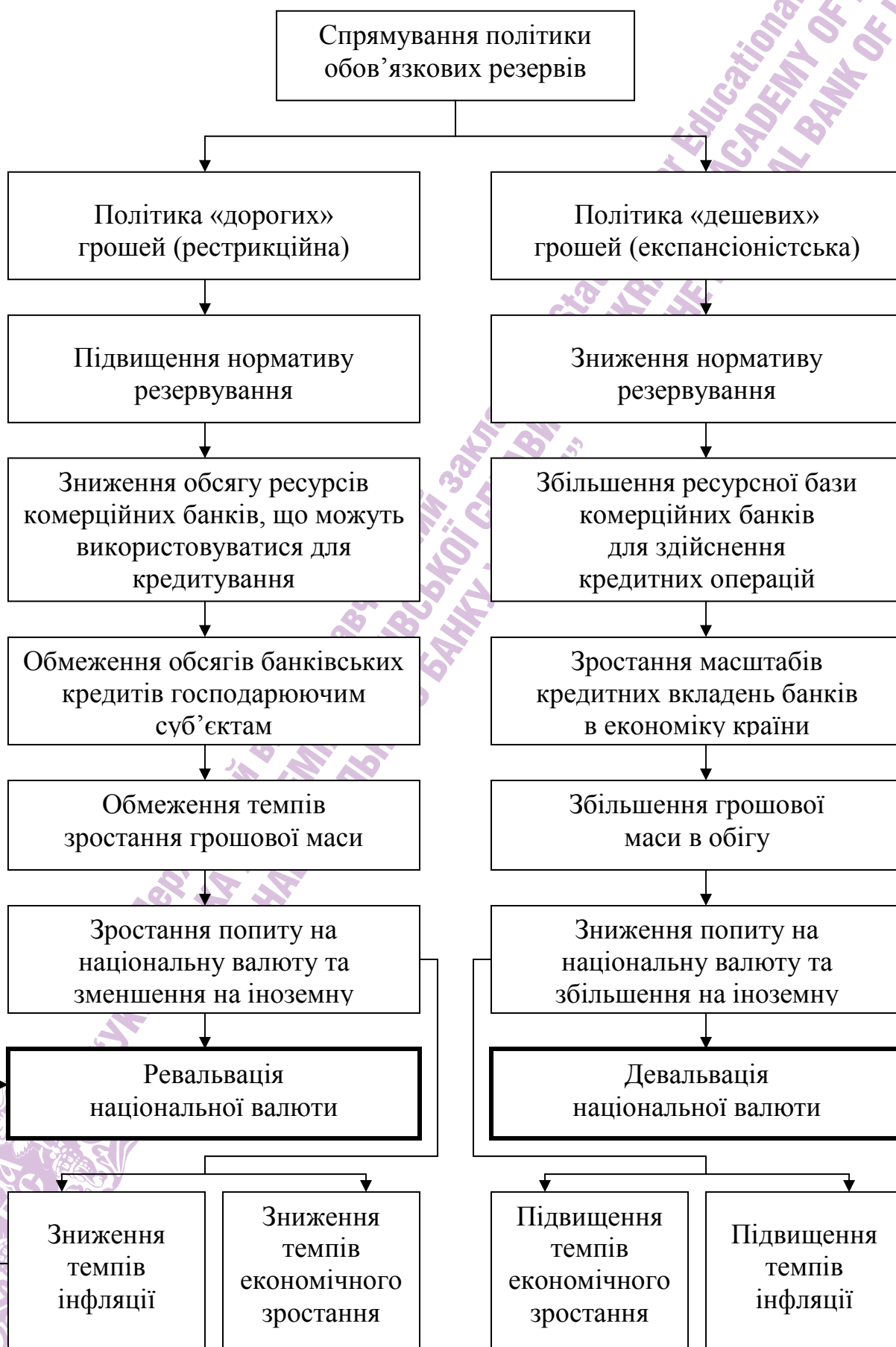
## Механізм реалізації дисконтної політики та його вплив на обмінний курс національної валюти





## Додаток Л

Механізм реалізації політики обов'язкових резервів та його вплив на обмінний курс національної валюти

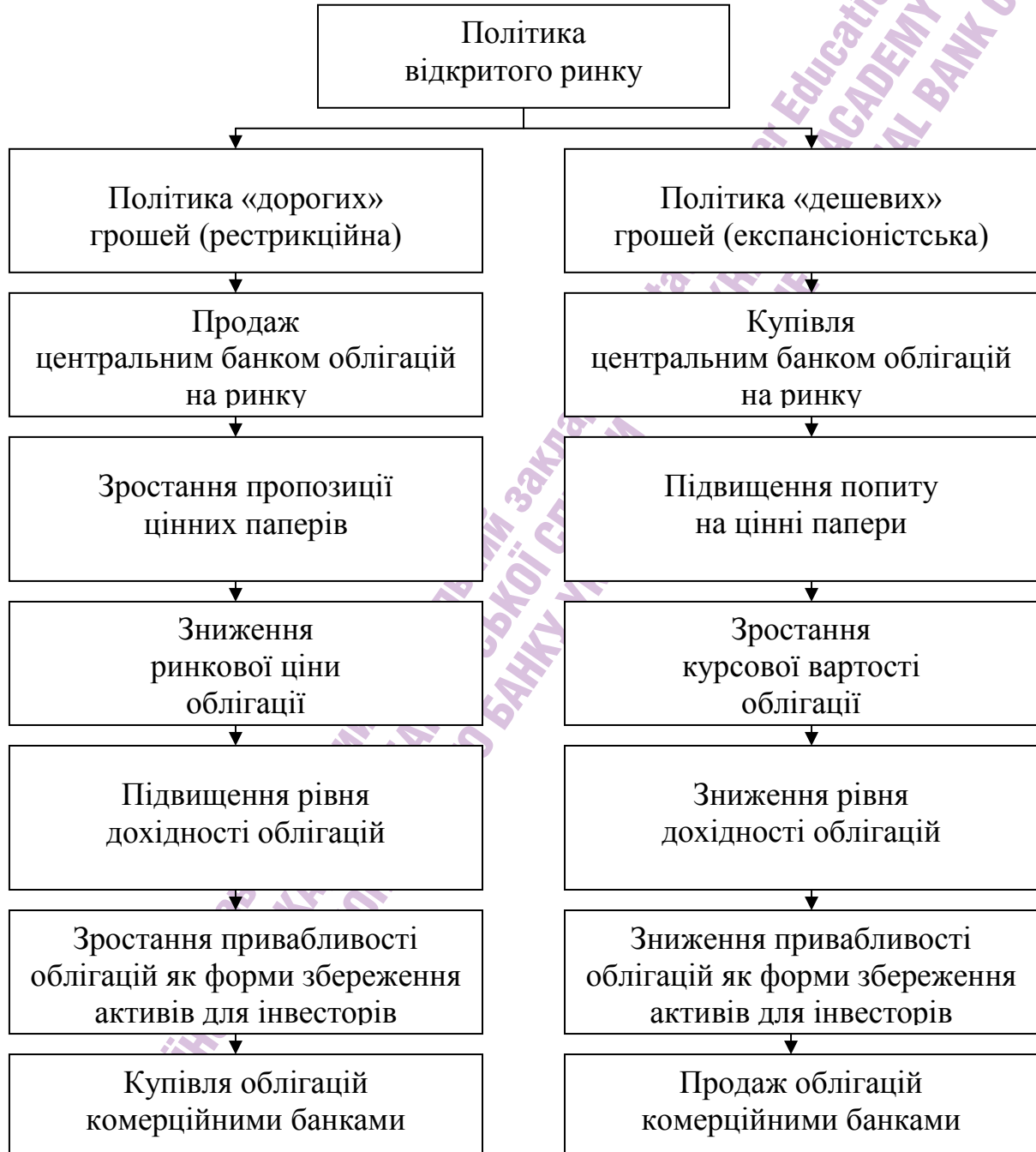


## Додаток М

## Механізм реалізації політики відкритого ринку та його вплив на обмінний курс національної валюти

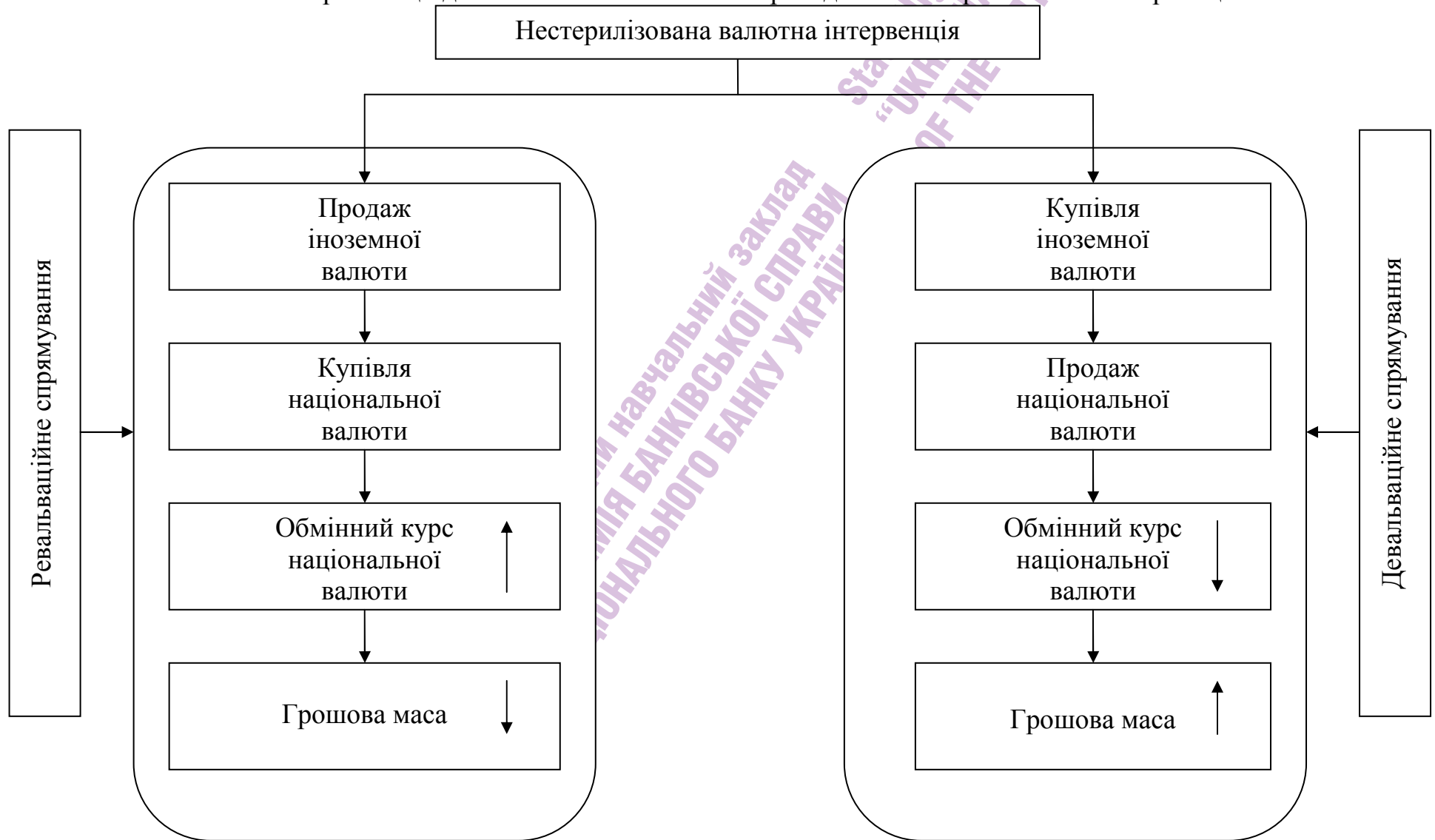


## Додаток Н

Економічний механізм стимулювання участі в операціях  
на відкритому ринку

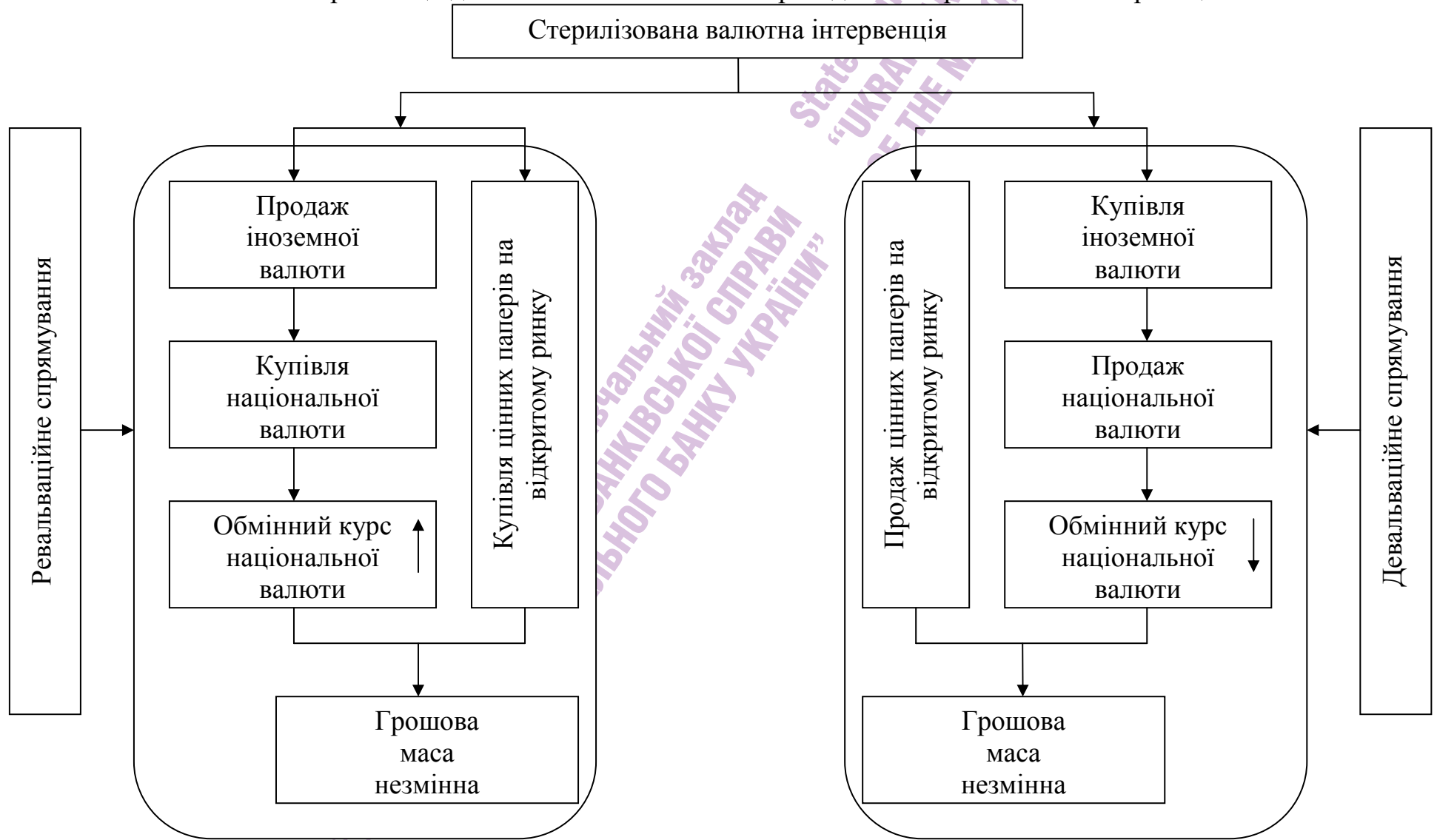
Додаток П

Механізм реалізації девізної політики шляхом проведення нестерилізованої інтервенції



Додаток Р

Механізм реалізації девізної політики шляхом проведення стерилізованої інтервенції



## Додаток С

## Динаміка офіційного курсу долара США щодо гривні

Період	Офіційний валютний курс		Девальвація (–) або ревальвація (+) національної валюти щодо долара США, %
	Українських карбованців за 100 дол. США	Гривень за 100 дол. США	
1992	638	–	–
1993	12610	–	– 1870
1994	104200	–	– 726
1995	179400	–	– 72
1996	–	188,90	– 5
1997	–	189,90	– 1
1998	–	342,70	– 80
1999	–	521,63	– 52
2000	–	543,45	– 4,18
2001	–	529,85	+ 2,50
2002	–	533,24	– 0,6
2003	–	533,15	+ 0,01669
2004	–	530,54	+ 0,4895
2005	–	505,00	+ 5,0398
2006	–	505,00	0,0000
2007	–	505,00	0,0000
2008	–	770,00	– 34,4

