

Ф.О. Журавка

**ВАЛЮТНА ПОЛІТИКА
В УМОВАХ ТРАНСФОРМАЦІЙНИХ ЗМІН
ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ**

Монографія

Суми
ТОВ “КВК “Ділові перспективи”
ДВНЗ “УАБС НБУ”
2008

УДК 336.748(477)

ББК 65.26

Ж91

Рекомендовано до друку вченою радою Державного вищого навчального закладу “Українська академія банківської справи Національного банку України”, протокол № 5 від 15.02.2008

Рецензенти:

доктор економічних наук, професор
Державного вищого навчального закладу
“Українська академія банківської справи
Національного банку України”
М.І. Макаренко;

доктор економічних наук, професор
Сумського державного університету
С.М. Ілляшенко;

доктор економічних наук, професор
Дніпропетровського університету економіки і права
Г.О. Крамаренко

Журавка Ф.О.

Ж91 Валютна політика в умовах трансформаційних змін економіки України [Текст]: монографія / Ф.О. Журавка. – Суми: Ділові перспективи; ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2008. – 334 с.

ISBN 978-966-2965-05-6

У монографії досліджуються організаційні засади, основні напрямки та інструменти, практичні механізми і проблемні аспекти реалізації валютної політики як невід’ємної складової грошово-кредитної політики держави в умовах трансформаційних змін економіки України. Дослідження рекомендовано для фахівців у галузі зовнішньоекономічної діяльності, міжнародних фінансів, грошово-кредитної та валютної політики, а також для студентів і аспірантів економічних спеціальностей, викладачів і науковців.

УДК 336.748(477)

ББК 65.26

© Журавка Ф.О., 2008
ISBN 978-966-2965-05-6 © ТОВ “КВК “Ділові перспективи”, 2008
© ДВНЗ “Українська академія банківської справи
Національного банку України”, 2008

ЗМІСТ

ВСТУП	5
Розділ 1. ОРГАНІЗАЦІЙНІ ЗАСАДИ ВАЛЮТНОЇ ПОЛІТИКИ	
1.1. Сутність валютної політики, її основні цілі та елементи	8
1.2. Інституційні засади реалізації валютної політики	16
1.3. Механізм здійснення валютної політики	21
1.4. Центральний банк у механізмі реалізації валютної політики	26
1.5. Теоретичні засади вибору стратегії валютної політики	29
1.6. Валютна політика у зарубіжних країнах	41
1.7. Валютна політика Національного банку України	53
Розділ 2. ВАЛЮТНО-КУРСОВА ПОЛІТИКА ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКУ	
2.1. Обмінний курс як основний елемент валютно-курсової політики	63
2.2. Методологічні підходи до класифікації режимів валютних курсів	75
2.3. Фактори валютного курсоутворення	90
2.4. Прогнозування обмінного курсу в системі заходів валютної політики	96
2.5. Аналіз валютно-курсової політики Національного банку України	106
2.6. Валютно-курсова політика НБУ як фактор цінового впливу на конкурентоспроможність національної економіки	115
2.7. Ключові аспекти запровадження механізму переходу до більшої гнучкості валютного курсу в Україні	123
Розділ 3. ФОРМУВАННЯ ТА УПРАВЛІННЯ ЗОЛOTOВАЛЮТНИМИ РЕЗЕРВАМИ ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКУ	
3.1. Поняття золотовалютних резервів, необхідність формування та визначення їх оптимального рівня	133
3.2. Структура золотовалютних резервів центрального банку	141
3.3. Управління офіційними золотовалютними резервами	146
3.4. Роль золота у формуванні міжнародних резервів країни	158
3.5. Формування та управління золотовалютними резервами Національного банку України	161
3.6. Проблемні аспекти вибору резервної валюти при формуванні та управлінні золотовалютними резервами: світові тенденції та Україна	174
3.7. Нові підходи до управління золотовалютними резервами НБУ	181

Розділ 4. ВАЛЮТНИЙ РИНОК ЯК ГОЛОВНА СФЕРА ВПЛИВУ ВАЛЮТНОЇ ПОЛІТИКИ	
4.1. Поняття, основні функції, структура та суб'єкти валютного ринку ...	186
4.2. Організаційні засади функціонування світового валютного ринку “форекс”	198
4.3. Ставка LIBOR як основний процентний індикатор світового валютного ринку	204
4.4. Інструменти валютного ринку.....	212
4.5. Проблемні аспекти становлення та сучасні тенденції розвитку валютного ринку України.....	232
Розділ 5. ІНСТРУМЕНТИ РЕАЛІЗАЦІЇ ВАЛЮТНОЇ ПОЛІТИКИ	
5.1. Поняття, принципи використання та класифікація інструментів валютної політики	245
5.2. Загальні інструменти реалізації валютної політики центрального банку.....	247
5.2.1. Дисконтна політика.....	248
5.2.2. Політика обов'язкових резервів.....	259
5.2.3. Політика відкритого ринку.....	272
5.3. Економічні інструменти валютної політики	283
5.3.1. Девізна політика	284
5.3.2. Політика диверсифікації валютних резервів	294
5.3.3. Регулювання режиму обмінного курсу	297
5.3.4. Політика девальвації та ревальвації валют	298
5.4. Адміністративні інструменти валютної політики	304
ВИСНОВКИ.....	309
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	315

ВСТУП

Динамічні процеси формування ринкових відносин у всіх сферах господарської діяльності нашої країни, 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 в нашій державі та його ефективне регулювання є необхідною умовою формування відкритої ринкової економіки з усіма необхідними засобами стимулювання роботи господарюючих суб'єктів у зовнішньоекономічній сфері.

Ефективну організацію повноцінних валютних відносин в Україні визначають умови їх належного регулювання, що є об'єктивним процесом інтеграції національного господарства у світову валютну систему і міжнародну економіку. Одне з ключових місць у цьому процесі належить розробці та реалізації валютної політики держави, що охоплює всі необхідні важелі впливу на валютні відносини і є одним із найважливіших елементів у загальній системі заходів щодо підтримання макроекономічної та фінансової стабільності в країні, стимулювання економічного зростання та підвищення добробуту населення.

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. Проте в існуючих дослідженнях, на нашу думку, приділено недостатньо уваги аналізу характерних рис та проблем валютного регулювання в нестабільних умовах перехідного 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 проблем 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.

Особливо важливими є роль і значення ефективної реалізації валютної політики в умовах трансформаційних змін в економіці України. Адже саме 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.

Відсутність у вітчизняній економічній літературі єдиних концептуальних підходів до сутності та змісту реалізації валютної політики не сприяє формуванню адекватної оцінки тих процесів, які спостерігалися у валютній сфері економічних відносин в Україні протягом усього перехідного періоду, а також відповідних дій у цей період регулятивних органів держави в особі Національного банку щодо ефективного впливу на дані відносини. Отже, повністю не сформовано чітких уявлень про зміст та особливості реалізації відповідних елементів валютного регулювання, а також тих макроекономічних умов, за яких доводилося проводити валютну політику, виходячи із перебігу трансформаційних змін в економіці України.

Таким чином, зазначені обставини зумовлюють важливість, актуальність і практичну значущість даної роботи.

Монографія складається з п'яти розділів, в яких послідовно висвітлюється процес реалізації валютної політики, включаючи теоретичні засади та практичні механізми застосування її основних інструментів і методів.

Перший розділ “Організаційні засади валютної політики” присвячений розкриттю сутності та базових принципів здійснення валютної політики, її елементів, стратегічних і тактичних цілей, ролі та місця у регулятивному механізмі державного впливу на перебіг економічних процесів.

Другий розділ “Валютно-курсова політика центрального банку” розкриває процес реалізації валютно-курсової політики центрального банку, відображаючи її теоретичні засади та механізми практичного застосування на прикладі Національного банку України.

У третьому розділі “Формування та управління золотовалютними резервами центрального банку” аналізуються функції, склад і структура золотовалютних резервів, а також оцінюється їхній вплив на стан грошового обігу і динаміку грошової маси. У розділі обґрунтовано взаємозв'язок обсягу офіційних валютних резервів і можливостей центрального банку щодо здійснення регулятивних заходів на валютному ринку країни.

У четвертому розділі “Валютний ринок як головна сфера впливу валютної політики” досліджено поняття “валютний ринок”, розглянуто його функції, структуру, суб’єкти та інструменти. Крім того, розкрито основні етапи становлення валютного ринку України, а також досліджено сучасні тенденції та перспективи його розвитку.

П’ятий розділ “Інструменти реалізації валютної політики” присвячений розгляду практичних аспектів і механізмів реалізації інструментів валютної політики: загальних, економічних і адміністративних.

Монографію рекомендовано для фахівців у галузі грошово-кредитної та валютної політики, а також для студентів і аспірантів економічних спеціальностей, викладачів і науковців.

РОЗДІЛ 1

ОРГАНІЗАЦІЙНІ ЗАСАДИ ВАЛЮТНОЇ ПОЛІТИКИ

1.1. СУТНІСТЬ ВАЛЮТНОЇ ПОЛІТИКИ, ЇЇ ОСНОВНІ ЦІЛІ ТА ЕЛЕМЕНТИ

Глобалізація економічних процесів, поглиблення міжнародного поділу праці, формування світових товарних і фінансових ринків, інтегрування національних господарств у світову економічну систему зумовлюють суттєве зростання ролі валютних відносин, а отже, 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 інструмента економічної політики держави, що визначає активний вплив уповноважених регулятивних інститутів на діяльність суб'єктів ринку, яка так чи інакше пов'язана з валютними відносинами.

Валютна політика – складне економічне поняття. У вітчизняних законодавчих і нормативних актах, зокрема, законах України “Про Національний банк України”, “Про банки та 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 однакові визначення валютної політики. Отже, кращому розумінню сутності валютної політики сприятиме наведення різних визначень, що акцентують увагу на її певних аспектах.

Так О.В. Дзюблюк у підручнику “Валютна політика” дає таке визначення: “Валютна політика – це розробка й практична реалізація державою засобів впливу на ті економічні відносини суб'єктів ринку, які стосуються їхніх операцій з валютою” [63, с. 24].

Професор А.М. Мороз у підручнику “Центральний банк та грошово-кредитна політика” визначає валютну політику як сукупність заходів, які здійснюються державою у сфері міжнародних валютних відносин відповідно до поточних (тактичних) та довгострокових (стратегічних) цілей країни [215, с. 92].

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 [213].

Я. Белінська вважає, що валютна політика являє собою сукупність економічних, юридичних і організаційних форм і методів у галузі валютних відносин, що здійснюються державою і міжнародними валютно-фінансовими організаціями [17].

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.

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” [229, с. 6].

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, які здійснюються державою у сфері валютно-фінансових і кредитних відносин відповідно до поточних та стратегічних цілей загальної економічної політики країни.

З точки зору практичної реалізації валютна політика – це сукупність економічних, правових та організаційних заходів, що здійснюються державою щодо регулювання валютних відносин.

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 більш тісної 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 [215].

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).



Рис. 1.1. Система стратегічних цілей валютної політики країни

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.

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 стимулювання 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 отже, збалансування грошових і товарних потоків країни як учасника світового ринку 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 праці 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 огляду 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).



Рис. 1.2. Система тактичних цілей валютної політики

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

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 [63, 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.

Безпосередній зміст валютної політики залежить від того, які з цілей стануть пріоритетними. При цьому потрібно розуміти, що ті або інші пріоритети не можуть обиратися довільно, без серйозного аналізу повноважних органів із реалізації валютної політики. Такий аналіз має передбачати врахування усіх можливих факторів впливу, котрі, власне, і визначають обрання пріоритетів валютної політики. Серед основних факторів наведемо:

1. Особливості економічного розвитку країни. Позитивна динаміка розвитку всіх господарських процесів у країні визначає успішність реалізації державної економічної політики, включаючи і валютну політику, як за ступенем державного втручання в економіку, так і за вибором конкретних інструментів такого втручання. Зрозуміло, що значні темпи економічного зростання за умови налагодженості ринкових механізмів потребують меншого ступеня регулятивної активності держави. І навпаки, труднощі економічного розвитку, економічний спад, безробіття та інфляційні процеси потребують адекватного впливу держави на організацію всіх економічних відносин, включаючи і валютні.

2. Участь країни у світовому господарстві і міжнародному поділі праці. Чим більш інтегрованим є національне господарство у світову економіку, тим вагомішу роль відіграють галузі господарства, пов'язані з експортно-імпортними операціями. За умови значного рівня інтегрованості цей сектор економіки здатний справляти вирішальний вплив на динаміку економічного розвитку, а отже, можливості оптимального регулювання зазначених видів господарської діяльності є важливими для досягнення як збалансованості зовнішньоекономічних операцій зокрема, так і макроекономічної стабільності загалом.

3. Конкретна фаза ділового циклу, в якій на певний момент перебуває економіка країни. У зв'язку з тим, що динаміка економічного розвитку в умовах ринкових відносин супроводжується періодичною зміною періодів економічного підйому та рецесії господарства, регулятивний вплив держави на економіку здатний пом'якшити різкі зміни фаз ділової активності. При цьому більша частка зовнішньоекономічного сектора потребує активнішого впливу валютної політики держави щодо згладжування коливань ділового циклу. Особливо це стосується тієї фази ділового циклу, котра супроводжується зниженням

підприємницької активності, причому не лише на рівні національного господарства, а й у масштабах світової економіки. За таких обставин особливо гостро відчувається потреба адекватного впливу валютної політики на динаміку економічних процесів у межах країни.

4. Наявність та рівень розвитку ринкових механізмів господарювання. Чим менш розвинуті основні необхідні елементи ринкової організації економічних відносин (приватна власність, конкуренція, вільне ціноутворення, інфраструктура різних видів ринків), тим більшого втручання потребують господарські процеси з боку держави, включаючи й валютну сферу. Йдеться про необхідність, з одного боку, впливу держави на розвиток необхідних ринкових механізмів, а з іншого – про недопущення елементів недобросовісної конкуренції у зовнішньоекономічній сфері та уникнення можливостей дестабілізації валютного ринку.

5. Ступінь лібералізації валютних операцій та наявність валютних обмежень. Чим ліберальнішою є організація зовнішньоекономічної діяльності суб'єктів господарювання в країні, тим менші обмеження накладаються на валютні відносини, а отже, вони потребують меншого регулятивного впливу з боку держави, включаючи і відповідні інструменти валютної політики. Ступінь регулятивного впливу в такому разі тісно пов'язаний із рівнем розвитку ринкових механізмів.

6. Рівень розвитку фінансової та кредитної систем країни. Чим більш розвинутою є інфраструктура фінансового ринку в країні, чим стабільніше та надійніше становище комерційних банків, чим вищий рівень розвитку банківських технологій – тим кращі можливості для реалізації валютної політики [63; 146].

Необхідно враховувати, що окремі стратегічні цілі державної економічної і валютної політики є також тими ключовими економічними індикаторами (динаміка валового внутрішнього продукту, доходів і споживання, цін, зайнятості й безробіття, сальдо платіжного балансу), які визначають конкретну спрямованість і обрання пріоритетів серед тактичних цілей політики. Крім того, потрібно розуміти, що окремі цілі та показники, які їх характеризують, можуть мати як взаємопов'язаний, так і взаємовиключний, або принаймні конкуруючий характер. Наприклад, зростання обсягів виробництва зазвичай супроводжується зниженням рівня безробіття, однак водночас може сприяти інтенсивнішому зростанню цін і знеціненню національної грошової одиниці.

З іншого боку, якщо стоїть, наприклад, завдання ревальвувати національну валюту, то потрібно враховувати негативний вплив на динаміку експортних операцій, що не сприятиме ні зростанню внутрішнього виробництва, ні досягненню зовнішньоекономічної збалансованості. Тому вибрати правильні для певного етапу розвитку країни пріоритети

валютної політики, як і державної економічної політики в цілому, є важливим завданням для всього механізму впливу держави на економіку.

У будь-якому разі, навіть за умов високого рівня розвитку ринкових відносин у країні, держава, як правило, зберігає за собою право на активні регулятивні функції у сфері валютних відносин, що є ключовим фактором забезпечення як зовнішньоекономічної, так і макроекономічної стабільності всередині країни.

Із загального змісту валютної політики можна виділити кілька елементів.

Елементи валютної політики – це ті конкретні сфери валютних відносин, на які спрямовуються регулятивні функції держави. Валютна політика у будь-якій країні, як правило, включає такі елементи:

- регулювання валютного курсу, тобто вироблення механізму його встановлення та підтримання на певному рівні;
- управління офіційними золотовалютними резервами країни з метою забезпечення міжнародної валютної ліквідності й стабільності валютного ринку;
- встановлення валютних обмежень – запровадження певних норм і регламентування порядку здійснення валютних операцій;
- управління платіжним балансом країни – сукупність заходів, спрямованих на підтримання його рівноваги або активного сальдо;
- міжнародне співробітництво у сфері валютних відносин, що передбачає участь у міжнародних фінансових і валютно-кредитних організаціях.

Таким чином, валютна політика є невід’ємною складовою державної економічної політики і за своїми цілями та пріоритетами має бути тісно пов’язана з нею. Елементи валютної політики визначають спрямованість регулятивного впливу держави у конкретній сфері економічних відносин – валютній. Власне вплив держави на всю систему валютних відносин і становить основний зміст валютної політики.

1.2. ІНСТИТУЦІЙНІ ЗАСАДИ РЕАЛІЗАЦІЇ ВАЛЮТНОЇ ПОЛІТИКИ

Проведення валютної політики як однієї з найважливіших складових державної економічної політики передбачає наявність відповідних ринкових інститутів, тобто механізмів, які забезпечують реалізацію державного впливу на систему валютних відносин.

Інституційні засади валютної політики – це система суб’єктів та об’єктів валютної політики в їх тісній взаємодії та взаємозв’язку.

Інституційні засади реалізації валютної політики дають змогу чітко структурувати взаємини усіх учасників валютних відносин у процесі регулятивного впливу держави на ці відносини (рис. 1.3).

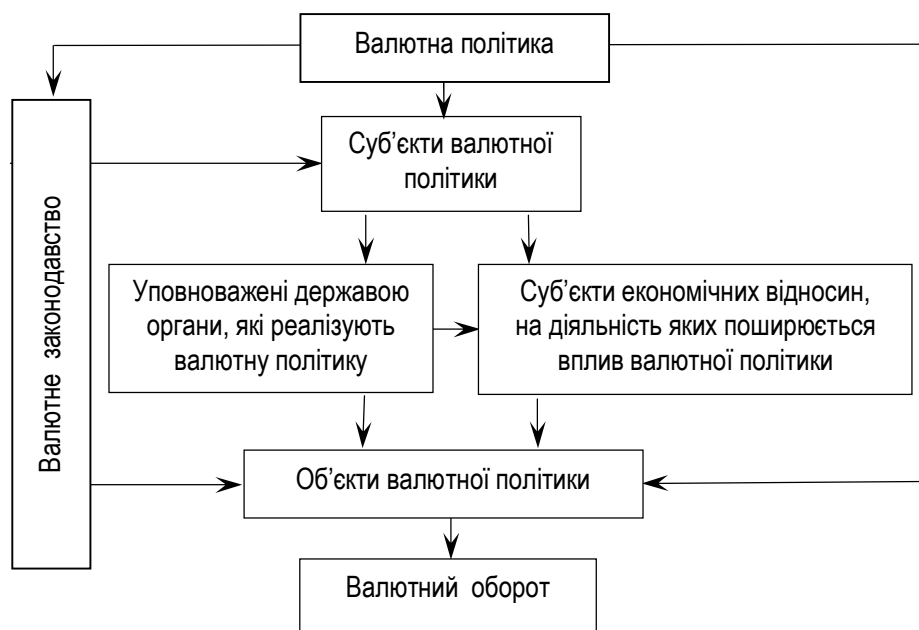


Рис. 1.3. Інституційний механізм реалізації валютної політики [63, с. 33]

Суб'єкти валютної політики – це учасники економічних процесів, які реалізують механізм державного впливу на валютні відносини, а також економічні агенти, на діяльність яких поширюється зазначений вплив.

Суб'єктами валютної політики, які виконують функції з її реалізації, є ті уповноважені державою органи, що розробляють стратегії та провадять на практиці комплекс регулятивних заходів впливу на діяльність усіх суб'єктів валютних відносин.

Інститутами, що реалізують валютну політику держави на національному рівні, є, як правило, центральний банк, міністерство фінансів, державні органи валютного контролю. На міждержавному рівні такими інститутами є Міжнародний валютний фонд, Світовий банк, регіональні банки розвитку, Європейський центральний банк та інші міжнародні фінансові та валютно-кредитні організації.

В Україні окремі повноваження з реалізації регулятивних функцій у сфері валютних відносин відповідно до чинного законодавства покладено на уповноважені банки, Державну податкову адміністрацію, Державну митну службу та інші органи. Головним органом, на який покладається реалізація валютної політики, є Національний банк України, що обумовлено його ключовою роллю у здійсненні

грошово-кредитного регулювання, однією з основних форм якого і є, власне, регулювання валютних відносин. Саме центральному банку в переважній більшості країн належить ключова роль у реалізації регулятивних функцій держави у сфері валютних відносин, що визначається його становищем на грошовому ринку та безпосереднім впливом на діяльність банківської системи країни, яка виступає головним посередником в організації цих відносин. Іншими словами, якщо йдеться про валютну політику країни, то саме центральний банк є уособленням держави при її здійсненні.

Суб'єктами валютної політики, на яких поширюється вплив державних органів валютного регулювання, є ті економічні агенти, які беруть участь у купівлі-продажу, переміщенні та інших операціях з валютними цінностями. Усі вони поділяються на дві основні групи: резидентів та нерезидентів. Склад учасників валютних відносин та їх поділ на резидентів і нерезидентів визначається чинною в країні нормативно-правовою базою.

Необхідність поділу економічних агентів на резидентів і нерезидентів визначається потребою регламентації та формалізації валютних відносин між їхніми суб'єктами – юридичними і фізичними особами – передусім із метою розмежування зовнішньоекономічних операцій і внутрішньогосподарської діяльності.

Суб'єктами валютних відносин, на діяльність яких може впливати валютна політика в умовах розвинутих ринкових відносин та високого рівня інтеграції національної економіки у світове господарство є, як правило, зовнішньоторгові та виробничі підприємства, банки, валютні біржі, брокерські фірми, інвестиційні фонди й інші організації та окремі особи.

Основними серед них є:

1. Комерційні банки, що здійснюють більшість валютних операцій, оскільки практично всі учасники валютних відносин утримують свої кошти на рахунках у банках, здійснюючи необхідні розрахункові, обмінні та депозитно-кредитні операції. Валютний ринок – це передусім ринок міжбанківських операцій із валютою.

2. Підприємства, що здійснюють зовнішньоторговельні операції, тобто беруть активну участь у міжнародній торгівлі, формуючи стійкий попит на іноземну валюту (імпортери) та валютну пропозицію (експортери). Крім того, зовнішньоторговельні компанії можуть розміщати власні валютні ресурси у вигляді депозитів.

3. Приватні особи, тобто фізичні особи, які здійснюють широке коло неторгових операцій з валютою, зокрема щодо переказів заробітної плати, гонорарів та інших платежів, зарубіжного туризму, купівлі-продажу валюти на внутрішньому ринку.

4. Валютні біржі, тобто організаційно оформлені ринки, що постійно функціонують, завдання яких – здійснювати обмін валют для юридичних та фізичних осіб і формувати ринковий валютний курс. На валютних біржах формується обмінний курс національної валюти щодо валют інших країн світу.

5. Брокерські фірми, функція яких – зводити продавців і покупців іноземної валюти та здійснювати конверсійні валютні операції. Брокерські фірми володіють інформацією про обсяги та динаміку валютних угод та надають її спеціалізованим інформаційним агентствам і комерційним банкам.

6. Інвестиційні фонди, головним призначенням яких є диверсифіковане управління портфелем активів шляхом розміщення коштів у вигляді зарубіжних депозитів, державних і приватних цінних паперів різних країн. До цієї ж групи суб'єктів можуть бути віднесені транснаціональні корпорації, які здійснюють прямі іноземні інвестиції для створення філіальних мереж, дочірніх структур та ін.

У зв'язку з тим, що до суб'єктів валютної політики можна віднести всіх учасників валютних відносин, сам процес реалізації валютної політики можна розглядати з позиції чотирьох основних рівнів взаємодії її суб'єктів:

- 1) рівень приватних підприємств і фізичних осіб, які володіють незначними обсягами валютних коштів, беруть участь у валютних операціях і діяльність яких зазнає впливу державних органів валютного регулювання і валютного контролю;
- 2) рівень підприємств, організацій і банків, що володіють значними обсягами валютних коштів, беруть активну участь у валютних відносинах та формують власну валютну політику, виходячи з того, що їхня діяльність з огляду на значні масштаби валютних операцій здатна вплинути на внутрішній валютний ринок;
- 3) рівень національних держав, які через уряди та центральні банки відповідно до стратегічних цілей економічного розвитку країни розробляють валютну політику, що визначає особливості поведінки усіх інших суб'єктів валютних відносин;
- 4) міждержавний рівень, на якому валютна політика формується на основі міжнародних угод у валютній сфері, покликаний координувати валютну політику окремих країн, узгоджувати їх між собою, визначати заходи для запобігання або подолання наслідків валютних криз.

Таким чином, інституційні засади реалізації валютної політики відображають її регулятивний вплив на організацію валютних відносин на різних рівнях взаємодії. Однак природно, що найбільш важливим є процес формування і реалізації валютної політики на національному рівні, що здійснюється державою в особі центрального банку країни.

Другою основною складовою інституційних засад валютної політики є її об'єкти.

Об'єкти валютної політики – це сфери суспільного виробництва, пов'язані з валютними відносинами, на які спрямовуються зусилля державних органів регулювання для забезпечення умов нормального функціонування національної економіки.

Основними об'єктами впливу валютної політики є:

- валютний курс;
- платіжний баланс;
- грошовий обіг;
- зовнішньоекономічна діяльність;
- операції суб'єктів господарювання з іноземною валютою (включаючи обмін, розрахунки, кредитування, переміщення через митний кордон).

Загалом об'єктом валютної політики можна вважати валютний оборот. Під валютним оборотом слід мати на увазі всі операції суб'єктів валютних відносин із валютними цінностями, що здійснюються всередині країни і за кордоном.

Інституційні засади реалізації валютної політики мають бути підпорядковані певним нормам і правилам, сукупність яких безпосередньо утворює те правове поле, у рамках якого власне і проводиться валютна політика. Це означає, що юридично інституційний механізм реалізації валютної політики має бути оформлений у вигляді певного валютного законодавства.

Валютне законодавство – це спеціалізована система нормативно-правових актів, що регулюють порядок здійснення операцій з валютними цінностями на території країни і за її межами. Ця система охоплює не лише закони, а й усі інші підзаконні акти нормативного характеру (постанови уряду, укази Президента, інструкції Національного банку та інших уповноважених державних органів), що регулюють валютний оборот. Валютне законодавство має забезпечувати єдину державну валютну політику, спрямовану на забезпечення стійкості національної валюти і стабільності внутрішнього валютного ринку як факторів ефективного розвитку національної економіки. Саме валютне законодавство визначає правову природу і зміст діяльності суб'єктів валютних відносин у процесі реалізації валютної політики.

Валютне законодавство передбачає регламентацію діяльності суб'єктів валютної політики, а також визначає об'єкт впливу цієї політики відповідно до ступеня втручання держави в економічні процеси. Чим масштабніше таке втручання, тим ширші сфери валютних відносин охоплює валютна політика, тобто вагомішими є об'єкти регулювання. Валютне законодавство, таким чином, є невід'ємною

складовою інституційного механізму реалізації валютної політики, оскільки воно утворює те правове поле, у рамках якого лише і можлива діяльність уповноважених державних органів зі здійснення тих чи інших заходів валютної політики.

Особливості різних етапів економічного розвитку країни визначають відмінності у рівні охоплення валютних відносин регулятивним впливом держави. Нестабільні умови економічного розвитку, пов'язані з різними кризовими явищами, визначають потребу активнішої участі держави у подоланні негативних наслідків ринкового механізму організації валютних відносин. Після стабілізації макроекономічної ситуації, включаючи і валютну сферу, потреба в регулятивному впливі може зменшуватися, що визначає лібералізацію механізму здійснення валютних операцій.

Таким чином, зміст інституційного механізму реалізації валютної політики визначається стратегічними завданнями економічного розвитку. Жорсткі антикризові й стабілізаційні заходи державної економічної політики передбачають розширення об'єкта регулятивного впливу валютної політики та кола уповноважених органів, які її реалізують. І навпаки, стратегія економічної політики держави щодо лібералізації і налагодження ринкових, конкурентних механізмів взаємодії учасників валютних відносин передбачає процес звуження сфер впливу валютної політики у плані як суб'єктів, так і об'єктів. Що ж до безпосереднього практичного наповнення зазначеного механізму, то воно визначається певними конкретними формами реалізації валютної політики, серед яких важливу роль відіграють валютне регулювання і валютний контроль [63; 128; 137; 146].

1.3. МЕХАНІЗМ ЗДІЙСНЕННЯ ВАЛЮТНОЇ ПОЛІТИКИ

Підготовка, прийняття та реалізація тих чи інших рішень щодо валютного регулювання уповноваженими державними органами має базуватися на певному механізмі проведення 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 проведення 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 повноважними державними органами проводиться валютна політика. Тому головним засобом реалізації нормативних заходів валютної політики є формування відповідного валютного законодавства. Нормативні заходи реалізації валютної політики є менш гнучким елементом відповідного механізму, оскільки правове поле формується на певний період і не може змінюватися надто оперативно, оскільки має визначати базові умови функціонування учасників валютних відносин.

Проте стабільність законодавчо-нормативної бази, що регулює поведінку учасників валютного ринку, можна розцінювати і як позитивний момент з огляду на можливість планувати господарську діяльність, включаючи і ту, що стосуються зовнішньоекономічної діяльності й операцій з валютними цінностями.

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

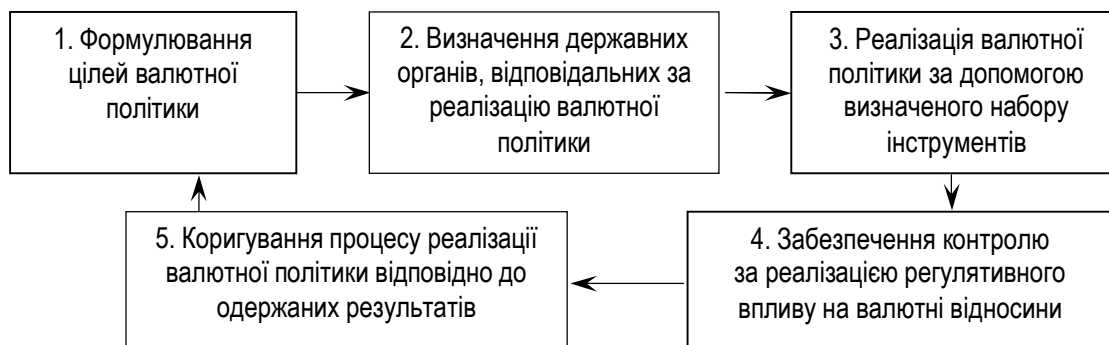


Рис. 1.4. Основні етапи механізму реалізації валютної політики [63, с. 57]

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).

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

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

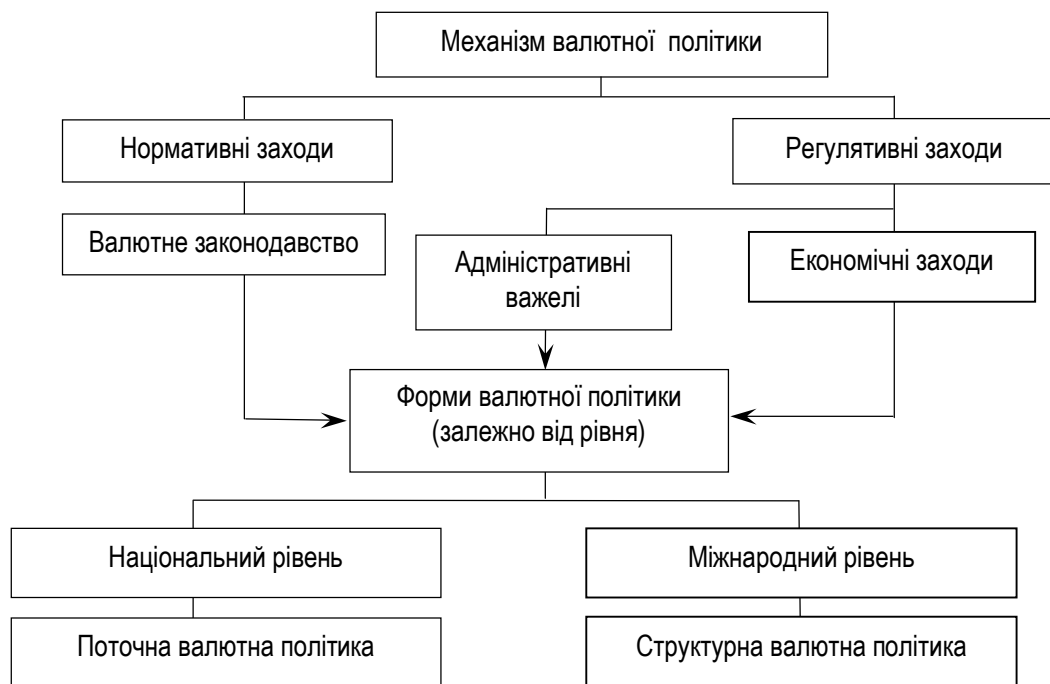


Рис. 1.5. Механізм проведення валютної політики [63, с. 58]

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.

Основним завданням поточної валютної політики є оперативний вплив на несприятливі зміни у валютній сфері економічних відносин, що можуть негативно позначитися на динаміці розвитку всієї національної економіки. Головним уповноваженим державним органом, який реалізує поточну валютну політику, як правило, є центральний банк країни.

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.

Керуючись такими цілями, центральний банк впливає на операції економічних агентів, котрі здійснюються ними на валютному ринку країни.

Таким чином, саме функціонування внутрішнього валютного ринку є основним об’єктом впливу поточної валютної політики центрального банку.

До найважливіших форм реалізації поточної валютної політики можна, зокрема, віднести такі:

- дисконтна політика, тобто регулювання центральним банком облікової ставки, що нарівні з іншими засобами грошово-кредитної політики впливає на зміну грошової маси в обігу, рівень цін, обсяг сукупного попиту в країні та рух короткострокових капіталів, що загалом позначається на валютних відносинах;
- девізна політика, тобто система заходів впливу державних органів на курс національної валюти шляхом купівлі-продажу іноземної (національної) валюти через проведення валютних інтервенцій на ринку;
- валютно-курсова політика – визначення режиму валютного курсу в країні та офіційне зниження або підвищення курсу національної грошової одиниці, тобто, відповідно, девальвація або ревальвація, що здійснюється з метою впливу на експортно-імпорتنі операції і стан платіжного балансу;
- міжнародна кредитна політика, що проводиться в рамках співробітництва країни із закордонними банками та міжнародними валютно-кредитними організаціями, спрямована на отримання чи надання валютних кредитів;
- управління золотовалютними резервами, тобто формування та ефективне використання офіційних запасів золота, іноземних валют та спеціальних прав запозичення (СПЗ) з метою підтримання стабільності на валютному ринку і забезпечення міжнародної валютної ліквідності країни [215].

Відповідальність за реалізацію поточної валютної політики може бути покладена на різні державні органи: центральний банк, міністерство фінансів, спеціалізовані органи валютного контролю та інші. Проте, як правило, головні обов'язки з реалізації регулятивних заходів впливу на валютний ринок виконує саме центральний банк країни.

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

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

Об'єктом таких заходів можуть бути найважливіші елементи світової валютної системи: роль золота та резервних валют у міжнародних розрахунках, режими валютних курсів і паритетів, механізми вирівнювання платіжних балансів, функції міжнародних валютно-кредитних організацій тощо.

Основними цілями структурної валютної політики є:

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

Основною формою реалізації структурної валютної політики є участь країни у міждержавних переговорах і угодах у межах діяльності Міжнародного валютного фонду та регіональних міжнародних валютно-кредитних організацій з приводу міждержавного регулювання валютних і кредитних відносин. Метою цих переговорів з подальшим укладенням угод є зміна порядку міжнародних розрахунків, режиму валютних курсів і валютних паритетів, використання золота, резервних валют та міжнародних платіжних засобів, визначення функцій і завдань міжнародних валютно-кредитних організацій.

Структурна валютна політика реалізується у вигляді валютних реформ, які впливають на можливості здійснення короткострокових заходів поточної валютної політики. Структурна валютна політика, таким чином, спрямована на вдосконалення принципів взаємодії різних країн у сфері валютних відносин, трансформацію ключових елементів міжнародної валютної системи та її якісних характеристик із метою пристосування до нових умов і методів господарювання і організації світової економіки.

1.4. ЦЕНТРАЛЬНИЙ БАНК У МЕХАНІЗМІ РЕАЛІЗАЦІЇ ВАЛЮТНОЇ ПОЛІТИКИ

Головним органом реалізації валютної політики в країні є центральний банк, на який державою покладаються завдання з регулювання валютних відносин. Саме центральний банк є одним із найважливіших елементів у загальній системі державного регулювання економіки, включаючи її валютну сферу [215].

При цьому центральний банк відіграє у цьому процесі подвійну роль: з одного боку, він є державним органом, покликаним впливати належним чином на діяльність економічних агентів, пов'язану зі здійсненням операцій із валютою, а з іншого боку, він сам – один із суб'єктів валютного ринку, хоча і є найбільш потужним гравцем на ньому. Врешті обидві ці ролі підпорядковані єдиному завданню – проведенню

валютної політики, що передбачає передусім здійснення регулятивного впливу на здійснення валютних операцій у країні.

Валютні операції включають операції, пов'язані з переходом права власності на валютні цінності. До них належать:

- операції, пов'язані з використанням валютних цінностей у міжнародному обігу як засобу платежу;
- операції, пов'язані з передачею заборгованостей та інших зобов'язань, предметом яких є валютні цінності;
- операції, пов'язані з ввезенням, переказуванням і пересиланням на територію країни та за її межі валютних цінностей [189].

Держава в особі центрального банку, регулюючи різні види валютних операцій, має на меті створення сприятливих умов для розвитку зовнішньоекономічної діяльності й підтримання стабільності валютного ринку в країні. З цією метою центральний банк наділяється відповідними повноваженнями у сфері валютного регулювання. Центральний банк, отримуючи ці повноваження від держави, по суті є її головним представником, що діє у сфері валютних відносин і має можливість впливати на всіх суб'єктів валютного ринку через наявні у нього інструменти.

В Україні провідне місце в реалізації державою функцій валютного регулювання та валютного контролю належить Національному банку України. Згідно зі ст. 44 Закону України "Про Національний банк України" НБУ діє як уповноважена державна установа при застосуванні законодавства України про валютне регулювання і валютний контроль [188].

Саме на нього як головний орган реалізації валютної політики держави покладено широке коло повноважень із валютного регулювання економіки. До складу цих повноважень чинним законодавством віднесено такі:

- здійснення валютної політики згідно з принципами загальної економічної політики України;
- складання разом з Кабінетом Міністрів України платіжного балансу;
- контроль за дотриманням ліміту зовнішнього державного боргу України;
- визначення лімітів заборгованості в іноземній валюті уповноважених банків;
- видання обов'язкових для виконання нормативних актів щодо здійснення операцій на валютному ринку України;
- нагромадження, зберігання і використання резервів валютних цінностей для здійснення державної валютної політики;

- видача ліцензій на здійснення валютних операцій та прийняття рішень про їх скасування;
- встановлення способів визначення і використання обмінних курсів іноземних валют, виражених у валюті України;
- запровадження єдиних форм обліку, звітності та документації про валютні операції, порядку контролю за їх достовірністю та своєчасним поданням;
- забезпечення публікації банківських звітів про власні операції та операції уповноважених банків [63; 229].

Таким чином, у межах своєї компетенції Національний банк України як головний орган валютного регулювання та валютного контролю в Україні має повноваження провадити контроль за валютними операціями, що здійснюються на території країни резидентами і нерезидентами, а також забезпечувати регулятивний вплив держави на стан валютного ринку. Саме на Національний банк згідно з чинним законодавством покладено завдання організації валютного ринку в Україні. У ст. 45 Закону України “Про Національний банк України” зазначається, що НБУ визначає структуру валютного ринку України та організовує торгівлю на ньому валютними цінностями відповідно до законодавства України про валютне регулювання [188].

Однак в умовах ринкової економіки спостерігається не лише ринкове, але й державне регулювання валютних відносин. Ринкове регулювання засновується на конкуренції та підпорядковане закону попиту і пропозиції на валютному ринку, що визначає валютний курс. Державне регулювання засновується на активному втручанні центрального банку через механізм грошово-кредитної і валютної політики та деякі адміністративні важелі. Співвідношення між ринковим та державним регулюванням валютних відносин визначається конкретною ситуацією на ринку та рівнем економічного розвитку країни.

В умовах трансформаційної економіки роль державного регулювання валютних операцій є вищою, що зумовлено необхідністю подолання негативних наслідків реформування господарського механізму.

Можливості ефективного функціонування центрального банку як органу реалізації валютної політики в країні залежать від наявності таких організаційних засад:

- побудова банківської системи країни за дворівневим принципом, що передбачає розмежування функцій між центральним банком щодо грошово-кредитного регулювання економіки та комерційними банками щодо кредитно-розрахункового обслуговування суб’єктів ринку;

- забезпечення фінансової стійкості й стабільного розвитку комерційних банків, через кредитно-розрахункові й валютні операції яких центральний банк впливає на валютну сферу;
- наявність у країні добре організованого та структурованого валютного ринку, що забезпечує ефективну організацію валютних відносин і зовнішньоекономічних зв'язків та формування адекватного обмінного курсу національної грошової одиниці;
- законодавче закріплення повноважень центрального банку як головного органу держави у сфері валютного регулювання й реалізації валютної політики;
- забезпечення високого рівня довіри до центрального банку з боку всіх суб'єктів валютного ринку;
- нормативне надання центральному банку незалежного статусу, що визначає можливість проведення ефективної монетарної політики, незалежної від впливу законодавчої та виконавчої влади;
- надання повноважень центральному банку щодо організації валютного контролю і застосування санкцій до комерційних банків – суб'єктів валютного ринку за порушення валютного законодавства.

Лише за наявності необхідних організаційних засад досягається належний ефект реалізації валютної політики, що визначається адекватним реагуванням ринку на здійснювані центральним банком заходи впливу на нього [198].

Зміст цього впливу, що полягає у діяльності центрального банку як головного органу реалізації валютної політики, передбачає використання ним певної сукупності інструментів.

1.5. ТЕОРЕТИЧНІ 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 некейнсіанських 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 із 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 метою 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 облигації, 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 є 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):

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

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 отже, – вирівнювання платіжного балансу. І навпаки, зниження ставок процента зумовлює відповідну девальвацію валюти, а отже, – 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.

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.



Рис. 1.6. Валютна політика за кейнсіанською концепцією

Саме представники некейнсіанської теорії (П. Самуельсон, Р. Солоу, Д. Діллон) не були прихильниками вільного коливання обмінних курсів, а ратували 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 ХХ 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 роках ХХ ст. кейнсіанські методи дефіцитного фінансування економіки у поєднанні з експансіоністською монетарною політикою перетворились у механізм розвитку інфляційної спіралі [58; 63].

За цих умов грошово-кредитне регулювання, засноване на кейнсіанських принципах, виявило свою недостатню ефективність, оскільки заходи боротьби зі спадом виробництва і безробіттям входили у суперечність 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 такого:

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 Мілтона Фрідмена, є досить жорсткі межі тієї користі, яку держава може принести економіці, проте немає майже ніяких меж тієї шкоди, яку вона може заподіяти [242].

2. Диспропорції в економічному розвитку країни є результатом помилкових регулюючих заходів держави, а отже, 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 неї, 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, в 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 подати у вигляді схеми (рис. 1.7).



Рис. 1.7. Монетарне регулювання за монетаристською концепцією

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 [242].

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. Отже, 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 [58; 63].

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” – мета, 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.

Таргетування грошової маси передбачає встановлення цільових орієнтирів приросту грошової маси в обігу. В основі грошового таргетування лежать ідеї монетаристської концепції, а її широкому впровадженню у діяльність центральних банків сприяло руйнування Бреттон-Вудської валютної системи і перехід від фіксованих до плаваючих валютних курсів. При цьому “номінальним якорем” регулятивних заходів центрального банку є приріст грошової маси. У 70-80-ті роки ХХ ст. політики таргетування грошової маси дотримувалися більшість європейських країн, включаючи центральні банки Німеччини, Франції та Італії до створення Європейського центрального банку, а також Федеральна резервна система США до 2000 р.

Оголошення центральним банком цільових орієнтирів приросту грошових агрегатів означає чіткі сигнали для суспільства про наміри органів влади у грошовій сфері та спрямування його зусиль на забезпечення впливу на економічне зростання, інфляцію та безробіття саме через зміну грошової маси. Крім того, таргетування грошової маси є добре контрольованим для центрального банку проміжним орієнтиром монетарної політики, оскільки через грошову базу можна досить ефективно впливати на динаміку грошових агрегатів.

Водночас таргетування грошової маси не давало суб’єктам ринку чітких уявлень про перспективи зростання цін. Річ у тім, що із

сповільненням темпів інфляції знижується залежність між змінами агрегатів грошової маси та індексу споживчих цін. Це пов'язано з непередбачуваними змінами швидкості обігу грошей, особливо в умовах глобалізації економічних процесів, розвитку міжнародних фінансових ринків і швидкого переміщення величезних обсягів капіталу. Отже, прогнозні оцінки попиту на гроші виявляються неточними, а встановлені на їх основі жорсткі орієнтири грошової маси можуть мати або інфляційні наслідки, або небажане обмеження попиту.

Тому сучасні тенденції реалізації монетарної політики центральних банків характеризуються їхньою поступовою відмовою від таргетування грошових агрегатів і переходом до таргетування інфляції.

Таргетування інфляції означає встановлення кількісних орієнтирів темпів зростання цін, за регулювання яких бере на себе відповідальність центральний банк. Таргетування інфляції відображає головні аспекти як неокласичної, так і неокейнсіанської теорій, демонструючи можливості застосування центральним банком дискретного регулювання з метою забезпечення цінової стабільності за помірного зростання грошової маси в обігу. Зокрема у країнах Євросоюзу зберігається можливість комбінованого таргетування на основі агрегату МЗ та індексу споживчих цін, хоча пріоритетом є саме таргетування інфляції.

У більшості розвинутих країн світу перехід до таргетування інфляції відбувся в кінці 80-х – на початку 90-х років ХХ ст. Спершу це були Нова Зеландія і Канада, пізніше – Англія, Австралія, Швеція, Фінляндія та Іспанія. Саме інфляційне таргетування використовує нині Європейський центральний банк (річний приріст цін до 2 %). Як правило, цільовим орієнтиром обирається індекс споживчих цін. Проте у деяких країнах із нього виключаються компоненти, які перебувають поза монетарним контролем з боку центрального банку (ціни на сировину та енергоносії, тарифи держмонополій тощо).

Інфляційне таргетування передбачає вибір певного рівня інфляції як цільового орієнтира політики центрального банку. З цією метою використовується відповідний набір інструментів регулятивного впливу, за проміжний орієнтир зазвичай береться рівень процентних ставок.

Визначеність майбутнього рівня інфляції для всіх учасників ринку знижує їхні витрати і ризики, підвищує ефективність прийняття економічних рішень та збільшує темпи зростання ВВП. Водночас цей тип таргетування має і певні недоліки. Зокрема воно не дає повного уявлення про джерела походження коливань цінової стабільності, а для ефективного монетарного регулювання якраз важливо адекватно оцінити відповідну природу ризиків. Крім того, чим більш відкритою

є національна економіка і вищим ступінь її інтеграції у світовий економічний простір, тим менш ефективним є інфляційне таргетування, оскільки ставки процента, ціни на реальні та фінансові активи, потоки капіталу виявляються дуже залежними від міжнародного фінансового ринку. До того ж в умовах порушення макроекономічної стабільності і недостатнього рівня розвитку ринкових відносин таргетування інфляції може виявитися для центрального банку недосяжним завданням з огляду на недостатню реакцію суб'єктів ринку на використання тих чи інших інструментів регулювання. За таких обставин більш ефективним може виявитися таргетування валютного курсу.

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. Проте 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 отже, 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 тією чи іншою мірою може існувати 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 є 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 викупує 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 отже, 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 та 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 [58].

1.6. ВАЛЮТНА ПОЛІТИКА У ЗАРУБІЖНИХ КРАЇНАХ

Наступним етапом нашого дослідження є стислий розгляд особливостей, механізмів, 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. У 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 змушений зробити через брак ресурсів. Темпи інфляції у 70-ті роки ХХ ст. виражалися двозначними числами, проте у 1989 році інфляція вийшла з під контроль, і її рівень сягнув 1760 %. Зовнішні борги 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 сприяло 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 змушений 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 взявся 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 таких 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 кількості 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 щодо створення 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 та 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 потужному суб’єкту міжнародних відносин [118].

Валютна політика індустріально розвинутих 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 вступу у дію принципів Бреттон-Вудської валютної системи (1944 р.), Сполучені Штати Америки домоглися 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 років XX ст. співвідношення сил змінюється на користь Японії і країн Західної Європи. Отже, валютно-фінансова система світу отримала імпульс до поглиблення децентралізації із зростанням регіоналізації у відносинах. Втраті монопольного положення американського долара на світовій арені сприяли також затяжна інфляція долара, невідповідність його купівельної спроможності функціям головного засобу міжнародних розрахунків, а також хронічний дефіцит платіжного балансу США.

У результаті відбувалася щорічна девальвація долара щодо 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 розподіл сил між провідними валютами світу. При цьому слід визнати, що до кінця 60-х років XX ст. 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 набуттям чинності Європейського економічного і валютного союзу (ЄЕВС) 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 становища Японії дозволила їй протягом певного часу забезпечити собі місце великого міжнародного кредитора та посилила світові позиції японської валюти. Але частка японської ієни у міжнародній торгівлі не перевищує кількох процентів. В останні роки не існує ніяких передумов для розширення використання ієни як засобу платежу в міжнародній торгівлі, а отже, 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 90-х років ХХ ст. – початку 2000-х років зумовили відносно незначну частку ієни 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 скасування 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 років ХХ 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 бата шляхом використання міжнародних резервів не дали істотних результатів. Як результат, різка девальвація бата щодо 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. З-поміж 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 набув чинності з 1 жовтня 2002 р. Згідно з положеннями Європейського Союзу в галузі валютного обміну цей закон скасував всі обмеження руху коштів між Польщею і країнами ЄС. Водночас, в законі є 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” злотого.

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

- жорстке “прив’язування” (1990-1991 рр.);
- плаваюче “прив’язування” (1991-1995 рр.);

- плаваючий коридор (1995-1999 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 [116; 176].

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 Чеським національним банком (ЧНБ). Поступове збільшення реального ефективного обмінного курсу чеської крони можна пояснити ефектом Баласи-Самуельсона. Ефект Баласи-Самуельсона характерний більшою мірою 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 припливу 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 прискореного 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 сектора. В цілому ревальвований курс чеської

крони негативно позначається на торговельних операціях, але позитивно – на русі капіталу [116].

Словаччина. Національною валютою Словаччини є словацька крона (SKK).

Особливістю сучасної валютної політики Словаччини є процес лібералізації системи валютного регулювання, який відбувався у декілька етапів:

1. Початок 90-х років XX ст. 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 XX ст. 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 XX ст. 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 подальшому 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 [116; 166].

Отже, перехід Словаччини на єдину європейську валюту очікується з 1 січня 2009 року. Протягом найближчого року для цієї країни буде встановлено валютний коридор, у межах якого їй належить утримувати курс крони щодо 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 такі 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 [116].

Словенія. Офіційною валютою Словенії з березня 2006 р. є євро (EUR).

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 довгостроковий таргет 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 показники: процентні ставки та валютний курс. Валютний курс розглядається Банком Словенії як інструмент швидкої дезінфляції, 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. зростання ВВП склало 4 %, інфляція на кінець року зупинилася на позначці 2,3 %. Середньорічний дохід 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 ЄВВС [116].

1.7. 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 протягом 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 щодо 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 сектора 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 імпортовані 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 отже, 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 коригувати 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 інструмента 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. спостерігався 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 відтік 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 імпортерів 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, зокрема 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 п'ятивідсоткового 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.

Протягом 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 припливу 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 поступової лібералізації умов функціонування валютного ринку та зменшення ролі адміністративних важелів впливу на валютні відносини [63; 64].

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.

Таким чином, на сучасному етапі економічного розвитку основними завданнями валютної політики Національного банку України є:

- забезпечення курсової стабільності гривні;
- сприяння процесу дедоларизації української економіки шляхом підвищення привабливості вкладень у національній валюті порівняно з депозитами в іноземній валюті;
- збільшення обсягу золотовалютних резервів з метою підтримання купівельної спроможності національної валюти;
- забезпечення ефективного функціонування національної валютної системи через урівноваження платіжного балансу, гармонізацію інтересів імпортерів та експортерів;
- вдосконалення структури внутрішнього валютного ринку з урахуванням міжнародної практики та запровадження нових видів міжнародних розрахунків;
- здійснення поточного регулювання системи валютних обмежень та економічних нормативів;
- створення сприятливих умов для інвестування коштів резидентами і нерезидентами у національну економіку.

РОЗДІЛ 2

ВАЛЮТНО-КУРСОВА ПОЛІТИКА ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКУ

2.1. ОБМІННИЙ КУРС ЯК ОСНОВНИЙ ЕЛЕМЕНТ ВАЛЮТНО-КУРСОВОЇ ПОЛІТИКИ

Основою валютної політики центрального банку кожної країни є політика обмінного курсу, або валютно-курсова політика. Її головною метою є встановлення порядку розрахунків та особливостей 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 [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. Рівень обмінного курсу відображає динаміку основних макроекономічних показників розвитку країни і сам активно впливає на їх зміну.

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 є прерогативою центрального банку, виконує певні функції, головними серед яких:

- 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 фінансових (валютних) ринків;
- зіставлення національної та інтернаціональної вартості на національних та світових ринках;
- інтернаціоналізація господарських зв'язків тощо [229].

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, скільком 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/UAN = 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 прирівняння однієї гривні до певної кількості доларів США. Так, якщо UAN/USD = 0,1980 (1:5,05), то це є прикладом зворотного котирування валютного курсу. Наприклад, у Великобританії 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 rate*) – 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’єкта валютного ринку (банку), який здійснює котирування, є джерелом прибутку. Курсова маржа розраховується за формулою:

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

де M – валютна маржа;
 OR – курс продажу;
 BR – курс купівлі.

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 [229].

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.

Дамо більш розгорнуту характеристику деяким 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) установлюється один раз на місяць та один раз на місяць повторно – для СПЗ.

Класифікація валютних курсів [81]

№ 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 здійснюються 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 щодо 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
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

№ пор.	Вид обмінного курсу	Характеристика
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	Середньо-зважений	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

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 такої інформації:

- про офіційний курс гривні щодо долара США;
- про щоденний фіксинг Європейського центрального банку поточних крос-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 крос-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 [171].

Номинальний валютний курс (nominal exchange rate) – це ціна одиниці іноземної валюти, виражена в одиницях національної валюти. Номинальний 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 мають на увазі 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 формули:

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

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, випереджувальні 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 щодо 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 [63; 248].

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 (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 такий вигляд:

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

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 -ї країни у зовнішньоторговельному обороті.

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

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

Отже, розраховані у такий спосіб індекси обмінних курсів валют дають змогу точніше виявити їх вплив на результати зовнішньої торгівлі. Показник реального ефективного валютного курсу є одним з основних показників конкурентоспроможності країни на зовнішніх ринках. Якщо реальний ефективний обмінний курс має тенденцію до зростання, то конкурентоспроможність країни у світовій економіці може погіршитися.

Стабільність номінального валютного курсу забезпечується девальваційним резервом реального ефективного обмінного курсу. Національний банк України використовує показник реального ефективного валютного курсу протягом останніх років з метою прогнозування платіжного балансу та при встановленні значення офіційного валютного курсу. Останнім прикладом впливу RE_{er} на процес встановлення офіційного валютного курсу в Україні є відома ревальвація курсу гривні до долара США у квітні 2005 року.

Реальний ефективний валютний курс в Україні розраховується як співвідношення між національною валютою та валютами 18 основних країн – партнерів за експортом, зважене з урахуванням обсягу валютних операцій з цими країнами. Як свідчать результати розрахунків фахівців НБУ й Інституту економічного прогнозування НАН України за останні десять років, основними факторами, що визначають зміну реального ефективного обмінного курсу в Україні, є процес номінального

(офіційного) курсоутворення та інфляція. При цьому вплив першого фактора виявився більш вагомим [111].

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.

Що стосується 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 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 бути 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 йде 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 щодо валюти з нижчою ставкою.

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

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

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

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

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

$C_{\text{кр.б.}}$ – 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:

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

- де $P(D)_{np.}$ – премія (дисконт) для форвардного курсу продажу певної валюти;
- $K_{c.np.}$ – 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 таким чином:

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

- де $K_{ф.куп.}$ – форвардний курс купівлі певної валюти;
- $K_{c.куп.}$ – спот-курс купівлі валюти;
- P – форвардна премія;
- D – форвардний дисконт.

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

- де $K_{ф.прод.}$ – форвардний курс продажу валюти;
- $K_{c.прод.}$ – 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 міжнародних розрахунків здійснюється у доларах США, то для полегшення валютообмінних операцій і розрахунків котирування національних валют у більшості випадків здійснюється не одна щодо 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 залежно 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 [229].

Щодо фіксованого, плаваючого, регульованого, подвійного та множинного валютних курсів, то їх, на нашу думку, доцільно розглянути у наступному підрозділі монографії “Методологічні підходи до класифікації режимів валютних курсів”.

2.2. МЕТОДОЛОГІЧНІ ПІДХОДИ ДО КЛАСИФІКАЦІЇ 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 установа 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.

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.

Тому найбільш доцільно 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 отже, і формами реалізації валютно-курсової політики, є фіксований і плаваючий.

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

Однак зараз ми можемо спостерігати ознаки зростаючої підтримки проміжних режимів, особливо у нових ринкових економіках.

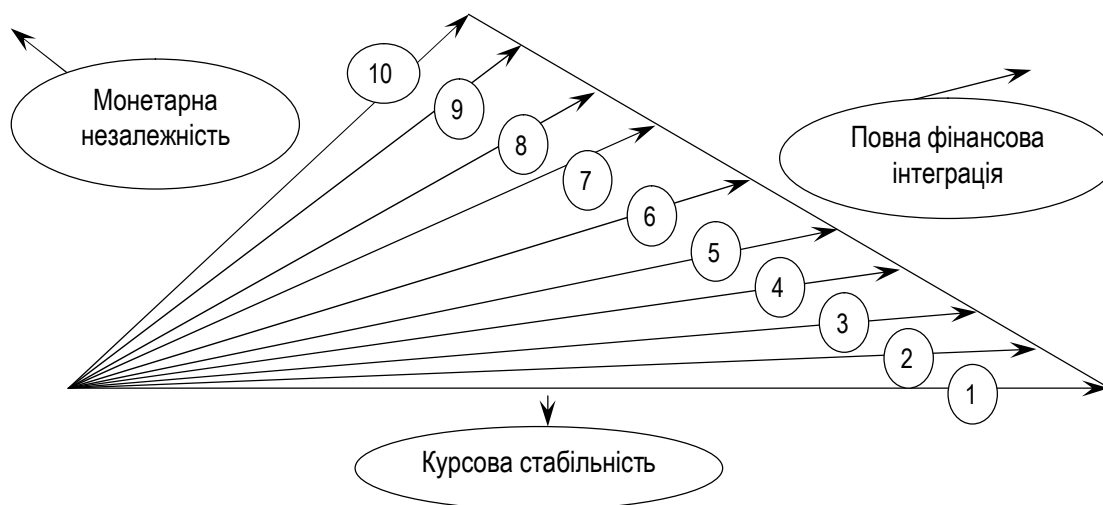
Фахівці з МВФ зараз більш прагматично припускають, що "... жоден з режимів валютних курсів не є гідним за будь-яких випадків для усіх членів..." [240; 246].

Очевидний конфлікт між "кутовими рішеннями" і 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. Корисно розташувати ці становища щодо добре відомої так званої "неможливої трійці": монетарної

незалежності, стабільності валютного курсу та повної фінансової інтеграції (рис. 2.1).



- 1 – монетарний союз (monetary union);
- 2 – повна заміна національної валюти іноземною, наприклад, доларизація (dolarization);
- 3 – валютне бюро (currency board);
- 4 – фіксована прив’язка до іноземної валюти (fixed peg);
- 5 – горизонтальна прив’язка (peg within horizontal band);
- 6 – повзуча прив’язка (crawling peg);
- 7 – фіксований валютний коридор (fixed band);
- 8 – повзучий коридор (crawling band);
- 9 – кероване плавання (managed float);
- 10 – вільне плавання (pure float).

Рис. 2.1. “Кутові та проміжні рішення” в системі валютних режимів [81]

Ми вирішили виділити 2 “кутові рішення” (монетарний союз та вільне плавання), а також 8 проміжних: від повної заміни національної валюти (доларизації) до керованого плавання.

Таким чином, на основі даних рис. 1 можна побудувати таблицю, в якій здійснено детальну класифікацію та охарактеризовано основні режими валютних курсів (табл. 2.2).

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.

Класифікація режимів валютних курсів [81]

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

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 доларом США або євро.

Режими фіксованих валютних курсів означають зобов'язання постійної підтримки конкретного курсу національної валюти щодо іноземної незалежно від попиту та пропозиції на валютному ринку. При цьому коливання валютного курсу взагалі відсутні або можуть допускатися у межах до +1 %.

Режим валютного бюро (валютної ради) є досить складним і полягає у дотриманні кількох 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 операцій 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 90-х років минулого століття).

Режим валютного бюро можна ввести в Україні досить швидко, і він радикально не відрізнятиметься 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 [199].

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, підсилюватиметься 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 як 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 % [221].

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 щодо валюти третьої країни точно відповідає зміні курсу валюти цієї країни щодо долара США, тобто по суті курс національної валюти автоматично змінюється у тих самих пропорціях, що й курс базової валюти щодо усіх інших валют.

Цей спосіб може здійснюватися у таких трьох основних формах:

- “прив’язування” до провідної резервної валюти, якою може бути передусім долар США або євро. Режим, за якого об’єктом прив’язування є 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 ренда 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 та 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’єкта “прив’язування”.

Цей 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 щодо “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 ін.

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 зростання цін і доходів, що визначає зниження внутрішнього попиту на імпорт та, відповідно, іноземну валюту, а отже, призводить до відновлення рівноваги на валютному ринку. За таких обставин центральний банк бере на себе чіткі зобов’язання щодо проведення інтервенцій з метою підтримання фіксованого курсу національної валюти на оголошеному рівні. Якщо він цього не робитиме, 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 (табл. 2.3).

Другим основним видом режиму валютного курсу є плаваючий. Використання цього курсу 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 унеможливорює 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.

Переваги та недоліки режиму фіксованого валютного курсу [229]

№ пор.	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	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	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	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	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	–	Центральному банку необхідно мати достатню кількість валютних резервів
6	–	Орієнтація на грошово-кредитну політику іншої країни не завжди буває вигідною

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 лише під впливом попиту і пропозиції на ринку і, як правило, без активного втручання держави. Якщо попит на валюту зростає, то зростає і валютний курс. І навпаки, при зниженні попиту на валюту її обмінний курс падає. У режимі "вільного плавання" встановлюються

обмінні курси валют США, Великобританії, 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 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 (наприклад, $\pm 7,25\%$) від установленого 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 валют країн-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 опубліковану величину. При цьому національна валюта контролюється девальвується згідно з попередньо встановленим темпом девальвації щодо 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 заходи 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 щодо однієї або кількох країн, валюти яких є 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 жодними формальними зобов’язаннями щодо підтримання того чи іншого рівня валютного курсу, а керуються кон’юнктурними чинниками впливу, що визначають спрямованість валютно-урсової 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-урсової політики [63].

Хоча більшість країн Європи не застосовує плаваючих режимів обмінних курсів (табл. 2.4), 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-урсовими 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.

Таблиця 2.4

Режими валютних курсів у деяких країнах Європи [66]

№ 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
16	Словенія	Фіксований курс у рамках механізму ERM-II (до 2007 р.)
17	Туреччина	Вільно плаваючий курс
18	Угорщина	Валютний коридор
19	Україна	Фіксований курс
20	Хорватія	Фіксований курс
21	Чехія	Керований плаваючий курс

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 скасування золотого стандарту. Після Другої світової війни деякі країни, порушуючи статут МВФ, продовжували застосовувати множинні обмінні курси. Так, у Франції до середини 60-х років ХХ ст. діяло десять валютних курсів. Туреччина використовувала завищений офіційний курс і диференційовані курси по окремих операціях у 70-х роках ХХ ст. 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 [63].

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”.

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. Отже, для більш відкритої економіки адекватним буде скоріше 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 та обсяги валютних надходжень і витрат, які за меншої диверсифікації та більшої галузевої 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 з метою забезпечення належного рівня конкурентоспроможності країни на зовнішніх ринках, а отже, 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 можливість 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 отже, 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, наприклад, 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 [114].

2.3. ФАКТОРИ ВАЛЮТНОГО КУРСОУТВОРЕННЯ

Ефективна реалізація валютно-курсової політики центрального банку передбачає необхідність урахування всіх факторів, які можуть вплинути на динаміку обмінного курсу національної валюти. Від цього залежить вибір конкретних інструментів реалізації валютно-курсової політики для впливу на обмінний курс та встановлення режиму курсоутворення, найбільш адекватного потребам поточної економічної ситуації.

Валютний курс як показник, що відображає виражену в іноземній валюті вартість національної валюти, під впливом дії ринкових сил може суттєво відхилятися від паритету купівельної спроможності. Основні фактори, які зумовлюють указані відхилення, можна класифікувати за двома основними групами:

- кон’юнктурні (короткострокові) фактори;
- структурні (довгострокові) фактори.

Кон’юнктурні (короткострокові) фактори або фактори стану впливають на динаміку валютного курсу відповідно до короткочасних змін ділової активності, не пов’язаних з тими чи іншими зрушеннями у реальному секторі господарства, зумовлених переважно політичними обставинами.

До таких факторів відносять:

- зміну представницької влади (законодавчої і виконавчої) та рівень довіри до неї з боку суб’єктів ринку;
- політичні рішення, що можуть позначитися на грошовій і валютній системі країни (наприклад, реалізація передвиборних обіцянок за допомогою емісії);

- участь у воєнних діях чи внутрішня соціальна нестабільність (заворушення, протести, терористичні акти);
- поширювані через засоби масової інформації чутки, прогнози і здогадки, що породжують ажіотаж на валютному ринку;
- наявність і рівень протиріч між різними політичними силами країни (чим глибші такі протиріччя, тим менш стабільною є політична ситуація);
- стабільність чинності законодавчої бази та рівень виконання законів у економічній сфері, зокрема й щодо захисту приватної власності та прав національного й іноземного капіталу;
- надійність управління економічною системою та взаєморозуміння між економічними та політичними структурами;
- песимістичні настрої в суспільстві щодо перспектив подальшого економічного розвитку і наявність інфляційних та девальваційних очікувань;
- психологічні та інші чинники.

Очевидно, що вплив кон'юнктурних факторів на динаміку валютного курсу передбачити порівняно складно, особливо в нестабільних умовах країн із перехідною економікою і нестабільною політичною системою.

Результатом дії сукупності кон'юнктурних факторів є переміщення потоків капіталів, які безпосередньо пов'язані з політичними подіями в країні. Саме внутрішньополітична нестабільність в країні нерідко породжує відтік капіталу.

Відтік капіталу – це активне вивезення резидентами і нерезидентами своїх капіталів за кордон, зумовлене ймовірністю зниження вартості приватних інвестицій або зазнавання прямих збитків від розміщення коштів у валюті певної країни. Як наслідок, переведення коштів у країни з більш сприятливим кліматом із погляду безпеки вкладень обумовлює зростання попиту на іноземну валюту і девальвацію національної валюти. Результат дії кон'юнктурних факторів може бути поданий у вигляді певного передавального механізму (рис. 2.2).

Іншу групу чинників, які впливають на динаміку валютного курсу і більшою мірою пов'язані з перебігом економічних процесів, складають структурні фактори.

Структурні (довгострокові) фактори відображають реальний стан економіки країни, внутрішні особливості функціонування якої та участь у світовому господарстві мають безпосередній вплив на величину і динаміку обмінного курсу.

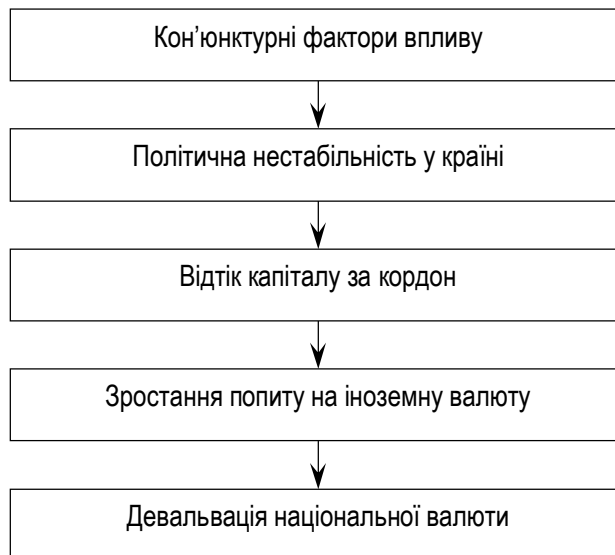


Рис. 2.2. Вплив кон'юнктурних чинників на динаміку обмінного курсу [63]

До основних структурних факторів впливу на валютний курс належать такі:

- 1) економічний розвиток країни і темпи зростання її ВВП;
- 2) темпи інфляції в країні;
- 3) динаміка грошової маси;
- 4) рівень процентних ставок;
- 5) стан платіжного балансу країни;
- 6) державне регулювання валютного курсу;
- 7) ступінь довіри до валюти на національному і світовому ринках;
- 8) спекулятивні потоки капіталів.

1. Економічний розвиток країни і темпи зростання її валового внутрішнього продукту, що, власне, і визначає вартісне наповнення національної грошової одиниці. Підвищення рівня пропозиції товарів є фактором, який зазвичай зміцнює курс національної валюти. Збільшення ВВП країни спричинює подорожчання її національної валюти, а зменшення – здешевлення. Згідно з теорією чистої конкуренції збільшення ВВП країни на 1 %, за інших рівних умов, може спричинити подорожчання національної валюти на 1 %. Зниження обсягів ВВП зумовлює відповідне знецінення валюти.

Чим більш розвинутою є економіка, передусім у плані наявності у ній налагоджених ринкових механізмів (конкурентне середовище, розвинутий приватний сектор тощо), тим міцнішою є національна валюта. Обмінний курс у країні зі слабозрозвинутою економічною системою, відсутністю або недостатнім розвитком ринкових механізмів

організації виробництва за інших однакових обставин має тенденцію до зниження. Крім того, збільшення ВВП країни за умов відсутності обмежень у міжнародній торгівлі, як правило, призводить до подорожчання національної валюти, а виробничий спад, навпаки, призводить до здешевлення грошової одиниці країни.

2. Темпи інфляції в країні – це фактор, що визначає динаміку обмінного курсу залежно від купівельної спроможності національної валюти. Інфляційне знецінення грошей у країні спричинює зниження їх купівельної спроможності та сприяє зниженню курсу національної валюти щодо валют країн, у яких темпи інфляції нижчі. І хоч обмінний курс забезпечує передусім функцію реалізації товарів на зовнішніх ринках, а інфляційні процеси охоплюють внутрішні ринки, проте залежність валютного курсу від темпів інфляції є досить високою, особливо в країнах зі значними обсягами зовнішнього товарообміну і руху капіталів.

У такому випадку значне підвищення внутрішніх цін на товари і послуги спричинює намагання суб'єктів ринку купувати дешевші іноземні товари і скорочення попиту на вітчизняні товари за кордоном. Це призводить до зниження пропозиції іноземної валюти на внутрішньому валютному ринку та подальшого знецінення національної валюти. Таким чином, чим вищі темпи інфляції, тим нижчий курс національної валюти.

Значні темпи інфляції в країні можуть самі по собі породжувати інфляційні очікування у суб'єктів ринку, що пов'язано з відповідними кон'юнктурними факторами впливу на обмінний курс. У такому випадку може виникнути ажіотажний попит на іноземну валюту та масова відмова від національної валюти, у результаті чого спостерігатиметься невинуватена девальвація національних грошей.

3. Динаміка грошової маси впливає на рівень обмінного курсу національної валюти за двома каналами. З одного боку, кількість грошей в обігу впливає на рівень внутрішніх цін, що, як і в попередньому випадку, позначається на рівні валютного курсу. Так, результатом скорочення грошової маси є зниження цін і подорожчання національної валюти внаслідок підвищення її купівельної спроможності, а збільшення маси грошей в обігу має протилежний вплив на обмінний курс, оскільки спричиняє зростання цін, а отже, і зниження купівельної спроможності національної грошової одиниці.

З іншого боку, обсяг грошової маси безпосередньо впливає на кон'юнктуру внутрішнього валютного ринку країни, оскільки зміни обсягів пропозиції на ньому національної валюти, що визначаються масштабами емісійної діяльності банківської системи, позначаються

і на зовнішній вартості грошової одиниці країни, тобто на її обмінному курсі. У такому випадку діє класичний закон ринкової ціни рівноваги, адже обмінний курс і є такою ціною для національної валюти: чим більша пропозиція, тим нижчий валютний курс, і навпаки.

4. Рівень процентних ставок є фактором, який визначає міжнародний рух капіталів, що позначається на динаміці обмінного курсу. Підвищення процентних ставок за депозитами робить інвестиції у валюті певної країни більш привабливими, а отже, є засобом залучення іноземного капіталу, що сприяє підвищенню курсу національної валюти. І навпаки, зниження ринкових ставок процента зумовлює відтік іноземних капіталів за кордон, що призводить до зниження попиту на національну валюту та її здешевлення.

Крім того, рівень процентних ставок впливає на операції на валютному ринку і ринку позичкових капіталів. Здійснюючи свої операції, банки беруть до уваги різницю у процентних ставках на національному та світовому ринках капіталів із метою отримання прибутку. Банки намагаються отримати ресурси на тих ринках, де ставки нижчі й розмістити їх на національному ринку, якщо на ньому процентні ставки вищі.

Водночас підвищення процентних ставок може мати негативні наслідки, зокрема, кредит стає дорожчим, що ускладнює інвестиційну діяльність у країні. Отже, збільшення процентних ставок як засіб впливу на динаміку валютного курсу має свої межі, оскільки зростання курсу національної валюти послаблює позиції національних експортерів, зокрема й через збільшення ціни їхньої продукції у зв'язку з подорожчанням капіталу як одного з факторів виробництва. Крім того, інтенсивний рух спекулятивних капіталів ("гарячих" грошей) посилює нестабільність платіжного балансу і зовнішньоекономічної діяльності.

5. Стан платіжного балансу країни впливає на валютний курс залежно від наявності активного чи пасивного сальдо. Активне сальдо платіжного балансу сприяє підвищенню обмінного курсу національної валюти, оскільки збільшується попит на неї з боку іноземних боржників для погашення їхніх зобов'язань перед національними експортерами і кредиторами. Пасивне сальдо платіжного балансу зумовлює зниження валютного курсу, оскільки зростає попит на іноземну валюту з боку національних боржників (вони продають національну валюту в обмін на іноземну для погашення зовнішніх зобов'язань). Власне дефіцит торговельного балансу означає низьку конкурентоспроможність національних товарів на зовнішніх ринках і підвищення попиту на іноземні товари на внутрішньому ринку країни, що призводить до

зниження курсу її національної валюти, адже попит на іноземну валюту значно перевищує її пропозицію, зумовлюючи стійку тенденцію девальвації.

Однак для країн, національна валюта яких є резервною (передусім США), дефіцит платіжного балансу може зумовлюватися потребою іноземних держав у збільшенні своїх валютних резервів або розширенні міжнародної торгівлі. За таких обставин навіть за дефіциту платіжного балансу курс американського долара може зміцнюватися.

6. Державне регулювання валютного курсу є фактором, що визначає масштаби втручання державних органів у діяльність суб'єктів валютних відносин, що впливає на зміну обмінного курсу. У країнах, на економіку яких суттєво впливає міжнародна торгівля, для підтримання стабільності в господарстві застосовуються певні заходи державного регулювання валютного курсу: встановлюється режим його зміни, проводяться операції із золотовалютними резервами, застосовуються відповідні інструменти реалізації грошово-кредитної і валютної політики центрального банку. Ці заходи спрямовані на підвищення або зниження курсу національної валюти з метою підтримання макроекономічної рівноваги. Валютна політика держави у цьому контексті є фактором, що визначає масштаби регулятивного втручання повноважних державних органів у процеси формування обмінного курсу національної грошової одиниці відповідно до стратегічних завдань економічного розвитку, що визначає реалізацію відповідних заходів із підвищення або зниження валютного курсу.

7. Ступінь довіри до валюти на національному і світовому ринках – це фактор, що визначається станом економіки та політичною ситуацією в країні. Відповідно, чим вища довіра до валюти, тим більшою є її частка у міжнародних розрахункових операціях і тим вищий попит на неї з боку суб'єктів міжнародної торгівлі. Динаміка цього попиту безпосередньо впливає на обмінний курс. Так, якщо брати до уваги, що більше половини всіх міжнародних розрахунків здійснюється у доларах США, а в розрахунках за нафту цей показник сягає 90 %, то навіть за умов зниження купівельної спроможності американської валюти її обмінний курс може зміцнюватися.

Таким чином, ступінь довіри до тієї чи іншої національної валюти визначає обсяги її використання у міжнародних розрахунках, що позначається на динаміці обмінного курсу цієї валюти залежно від масштабів зовнішньоекономічних операцій, в угодах за якими ця валюта використовується як засіб платежу. Це, у свою чергу, визначає динаміку попиту на цю валюту на світових ринках незалежно від рівня її купівельної спроможності на внутрішньому ринку.

8. Спекулятивні потоки капіталів – це фактор, що може вплинути на динаміку обмінного курсу в тому разі, якщо центральний банк намагається утримувати його на певному рівні на протигагу дії ринкових сил.

Якщо курс певної національної валюти має тенденцію до зниження, то фірми і банки намагаються завчасно продати її в обмін на більш стійкі валюти, розраховуючи через певний час провести зворотну операцію за нижчим курсом. Різниця, таким чином, утворює спекулятивний дохід. Такі операції суттєво послаблюють курс національної валюти, а зусилля центрального банку в кінцевому підсумку виявляються марними.

Навіть якщо центральний банк не здійснюватиме валютних інтервенцій, то потоки спекулятивного капіталу можуть викликати зниження обмінного курсу у випадку, коли багато спекулянтів будуть упевнені у майбутньому знеціненні певної національної грошової одиниці в результаті майбутніх змін процентних ставок, темпів інфляції чи політичної ситуації. Функціонування світових валютних ринків і наявність спекулятивних потоків капіталів впливають на динаміку обмінного курсу валюти ще й залежно від того, наскільки широко вона використовується при укладенні строкових валютних угод та здійсненні спекулятивних операцій [63; 229].

Таким чином, урахування сукупності всіх структурних факторів дає змогу оцінити реальні можливості зміни валютного курсу з тим, щоб застосувати необхідні інструменти валютної політики для надання бажаної спрямованості його динаміці, а також застосувати найбільш адекватні форми реалізації валютно-курсової політики у вигляді вибору відповідного режиму валютного курсу.

2.4. ПРОГНОЗУВАННЯ ОБМІННОГО КУРСУ В СИСТЕМІ ЗАХОДІВ ВАЛЮТНОЇ ПОЛІТИКИ

Необхідною умовою ефективної реалізації валютної політики є достовірне прогнозування зміни обмінного курсу, що може стати основою для прийняття відповідних управлінських рішень щодо впливу на валютний ринок країни з метою надання динаміці валютного курсу бажаної спрямованості. Перехід багатьох країн світу до системи плаваючих валютних курсів і бурхливий розвиток міжнародної торгівлі об'єктивно зумовлюють потребу в аналізі тих процесів, що відбуваються в економіці загалом і на валютному ринку зокрема, виявленні загальних тенденцій і закономірностей їх розвитку.

Можливості державних органів валютного регулювання, передусім центрального банку, отримати достовірні прогнози на перспективу позначаються і на виборі пріоритетів серед цілей валютної політики та конкретних інструментів її реалізації. Тому ефективна організація роботи з прогнозування зміни валютного курсу має бути органічною складовою всієї системи заходів із проведення валютної політики країни. Навіть у тому разі, якщо в країні застосовується не плаваючий, а фіксований режим обмінного курсу національної валюти, необхідною умовою ефективної реалізації валютної політики є наявність у центрального банку достовірних прогнозів щодо перспектив змін обмінних курсів валют провідних країн світу та країн – основних зовнішньоторгових партнерів [63].

Бажання учасників валютного ринку знати майбутній валютний курс – не лише цікавість, але й можливість врятувати або збільшити свій капітал. Аналіз процесів, що відбуваються в економіці в даний час, виявлення загальних закономірностей і тенденцій їхнього розвитку дозволяють із певним ступенем вірогідності спрогнозувати зміну валютних курсів у майбутньому. Зацікавленість проблемами прогнозування валютних курсів з'явився порівняно недавно (25-30 років тому) після переходу більшості розвинутих країн світу до системи вільно плаваючих курсів і бурхливого розвитку міжнародної торгівлі. Система золотого стандарту, що існувала з початку XIX століття до 30-40-х років XX ст., автоматично регулювала валютні курси, тому що кожна валюта мала свій золотий вміст. Під час функціонування Бреттон-Вудської валютної системи з її стабільними валютними паритетами, вираженими одночасно в золоті та доларах США, ринкові курси валют не повинні були відхилятися від фіксованих доларових паритетів цих валют спочатку більше ніж на 1 %, а потім більш ніж на 2,25 %. Таким чином, коливання обмінних курсів були настільки незначними, що їх спокійно можна було залишати без уваги.

Після підписання країнами – членами Міжнародного валютного фонду у 1976 р. Ямайської (Кінгстонської) угоди було офіційно визнано демонетизацію золота, скасовано його офіційну ціну і золотий паритет валют. Крім того, наряду з фіксованими валютними курсами було введено режим вільного курсоутворення на базі плаваючих валютних курсів – флоатинг. Таким чином, для хеджування валютних ризиків постала необхідність прогнозування валютних курсів.

Вчені та економісти багатьох країн неодноразово розпочинали спроби побудови математичних моделей прогнозування валютних курсів, але більшість цих спроб не закінчилася успіхом. Більшість фахівців дійшли одностайної думки, що в основі цієї моделі повинна лежати теорія паритету купівельної спроможності (*PPP*). Прогнози

валютних курсів, які базуються на даних про грошову масу та національний дохід, що були започатковані в 1973-1979 рр., дали значну розбіжність із реальністю [255].

Найбільш показовим прикладом є 1979 рік, коли курси основних світових валют щодо долара США змінилися набагато більшою мірою, ніж це прогнозувалося. Ці розбіжності були викликані побоюваннями з приводу зростання інфляції у США через Іранську революцію і ситуацію, що склалася в результаті захоплення американських заручників у Тегерані. Але ці події суттєво не відбилися на стані грошової маси та реального прибутку країни, а отже, не могли бути враховані в прогнозі. Нижченаведені прогнози та реальна зміна курсів деяких світових валют красномовно свідчать про складність побудови ефективної моделі прогнозування (табл. 2.5).

Таблиця 2.5

Прогнози та дійсні зміни обмінних курсів деяких світових валют до долара США у 1979 р., % [147]

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

Причин подібних невдач може бути декілька:

1. Стан національної валюти відбиває стан всієї національної економіки та процесів, що у ній відбуваються. На зміни валютного курсу тією чи іншою мірою впливають всі істотні зміни, що відбуваються в даній країні та у світі. У моделях же враховується лише декілька основних показників. Тому, коли відбуваються значні зміни якогось чинника, постійний вплив якого на курс невеликий і котрий, як правило, не враховується, майбутню зміну курсу передбачити дуже важко, чим, зокрема, і пояснюється розбіжність прогнозованих і реальних курсів світових валют щодо долара США в 1979 р.

2. Для розрахунку валютного курсу використовуються статистичні дані, які прогнозуються на розглянутий період часу, що може відрізнятися від реальних даних. Це значно збільшує можливість помилок у прогнозі.

3. При системі вільно плаваючих валютних курсів обмінний курс визначається збалансованістю попиту і пропозиції на відповідну валюту. Нестабільність економічної ситуації, що є характерною для

України, створює нерівномірність у попиті та пропозиції на валюту протягом року, тому прогнози, які базуються на цих показниках, узагальнених за рік, можуть значно розходитися з реальними умовами. Отже, необхідно брати до уваги причини, що викликають нерівномірний розподіл попиту та пропозиції на валюту протягом року, і поведінку учасників валютного ринку у випадках, коли попит перевищує пропозицію та коли пропозиція перевищує попит (тобто враховувати еластичність попиту і пропозиції на валютному ринку).

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

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

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

Статистичні методи прогнозування розробляються на основі:

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

Розглянемо особливості цих моделей.

Отже, модель прогнозування валютного курсу на основі лінійних функцій. Лінійні функції узагальнено мають такий вигляд:

$$B_k = k_1 C_1 + k_2 C_2 + \dots + k_n C_n, \quad (2.9)$$

- де B_k – валютний курс;
 C_1, C_2, \dots, C_n – чинники, що впливають на формування валютного курсу;
 k_1, k_2, \dots, k_n – коефіцієнти, що характеризують зв'язок між чинниками та валютним курсом.

Процес прогнозування відбувається таким чином. Визначаються чинники, що впливають на формування валютного курсу. По кожному з цих чинників роблять добірку відповідних статистичних даних за період часу, що розглядається. Потім за допомогою чисельних методів знаходять коефіцієнти k_1, \dots, k_n . Цей процес є досить складним і вимагає великої кількості часу навіть із використанням найсучаснішої обчислювальної техніки.

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

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

Цей метод може застосовуватися як допоміжний при комплексному дослідженні проблем, пов'язаних із прогнозуванням валютних курсів.

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

Ступінні функції узагальнено мають такий вигляд:

$$B_k = k_0 \cdot C_1^{k_1} \cdot C_2^{k_2} \cdot \dots \cdot C_n^{k_n}, \quad (2.10)$$

де B_k – валютний курс;
 C_1, C_2, \dots, C_n – чинники, що впливають на формування валютного курсу;
 k_0, k_1, \dots, k_n – коефіцієнти, що характеризують зв'язок між чинниками та валютним курсом.

Процес прогнозування дуже схожий із прогнозуванням на основі лінійної функції, і всі зауваження, що були висловлені з приводу попереднього методу, є справедливими і для прогнозування на основі ступінної функції. Відмінність полягає в тому, що даний метод дає більш точні результати.

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

Показником часу є окремі періоди часу (рік, квартал, місяць тощо) або певні моменти часу (наприклад, певні дати).

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

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

Перевагою цього методу є те, що при графічному зображенні динамічного ряду часто буває можливий візуальний аналіз досліджуваного явища. Наприклад, при розгляді динаміки зміни валютного курсу на валютному ринку за декілька років можна виділити періодичні повторення, викликані сезонними коливаннями, а також ряд випадкових змін, викликаних разовими, але досить яскраво вираженими явищами, на які відреагував валютний ринок.

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

Дана модель будується на основі аналізу механізму утворення валютного курсу. Вигляд формули у цьому випадку залежатиме від характеру та виду взаємодіючих чинників, що впливають на формування валютного курсу. За основу даної моделі було взято гіпотезу про паритет купівельної спроможності. В ідеальному випадку модель матиме такий вигляд:

$$B_k = (M / ВВП) / (M_3 / ВВП_3), \quad (2.11)$$

де B_k – валютний курс;
 M – пропозиція грошей усередині країни;
 M_3 – пропозиція грошей за кордоном;
 $ВВП$ – реальний валовий внутрішній продукт у постійних цінах усередині країни;
 $ВВП_3$ – реальний валовий внутрішній продукт у постійних цінах за кордоном.

При розгляді реальних економічних систем додаються нові чинники, й узагальнена модель набуває такого вигляду:

$$B_k = [(MЧ_1 + Ч_2) / (Ч_3 - ВВП/Ч_4)] / [(M_3 + Ч_5)/(ВВП_3Ч_6)], \quad (2.12)$$

де B_k – валютний курс;
 M – пропозиція грошей усередині країни;
 M_3 – пропозиція грошей за кордоном;
 $ВВП$ – реальний валовий внутрішній продукт у постійних цінах усередині країни;

- $ВВП_3$ – реальний валовий внутрішній продукт у постійних цінах за кордоном;
- $Ч_1, Ч_2, \dots, Ч_6$ – чинники, що впливають на формування валютного курсу.

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

Певну складність у даному випадку являє собою аналіз характеру впливу деяких чинників на валютний курс. Теоретичне прогнозування на основі даної моделі може бути найбільш точним, але для цього необхідно здійснити величезну аналітичну роботу з пошуку чинників, виявлення закономірностей у їхній динаміці, характеру впливу на валютний курс у різних можливих ситуаціях, урахуванню часових лагів між початком змін у чинниках, що визначають динаміку валютного курсу, і зміною самого валютного курсу, а також з урахуванням одночасного впливу на зміну валютного курсу можливих різних змін декількох чинників. Оскільки для цієї роботи вимагаються значні обсяги статистичних даних і їхня обробка, зокрема з використанням методів, що розглядалися вище, виконання її під силу або великій державній установі, або крупним фінансово-кредитним центрам.

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

- метод написання сценаріїв;
- метод оцінки за окремими показниками.

Метод написання сценаріїв реалізується таким чином: розглядаються різні варіанти розвитку подій; у кожного з них, у свою чергу, теж може бути декілька варіантів розвитку ситуації, що породжують нові події, тощо, тобто будується так зване дерево сценаріїв. Після оцінки ймовірності настання кожної події з цих варіантів вибирається той, що є найбільш очікуваним.

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

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

Цей метод є досить простим у використанні, він не вимагає побудови складних залежностей і великого обсягу обчислень. Визначення певних залежностей між валютним курсом та основними курсоутворюючими чинниками, наприклад, між валютним курсом та інфляцією, валютним курсом і ставкою рефінансування, валютним курсом і станом платіжного балансу, валютним курсом і рівнем валового внутрішнього продукту тощо, а також подальше порівняння результатів можуть збільшити вірогідність правильності прогнозу.

Але, на жаль, точність цього методу різко зменшується в умовах нестабільного фінансово-економічного середовища, що є характерним і для України.

Таким чином, у цьому випадку найбільш доцільно використовувати метод оцінки за окремими показниками як допоміжний при прогнозуванні самого курсу і при визначенні чинників, що на нього впливають.

Як уже зазначалося, найбільш ефективною є модель, що побудована на основі аналітичних залежностей.

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

Ця модель базується на гіпотезі про паритет купівельної спроможності. У довгостроковій перспективі існує тенденція вирівнювання цін у двох різних країнах на стандартні товари для міжнародної торгівлі. Пояснюється це тим, що як тільки внаслідок будь-яких причин ціна на деякий товар, наприклад зерно пшениці, підвищиться в одній країні, то продавці пшениці іншої країни, щоб одержати додатковий прибуток, направлять свій товар у цю країну, у результаті чого ціни на пшеницю в обох країнах вирівнюються, трохи підвищившись (така ситуація стає можливою за обставин, коли між країнами відбувається вільна торгівля і вартість транспортування є незначною в порівнянні з ціною товару).

Припущення про те, що міжнародний економічний обмін згладжує різницю в динаміці цін на основні товари, що беруть участь у міжнародній торгівлі, призводить до підтвердження теорії паритету

купівельної спроможності, яка зв'язує внутрішні ціни країн із вартістю їхніх національних валют. Ця залежність має такий вигляд:

$$B_k = C_6 / C_3, \quad (2.13)$$

де B_k – валютний курс;
 C_6 – рівень цін усередині країни;
 C_3 – рівень цін за кордоном.

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

Ідеальна модель економіки країни наведена у кількісній теорії попиту на гроші, відповідно до якої пропозиція грошей будь-якої країни дорівнює попиту на гроші, який, у свою чергу, є прямо пропорційним вартості ВВП. Кількісна теорія встановлює такі залежності між рівнем цін, валовим внутрішнім продуктом та пропозицією грошей у двох країнах:

$$M = k \cdot C \cdot ВВП; \quad (2.14)$$

$$M_3 = k_3 \cdot C_3 \cdot ВВП_3, \quad (2.15)$$

де M – внутрішня пропозиція грошей;
 M_3 – зовнішня пропозиція грошей;
 C – рівень цін усередині країни;
 C_3 – рівень цін за кордоном;
 $ВВП$ – валовий внутрішній продукт у даній країні;
 $ВВП_3$ – валовий внутрішній продукт за кордоном;
 k, k_3 – коефіцієнти, що обумовлюються рівнем цін.

Тепер можна визначити співвідношення рівнів цін між країнами:

$$C / C_3 = (M / M_3) \cdot (ВВП_3 / ВВП) \cdot (k_3 / k). \quad (2.16)$$

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

$$C / C_3 = (M / M_3) \cdot (ВВП_3 / ВВП). \quad (2.17)$$

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

$$B_k = [(M + Ч^k) / (M_3 + Ч_3^k)] [(B_3^c + I_3^h + Ч_3^e) / (B^c + I^h + Ч^e)], \quad (2.18)$$

де B_k – валютний курс;
 M, M_3 – внутрішня та зовнішня пропозиція грошей;

U^k, U_3^k – чистий експорт капіталів у країнах;
 B^c, B_3^c – витрати на споживання у країнах;
 I^h, I_3^h – розміри інвестицій;
 U^e, U_3^e – чистий експорт товарів.

У моделі регульованого стабільного процесу міжнародного економічного обміну, що застосовується у країнах зі стабільною економікою, до утворюючих чинників додаються регулюючі чинники, що можуть впливати або на зміну обсягів грошової маси, або на зміну обсягів валового внутрішнього продукту. Таким чином, у цій моделі дані чинники існують у вигляді “суперпозиції” відповідно до грошової маси або ВВП. “Суперпозиція” кожного чинника визначатиметься відповідним економічним змістом.

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

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

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

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

Таким чином, ми розглянули систему чинників, що впливають на формування рівня та динаміки валютного курсу, а також основні методи його прогнозування. На наш погляд, вибір того чи іншого методу дослідження залежить від багатьох факторів, основними з яких є:

- мета дослідження, для якого створюється модель;
- дослідження сутності процесу, виявлення його внутрішніх закономірностей;
- можливості та наслідки впливу на процес;
- прогнозування наслідків того чи іншого впливу на процес;
- прогнозування валютного курсу без детальної оцінки чинників, які його визначають;
- наявність бази даних для проведення аналізу (її обсяг та структура);
- наявність аналізу чинників (характер впливу окремих чинників на модель, якісна й кількісна оцінка, урахування часових лагів тощо);
- наявність відповідного технічного забезпечення [79; 81].

Разом з тим, необхідно розуміти, що достовірність прогнозів зміни обмінного курсу національної валюти може бути суттєво обмежена дією певних чинників, серед яких можна виділити такі:

1. На величину і динаміку обмінного курсу впливають усі фактори розвитку національної економіки, а в аналізі використовуються лише деякі з них. Тому в разі суттєвого впливу неврахованого фактора на валютний курс прогноз може виявитися недостовірним.

2. Неможливо достатньо точно оцінити часовий лаг між дією того чи іншого параметра розвитку економіки і його реальним впливом на обмінний курс національної валюти.

3. Досить складно оцінити вплив зовнішніх факторів на валютний курс з урахуванням усе більшої інтеграції національної економіки у світову, а отже, і більшої залежності обмінного курсу від екзогенної дії (наприклад, спекулятивного тиску, фінансових криз тощо), котра важко піддається прогнозуванню.

Крім того, враховуючи наявність певних “вузьких місць” в обох методах прогнозування обмінного курсу – як статистичному, так і експертних оцінок, – можна з упевненістю стверджувати, що тільки їх комплексне використання може сприяти підвищенню достовірності прогнозів майбутньої динаміки валютних курсів.

Використання ефективних методів прогнозування обмінного курсу дозволяє адекватно оцінити перспективи розвитку тих економічних процесів, які так чи інакше пов’язані з валютними відносинами. А це, у свою чергу, дає можливість обрати правильні напрями валютної політики, зокрема і щодо вибору найбільш оптимальних інструментів регулятивного впливу на динаміку валютного курсу з метою реалізації стратегічних завдань державної економічної політики.

2.5. 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 на 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.

У грудні 1992 р. 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 %.

Із 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 лише НБУ.

Водночас фіксація валютного курсу мала ряд негативних наслідків, до яких 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 курсів 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 скасування 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.

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.

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, зокрема й за рахунок валютної політики, забезпечило необхідні умови для проведення у вересні того ж року грошової реформи, що мала неконфліскаційний 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-курсної 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.

Проте 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. Відтік 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 1,8-2,25 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. Протягом 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 межі 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 отже, девальваційний тиск на гривню були зумовлені дією таких факторів:

- відтік 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 лише 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 9 лютого 1999 р. було визначено нові межі валютного коридору – 3,4-4,6 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, з позиції 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.

Однак 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) [63].

Але фактично, починаючи з 2000 р., валютно-курсова політика знову повернулася до принципу підтримки відносно 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 значних цінових переваг 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 імпортозаміщуваних 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 р. 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 рр. 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 мала результати:

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

Як бачимо, успіх чи неуспіх по суті аналогічних кроків у валютно-курсній сфері в різні періоди значною мірою визначався іншими умовами – бюджетною політикою, наявністю структурних змін у реальному секторі економіки. Це підводить нас до висновку, що валютно-курсну 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 му- сить розглядатися суспільством як неприпустима розкіш для країни

з 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, ні інструментів для такого хеджування. Саме це й зумовило таку бурхливу реакцію всіх секторів економіки на незначне, за світовими мірками, коливання обмінного курсу навесні 2005 р. [82].

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 (енерго-ресурсів, 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 макро-економічні проблеми, які впливають на динаміку обмінного курсу, незалежно від спрямованості конкретних дій центрального банку.

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

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

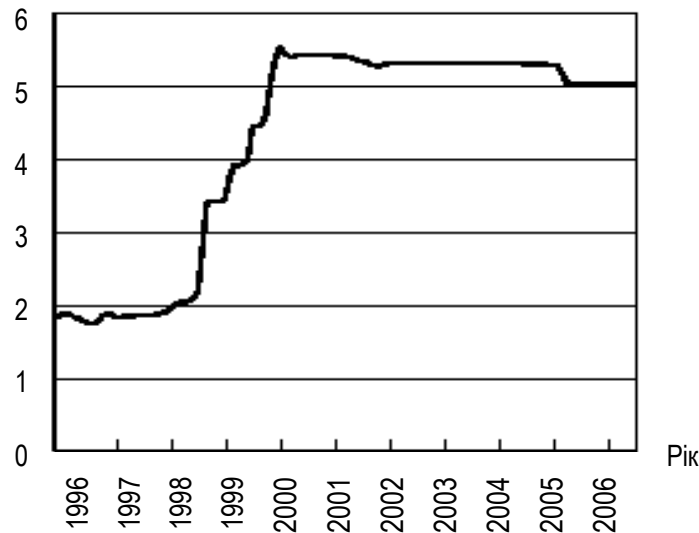


Рис. 2.3. Динаміка валютного курсу долара США щодо гривні за період 1996-2006 рр. [36]

Що стосується валют країн – основних торговельних партнерів України, то у 2006 р. гривня подешевшала щодо 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 [223].

Таким чином, детальний розгляд валютно-курсової політики Національного банку України за весь період ринкового реформування економіки дає змогу зробити висновок, що її головною метою залишалося досягнення стабільності національної грошової одиниці навіть попри значну її девальвацію на початку перехідного періоду, зумовленою радше об'єктивними економічними факторами, ніж власне валютною політикою НБУ. Процеси лібералізації валютного ринку і проведення політики плаваючого обмінного курсу найбільшою мірою сприяли появі позитивних тенденцій у сфері зовнішньоекономічних відносин.

Подальші перспективи формування валютно-курсової політики Національного банку України засновуватимуться на реалізації завдання

щодо підтримання стабільності обмінного курсу гривні з певним підвищенням гнучкості та розширенням меж його коливань за рахунок меншого впливу Національного банку на механізм курсоутворення. При цьому з позиції Національного банку України, валютно-курсова політика буде спрямована на забезпечення гнучкості валютного курсу і поступового переходу до вільного плавання, що відповідає завданням стримування інфляції, розвитку зовнішньоекономічної діяльності та внутрішнього виробництва, дедоларизації економіки, а також підвищенню довіри до національної грошової одиниці.

2.6. ВАЛЮТНО-КУРСОВА ПОЛІТИКА НБУ ЯК ФАКТОР ЦІНОВОГО ВПЛИВУ НА КОНКУРЕНТОСПРОМОЖНІСТЬ НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ

Сучасне розуміння конкурентоспроможності національної економіки неможливе без вирішення ряду методологічних проблем, пов'язаних, по-перше, із з'ясуванням самої суті конкуренції, особливо в її міжнародному аспекті, по-друге, створенням чіткої, структурованої системи показників для її аналізу і, по-третє, з'ясуванням можливості їх використання з метою розробки моделі, придатної для комплексної оцінки і прогнозування динаміки.

Конкуренція як об'єктивне економічне явище, що притаманне діяльності суб'єктів господарювання, найчастіше визначається як суперництво між ними з метою успішного просування на ринок своєї продукції. З точки зору теоретичних засад самого явища, конкуренція є проявом об'єктивних процесів у господарській діяльності: зниження витрат виробництва або задоволення потреб споживачів. Сама ж боротьба, суперництво при цьому є як видимою її частиною, предметом розгляду в економічних доктринах, у рамках яких конкуренція розглядається з точки зору прояву в ціновій і неціновій формах.

Україна є експортоорієнтованою й імпортозалежною країною, тому питання валютно-курсової політики НБУ та її впливу на конкурентоспроможність вітчизняних господарюючих суб'єктів на зовнішніх ринках є надзвичайно важливими та актуальними.

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 конкурентоздатності 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 винятком і Національний банк України, який регулюючи валютний ринок та впливаючи на процес формування валютного курсу та його динаміку, має певні цілі, зокрема і стратегічні для країни.

Центральне місце, яке посідає валютний курс 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 (див. (2.4)) випливає, що рівень цінової конкурентоспроможності національних товарів може підвищитися у таких 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 регуляторській 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.

Як свідчать результати розрахунків фахівців Національного банку й Інституту економічного прогнозування НАН України, основними факторами, що визначають зміну реального ефективного валютного курсу 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.

В умовах збереження девальваційного резерву за показником реального ефективного валютного курсу завдяки ціновій та курсовій стабільності зберігалися конкурентні переваги української продукції як на зовнішньому, так і на внутрішньому ринку. Це сприяло поліпшенню платіжного балансу і стимулювало піднесення вітчизняного виробництва, а також пожвавлення ділової активності в усіх сферах економіки. Позитивне торговельне сальдо забезпечувало збільшення золотовалютних резервів НБУ та своєчасну сплату зовнішніх боргів.

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 найбільш адекватним інструментом порівняння цінових переваг однієї країни перед іншою є співвідношення курсів їхніх валют за двома основними напрямками:

- паритетами купівельної спроможності валют (*PPP*);
- реальним обмінним курсом (*REER*).

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 курсу (що спостерігається і в Україні), 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 енергомісткістю, 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. Отже, наближення паритетного курсу до офіційного має відбуватися за умови наближення рівня життя в даній країні до рівня життя в розвинутих країнах світу.

За нашими розрахунками у випадку збереження офіційного курсу на рівні 5,05 та підтвердження офіційних прогнозів курсів національних валют і рівня інфляції у 18 країнах – основних торговельних партнерах України за експортними операціями – рівень цінової конкурентоздатності України протягом 2008 р. все ще зберігатиме девальваційний запас у межах 8-10 %.

Такий прогноз по суті є підставою для проведення Національним банком України політики номінальної стабільності гривні. Тому перший висновок щодо валютної політики НБУ на найближчий період можна сформулювати так: поки реальний ефективний валютний курс не вичерпає згаданий девальваційний резерв, Національний банк не змінить політики номінально фіксованого курсу і протидіятиме будь-яким спробам учасників валютного ринку атакувати цей курс.

Нинішня валютна політика Національного банку України сприяє збереженню позитивного впливу обмінного курсу на фінансову стабільність, зниження рівня інфляції. Найближчим часом можна очікувати збереження стабільності на валютному ринку з незначними курсовими коливаннями – така точка зору банкірів на перспективи курсової політики НБУ.

Як уже зазначалося, 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 щодо 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.

Країни – претенденти на вступ до Європейського Союзу мають відповідати таким основним економічним критеріям:

- економічне зростання з темпами, що перевищують середні в ЄС на 2-3 % для зближення рівнів життя населення;
- структурні зміни на користь сфери послуг за рахунок скорочення аграрного сектора;
- цінова стабільність (інфляція в межах 2-2,5 %);
- дефіцит зведеного бюджету в межах 3 % від ВВП тощо.

За нашими розрахунками, якщо у найближчі 6 років середньорічні темпи приросту ВВП у нашій країні становитимуть приблизно 5 %, то за таких умов рівень життя в Україні (з урахуванням тенденції до скорочення кількості населення), а отже, й співвідношення внутрішніх і зовнішніх цін, підвищиться до 36 % від рівня країн ЄС. При цьому безпечний рівень цінової рівноваги зберігатиметься лише за умови позитивних зрушень у ефективності виробництва і розширення сегмента нецінових конкурентних переваг.

Це означає, що протягом наступних п'яти років номінальний (офіційний) курс долара до гривні, якщо прив'язуватися до нього у зазначених цінових пропорціях (паритетний коефіцієнт 36 %) та різних варіантах середньорічної інфляції, може, на нашу думку, змінюватися таким чином (табл. 2.6).

Таблиця 2.6

Прогноз впливу інфляції на офіційний валютний курс в Україні на 2008-2012 рр. [87]

№ пор.	Умова	Прогнозоване значення офіційного курсу USD/UAN на кінець 2012 р.
1	Середньорічна інфляція в Україні перевищуватиме інфляцію в країнах ЄС на 3,0-3,5 %	3,80-4,20
2	Середньорічна інфляція в Україні перевищуватиме інфляцію в країнах ЄС на 6,0 %	4,40-4,80
3	Середньорічна інфляція в Україні перевищуватиме інфляцію в країнах ЄС на 9,0 %	4,90-5,30
4	Середньорічна інфляція в Україні перевищуватиме інфляцію в країнах ЄС більш ніж на 9,0 %	> 5,40

Перш ніж проаналізувати дані табл. 2.6 хочемо зазначити, що на практиці процес ревальвації національних валют щодо американського долара було започатковано у багатьох країнах, де зменшується відрив від рівня життя розвинутих країн світу. Так у Польщі у липні 2000 року валютний курс USD/PLN становив 4,47, в липні 2003 року він уже становив 3,81. У Росії процес зміцнення рубля щодо долара було започатковано у 2002 році. У Болгарії, Угорщині, Чехії ревальвація національних валют відбувалася досить динамічно протягом 2001-2002 рр.

Перший прогнозний варіант курсоутворення може реалізуватися за умови, що темпи зростання наявних доходів домогосподарств не перевищуватимуть темпи зростання продуктивності праці. Тобто пропозиція у вигляді товарів і послуг зростатиме паралельно з розширенням купівельної спроможності населення, що стримуватиме внутрішню інфляцію. При цьому доходи населення у доларовому вираженні зростатимуть як за рахунок їх реального збільшення, так і номінальної ревальвації національної валюти. Крім того, до такого варіанта розгортання подій спонукають інтереси внутрішніх інвесторів, котрим завищений курс вільно конвертованої валюти стає перепорою для імпортного насичення інвестицій та модернізації власного виробництва з відповідними структурними наслідками.

Вищі темпи інфляції – перевищення рівня в ЄС на 6 і більше відсоткових пунктів – означатимуть, що скорочення відставання України від європейських країн відбуватиметься в умовах більшої цінової нестабільності (з усіма інвестиційними наслідками) з акцентом на значно вищих параметрах динаміки внутрішніх цін порівняно із зовнішніми та незначному відставанні (або відсутності) номінальної девальвації національної валюти щодо долара США.

Подібний ефект для країн, які ліквідують своє відставання, нагадує ефект Баласи-Самуельсона. Його сутність полягає в тому, що в цих країнах спостерігається систематичне зростання продуктивності праці та заробітної плати у товарному секторі економіки, яке спричиняє підвищення цін у нетоварному її секторі, а отже, – інфляцію. В даному випадку високі темпи інфляції працюють на зменшення розриву внутрішніх цін і передбачають реальне зміцнення національної валюти.

Іншим фактором, який слід враховувати і який впливає на курсоутворення при виборі того чи іншого сценарію валютного регулювання, є рівень припливу прямих іноземних інвестицій у країну. Якщо економіка України стане конкурентоспроможною на ринку світового

капіталу і капіталоутворення на 20-30 % зумовлюватиметься прямими іноземними інвестиціями, тоді можна буде пролонгувати високий рівень цінових переваг без суттєвої корекції курсоутворення.

За відсутності таких зрушень необхідно забезпечити ціновий вигравш внутрішнім інвесторам і проводити політику обґрунтованого зміцнення національної валюти.

З огляду на те, що перевищення темпів зростання внутрішніх цін в Україні щодо цін у Євросоюзі має поступово дійти до мінімальної позначки (щоб відповідати критеріям конвергенції), а паритетний курс – відповідно припинити зростання, єдиним засобом його наближення до обмінного курсу на зазначеному рівні (36 %) у 2012 р. стає зменшення останнього, тобто зміцнення гривні.

Гірший сценарій розгортання подій означає менші темпи випередження економічного розвитку, високу інфляцію, кволе підвищення ефективності виробництва, девальвацію національної валюти щодо кошика валют країн-партнерів та збереження старої структури виробництва і низького рівня життя населення.

Отже, стратегія валютного регулювання має бути орієнтована на використання каналу поступового підвищення реального ефективного обмінного курсу зі збереженням позитивного девальваційного резерву щодо зовнішньоторговельних країн-партнерів протягом найближчих 5 років, які мають бути використані для активного підвищення технологічного рівня та ефективності виробництва. Головним індикатором глибини таких змін є ступінь наближення рівня життя населення в Україні до рівня життя в ЄС. За таких умов вартість товарів та послуг на внутрішньому ринку зростатиме в національній валюті меншими темпами, ніж в іноземній, із довгостроковою перспективою повної ліквідації розриву між внутрішніми та зовнішніми цінами.

Таким чином, у найближчі роки з метою оптимізації динаміки цінової конкурентоспроможності економіки та валютного курсоутворення стратегічні орієнтири цінової та курсової політики України мають бути такими:

- мінімальне необхідне перевищення середньорічних темпів економічного зростання в країні над темпами країн Євросоюзу має становити не менше 5 %;
- поступове скорочення різниці в темпах інфляції з досягненням середньорічного перевищення у 3-4 %;
- стабільне зміцнення гривні із поступовим скороченням девальваційного посткризового резерву і посилення процесу заміщенням цінової конкурентоспроможності неціновою;

- зменшення різниці між внутрішніми і зовнішніми цінами відповідно до скорочення розбіжності між рівнем життя населення в Україні та у Європейському Союзі;
- кардинальне підвищення загальної конкурентоспроможності економіки, особливо підприємницького середовища, яке відповідно сприятиме розширенню припливу в країну прямих іноземних інвестицій [87].

2.7. КЛЮЧОВІ АСПЕКТИ ЗАПРОВАДЖЕННЯ МЕХАНІЗМУ ПЕРЕХОДУ ДО БІЛЬШОЇ ГНУЧКОСТІ ВАЛЮТНОГО 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 [199].

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 враховані 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 певною мірою 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, який застосовує режим фіксованого курсу, як правило, сам змушений діяти на ринку, що обмежує міжбанківську активність.

Які ж заходи можуть вживатися 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 щодо введення гнучкого валютного курсу – незалежно від темпів переходу – був досить значним для створення уявлення про двосторонні ризики, пов'язані зі зміною валютного курсу. Наявність двостороннього ризику спонукає учасників ринку відкривати як короткі, так і довгі позиції.

До інших заходів, що можуть вживатися країнами для подальшого розвитку валютного ринку, належать:

- 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 сформулювати 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 інших можливих заходів належать 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 [23].

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 дводсоткове 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 р. 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 [221].

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 з позиції 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 виправдовують проведення інтервенцій. Мінливість валютного курсу може бути результатом зміни економічних детермінантів або появи нової інформації і може відбивати процес визначення ринком рівноважних цін. Крім 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, зокрема Туреччина та Філіппіни, підтвердили свою прихильність до гнучкому валютному курсу, підкресливши, що інтервенції не застосовуватимуться 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 [98].

Враховуючи стійку тенденцію до перевищення на міжбанківському валютному ринку пропозиції іноземної валюти над попитом, у серпні 2005 р. 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 як 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, щоб той повернувся до встановлених меж [221].

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 як альтернативний номінальний “якір” 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 р. у 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 існує і при фіксованих валютних режимах, однак регулювання ризику та управління ним набуває 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 щодо 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 р., Таїланд – у липні 1997 р. і Бразилія – на початку 1999 р.). 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 90-ті роки ХХ ст.). Таким чином, навіть за сприятливих економічних умов відкриття рахунку операцій з капіталом до введення плаваючого валютного курсу може дестабілізувати стан внутрішньої ліквідності, спричинити макроекономічні диспропорції та викликати спекулятивні атаки [98].

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 ступеня 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 менше проміжних етапів або взагалі їх не вимагає.

Одним із найголовніших визначальних чинників темпів переходу є ступінь розвитку фінансово-кредитних інститутів і ринків. За 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. За наявності потужних макроекономічних позицій і пруденційної грошово-кредитної політики 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 коригувати рівень валютного курсу для того, щоб гнучкість, яка 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 набувають додаткової актуальності при відкритті рахунку операцій з капіталом.

Ретельна підготовка підвищує ймовірність того, що стратегія переходу – поетапна або швидка – буде успішною. Розробка багатьох

оперативних заходів вимагає значного часу, і країни повинні починати підготовчу роботу до відмови від режиму фіксованих курсів (рис. 2.4).

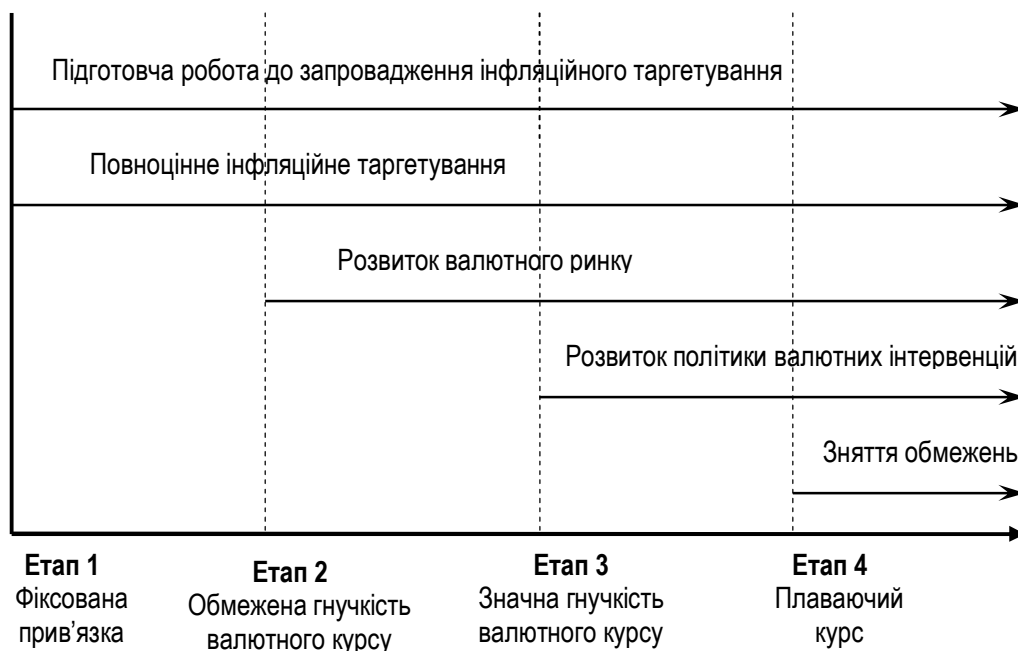


Рис. 2.4. Схема поступового (поетапного) переходу до режиму плаваючого валютного курсу [81]

Наприклад, вони можуть забезпечити цілий ряд попередніх умов:

- зміцнити незалежність центрального банку;
- збільшити потенціал прогнозування інфляції;
- підвищити ступінь прозорості грошово-кредитної політики;
- створити систему інформації з управління валютним ризиком;
- розширити інформацію щодо динаміки платіжного балансу.

Таким чином, необхідними стартовими передумовами для забезпечення поступового переходу до більшої гнучкості валютного курсу з урахуванням необхідності збереження стабільності на грошово-кредитному ринку України є:

- створення великого за обсягом і ліквідністю валютного ринку для визначення і встановлення валютного курсу;
- максимально можлива лібералізація системи валютного регулювання та валютного контролю;
- розробка НБУ спеціальної політики, що визначає мету, терміни й обсяги валютних інтервенцій для ефективного регулювання попиту та пропозиції на валютному ринку;
- введення таргетування інфляції як альтернативного номінального “якоря”, перегляд основ грошово-кредитної політики з метою її

коригування при відмові від використання валютного курсу як об'єкта таргетування;

- запровадження ефективної системи управління валютними ризиками, зокрема сприяння розвитку ринку інструментів хеджування ризику (валютних деривативів) шляхом скасування заборони та контролю над строковими валютними операціями;
- чітке визначення термінів лібералізації рахунків операцій з капіталом;
- визначення політики щодо темпів переходу до гнучкої системи валютного курсу.

Залежно 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 [84].

Як швидко вдасться пройти цей шлях Україні, нині сказати досить складно. Це залежатиме лише 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.

РОЗДІЛ 3

ФОРМУВАННЯ ТА УПРАВЛІННЯ ЗОЛОВОВАЛЮТНИМИ РЕЗЕРВАМИ ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКУ

3.1. ПОНЯТТЯ ЗОЛОВОВАЛЮТНИХ РЕЗЕРВІВ, НЕОБХІДНІСТЬ ФОРМУВАННЯ ТА ВИЗНАЧЕННЯ ЇХ ОПТИМАЛЬНОГО РІВНЯ

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 в наявності золотовалютних резервів та управління ними.

Управління золотовалютними резервами країни є органічною складовою валютної політики центрального банку, що безпосередньо впливає на можливості ефективного використання ним основних інструментів валютного регулювання, зокрема таких, як девізна політика, встановлення режиму валютного курсу, регулювання сальдо платіжного балансу та ін. Від величини резервів, їх якісного складу залежить не тільки 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 формування та 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 [63; 123].

Таким чином, Національний банк України самостійно, практично “з нуля”, почав формувати механізм управління золотовалютними резервами. Нині постала необхідність систематизувати накопичений

досвід, виявити основні тенденції та закономірності сучасної практики управління золотовалютними резервами у 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.

Розглянемо 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 [123].

Золотовалютні резерви – це запаси іноземних фінансових активів та золота, які належать державі і перебувають у розпорядженні органів грошово-кредитного регулювання і можуть бути реально використані на регулятивні та інші потреби, що мають загальноекономічне значення [146].

У своєму підручнику “Центральний банк та грошово-кредитна політика” професор А.М. Мороз дає таке 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” [215].

Згідно із Законом України “Про Національний банк України” золотовалютний резерв – резерви України, відображені у балансі Національного банку України, що включають у себе активи, визнані світовим співтовариством як міжнародні і призначені для міжнародних розрахунків [188].

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” [63, 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.

Основна характерна ознака офіційних золотовалютних резервів – те, що їх власником є 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 функціонування у сфері 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 України “Про Національний банк України” саме на центральний банк нашої держави покладено повноваження щодо накопичення та зберігання золотовалютних резервів і здійснення операцій з ними та банківськими металами [188].

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” [189].

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 причини відображають по суті й функції, які виконують офіційні золотовалютні резерви у процесі організації міжнародних валютних відносин:

- по-перше, засіб утворення ліквідних коштів (для зовнішніх розрахунків);
- по-друге, засіб міжнародних платежів (для фінансування негативного сальдо платіжного балансу);
- по-третє, засіб валютної інтервенції (для купівлі-продажу іноземних валют на ринку в обмін на національну).

Виконуючи ці функції, офіційні золотовалютні резерви по суті є гарантом стабільності національної грошової системи країни.

Згідно з вимогами МВФ, затвердженими 20 вересня 2001 р., офіційні валютні резерви використовуються для вирішення таких завдань:

- забезпечення довіри до політики щодо управління грошовими агрегатами й обмінним курсом, зокрема 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 формування та 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:

- трансакційний мотив (transaction motive), або мотив ліквідності;
- мотив обережності (precaution motive);
- портфельний мотив (portfolio motive), або мотив диверсифікації заощаджень чи багатства [123].

На наш погляд, ці загальні мотиви можуть бути застосовані центральними банками для визначення необхідності утримання певного рівня офіційних золотовалютних резервів.

Зрозуміло, що економічне тлумачення кожного з мотивів дещо відрізнятиметься від канонічного, враховуючи специфіку діяльності центрального банку.

Трансакційний мотив економісти звичайно 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 імпортних операцій, здійснення платежів капітального характеру, проведення різних видів трансфертних платежів, обслуговування зовнішнього боргу формує так званий трансакційний попит на іноземну валюту.

В економічно розвинутих країнах трансакційний попит задовольняється на відкритому валютному ринку (international foreign exchange market). 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 лише на золотовалютні резерви. У 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 у процесі своєї діяльності:

- ризик дефолту країни;
- курсовий ризик.

Ризик дефолту полягає у можливості несвоечасного 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 розвинуті 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 впливає на склад резервів.

Звичайно, правил без винятків не існує. 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, проілюстровані на рис. 3.1.

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 чітко заплановану величину, а, скоріше, як середньо- чи довгострокову мету, 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.



Рис. 3.1. Мотиви та фактори визначення оптимального рівня золотовалютних резервів [123]

Основні чинники, що визначають динаміку офіційних валютних резервів:

- 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;
- 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;

- 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 отже, ще більше витрачання валютних резервів центральним банком для уникнення кризи;
- чинний режим валютного курсу національної валюти визначає динаміку золотовалютних резервів залежно від використання фіксованого або плаваючого режиму. За інших однакових 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;
- 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;
- міжнародний рух капіталів, який впливає на переміщення валютних коштів з країни в країну, що зумовлює зміни кон'юнктури на внутрішньому валютному ринку, а отже, 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 відтік 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.;
- валютні обмеження, що діють у країні, визначають можливість 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 отже, 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.

Враховання 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.

3.2. СТРУКТУРА ЗОЛОТОВАЛЮТНИХ РЕЗЕРВІВ ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКУ

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 [63].

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 у 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 ієни.

Сьогодні структура резервів центральних банків значною мірою визначається оцінкою перспектив економічного розвитку США та країн Центральної і Західної Європи (15 країн Зони євро), що впливає на частку, відповідно, американського долара та 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. 3.2).

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 облигації як найбільш надійні види фондових інструментів. Певна частка запасів іноземної валюти може зберігатися також у вигляді готівки в касах центрального банку.

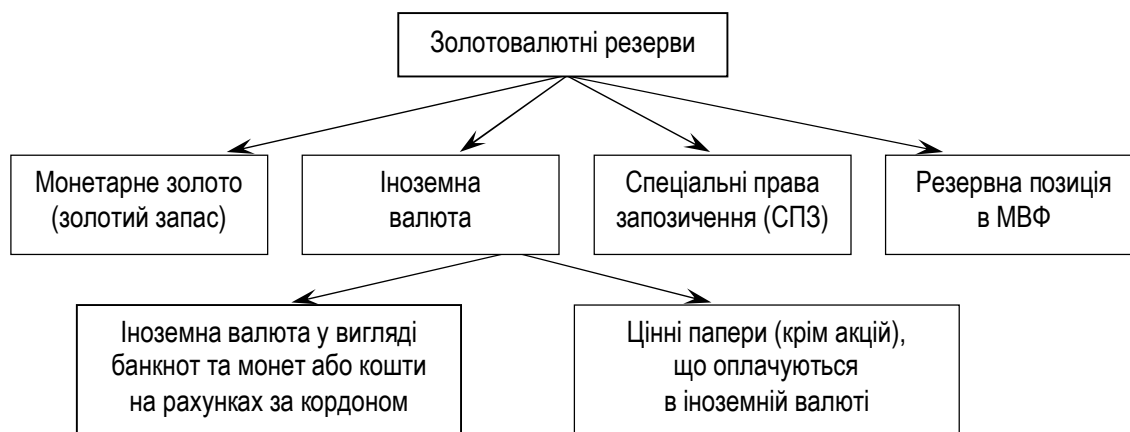


Рис. 3.2. Типова структура золотовалютних резервів [122]

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 ієна, 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 ієна та 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 із 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 ХХ 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 скасування 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 містити 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).

Загалом 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 прийнятного рівня дохідності вкладень, розміщених у валютних активах, при мінімальному ризику [63; 122; 123].

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, будучи 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.

3.3. УПРАВЛІННЯ ОФІЦІЙНИМИ ЗОЛОВОВАЛЮТНИМИ РЕЗЕРВАМИ

Одним із головних завдань центрального банку у процесі реалізації валютної політики є ефективне управління офіційними золотовалютними резервами країни.

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 [63].

Деякі фахівці під управлінням золотовалютними резервами мають на увазі процес зберігання золотовалютних резервів з метою збереження або нарощення їх реальної вартості, підтримання високого рівня ліквідності та доступності до використання органами грошово-кредитного управління [120].

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 й є специфікою управління золотовалютними резервами, оскільки отримання доходу не може бути метою діяльності центрального банку в цілому.

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 з певних етапів (рис. 3.3).

Механізм управління офіційними золотовалютними резервами передбачає виконання таких 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.

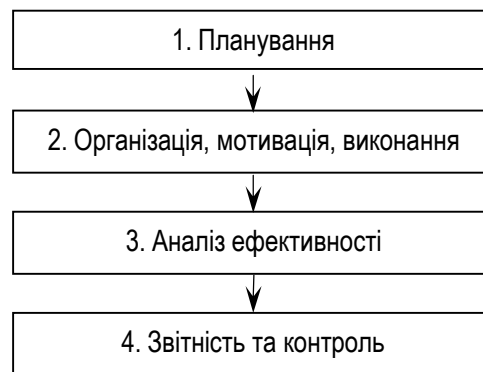


Рис. 3.3. Основні етапи процесу управління золотовалютними резервами

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. Отже, 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 отже, 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 отже, 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 отже, 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:

- по-перше, 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;
- по-друге, 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, відтоку 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 має 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 відтоку 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 імпортних 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 порівняння величини золотовалютних резервів і конкретних обсягів імпорту 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 імпорту 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.

Що стосується 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 таких параметрів (табл. 3.1).

Таблиця 3.1

Принципи управління золотовалютними резервами країни [122]

№ 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. 3.4, 3.5).

У 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 щодо інвестиційного еталона з боку інвестиційного менеджера – відповідного підрозділу центрального банку.

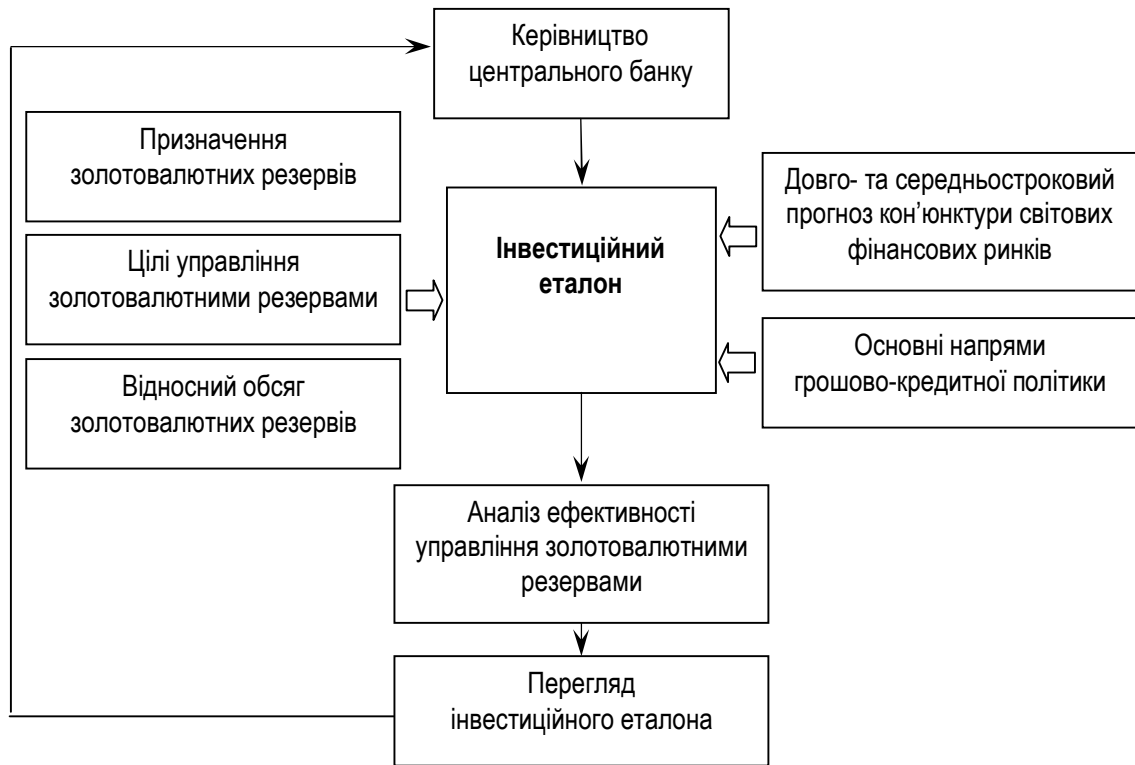


Рис. 3.4. Макрорівень процесу управління золотовалютними резервами [122]

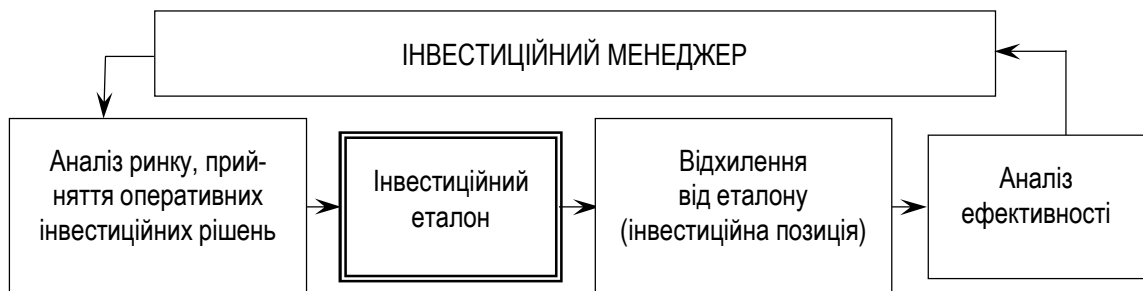


Рис. 3.5. Мікрорівень процесу управління золотовалютними резервами

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 ураховувати такі фактори:

- зміни кон'юнктури на світових валютних ринках;
- перспективи короткострокових коливань обмінних курсів валют;
- прогностні оцінки стану міжнародних розрахунків країни;
- потреби обслуговування зовнішнього боргу;
- перспективи впливу тих чи інших чинників на обмінний курс національної валюти.

Із 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 є урядові структури інших країн;
- придбання, продаж, обмін боргових зобов'язань (векселів, депозитних сертифікатів та ін.), боржниками або гарантами за якими є 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 із 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 [63; 215].

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 доходності 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 питань, які стосуються управління золотовалютними резервами, таких як:

- диверсифікація активів Національного банку та їх ліквідності;
- мінімальний розмір золотовалютних резервів;
- 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 щодо:

- 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 цього департаменту. Бухгалтерський облік і розрахунки за здійсненими операціями із 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 сьогодення 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 подальшого 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 табл. 3.2.

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.

**Розподіл повноважень у процесі управління
золотовалютними резервами [125]**

Рівень	Функції та повноваження
1. Правління Національного банку України	<ul style="list-style-type: none"> - визначення цілей та основних принципів управління золотовалютними резервами Національного банку України; - встановлення мінімального (цільового) обсягу золотовалютних резервів; - встановлення загальних правил валютної диверсифікації золотовалютних резервів НБУ; - встановлення обмежень щодо рівня ризиків, які готовий взяти на себе Національний банк України; - затвердження нормативно-правових актів щодо управління золотовалютними резервами; - визначення організаційної структури підрозділів, що задіяні у процесі управління золотовалютними резервами НБУ; - встановлення повноважень посадових осіб Національного банку щодо підписання фінансових угод, що укладаються в процесі управління золотовалютними резервами НБУ
2. Комітет з управління активами та пасивами НБУ	<ul style="list-style-type: none"> - розподіл коштів золотовалютних резервів у портфелі; - затвердження інвестиційних еталонів портфелів золотовалютних резервів; - здійснення контролю за ризиками і результатами фінансової діяльності за операціями із золотовалютними резервами НБУ, встановлення кредитних та інших лімітів; - забезпечення координації діяльності структурних підрозділів Національного банку України; - надання звітності Голові та Правлінню НБУ
3. Директор департаменту валютного регулювання	<ul style="list-style-type: none"> - здійснення оперативного контролю за дотриманням інвестиційних еталонів та обмежень ризику; - прийняття оперативних рішень щодо здійснення стандартних операцій із золотовалютними резервами у сумі, що перевищує 50 млн. доларів США; - здійснення щомісячного моніторингу рівня ліквідності та дохідності золотовалютних резервів
4. Начальник управління валютних операцій	<ul style="list-style-type: none"> - прийняття оперативних рішень щодо здійснення стандартних операцій із золотовалютними резервами у сумі від 20 до 50 млн. доларів США; - здійснення контролю за дотриманням лімітів на всі види ризику; - визначення окремих фінансових інструментів (з дозволеного переліку) для інвестування коштів золотовалютних резервів; - забезпечення відповідного рівня ліквідності золотовалютних резервів
5. Начальник відділу операцій із золото- валютними резервами	<ul style="list-style-type: none"> - забезпечення укладання угод з прийнятними контрагентами та фінансовими інструментами у межах затверджених лімітів; - прийняття оперативних рішень щодо здійснення стандартних операцій із золотовалютними резервами у сумі, що не перевищує 20 млн. доларів США; - забезпечення наявності, достовірності та повноти інформації за кожною з укладених угод із золото-валютними резервами для здійснення незалежного підтвердження та розрахунками за угодами

3.4. РОЛЬ ЗОЛОТА У ФОРМУВАННІ МІЖНАРОДНИХ РЕЗЕРВІВ КРАЇНИ

Запаси золота є невід'ємною складовою офіційних золотовалютних резервів. Тому оцінку їх ролі і значення у структурі резервів слід вважати необхідним елементом реалізації валютної політики центрального банку щодо формування відповідних активів. Роль золота у формуванні офіційних валютних резервів країни змінилася у зв'язку зі зміною функціонування міжнародної валютної системи.

В умовах золотого стандарту періоду Паризької та Генуезької валютних систем золото слугувало основним елементом валютних міжнародних резервів та засобом остаточних розрахунків за сальдо платіжних балансів. У період функціонування Бреттон-Вудської валютної системи золото відіграло роль абсолютного та універсального платіжного засобу, використовувалося через обмін на долари США для розрахунків за сальдо платіжного балансу. Однак уже після 1976 р. згідно з Ямайськими валютними угодами було скасовано офіційну ціну на золото і централізоване регулювання міжнародних ринків золота, що означало його вільний продаж. У 70-80-ті роки ХХ ст. частка золота у світових валютних резервах залишалася практично незмінною. А 90-ті роки ХХ ст. виникла тенденція до поступового зниження частки цього активу в складі резервів центральних банків, що зумовлювалося зниженням ринкової ціни цього металу. На світовому ринку золота у цей період спостерігалися тенденції зміщення істотної частки попиту в бік приватного нагромадження і виробничого споживання. За таких умов частка благородного металу в державних сховищах ніколи не перевищує чверті світових запасів і сьогодні становить за різними оцінками близько 31 тис. тонн.

Разом з тим, попри зміни ролі золота у міжнародних валютних відносинах у рамках Ямайської валютної системи, необхідно зазначити, що воно залишається важливим інструментом міжнародної валютної ліквідності, головним принципом якої є вкладення коштів у найбільш надійні резервні валюти й іноземні активи. Суттєвою перевагою золота з цього погляду є, по-перше, те, що воно, на відміну від інших складових валютних резервів, не є зобов'язанням якої-небудь іншої країни і може бути реалізований як товар на будь-яких ринках і, по-друге, за багато років неодноразово підтверджувалася негативна кореляція цього активу з курсом долара США (тобто чим слабший долар

на світових валютних ринках, тим вищі ціни на золото). Тому, незважаючи на те, що золото не приносить ніякого процентного доходу (крім імовірного зростання його ринкової вартості як товару, яка, втім, може і знижуватися) і потребує суттєвих витрат на його зберігання, центральні банки продовжують утримувати його у складі своїх резервів як високоліквідний актив, який можна порівняно легко обміняти на вільноконвертовану валюту.

Найбільшими золотими запасами володіють США – 8,1 тис. тонн, що становить близько 27 % від загального золотого запасу всіх країн. Країни ЄС володіють близько 12,5 тис. тонн. У володінні міжнародних валютно-кредитних організацій знаходиться близько 4 тис. тонн, з яких 3,2 тис. тонн утримує МВФ.

Значні золоті запаси, що зберігаються центральними банками, більшою мірою використовуються в сучасних умовах за двома напрямками:

- як резервний фонд коштів для міжнародних платежів;
- як застава при отриманні зовнішніх кредитів.

Відповідно до цих двох напрямів розрізняють два основні можливі типи операцій із золотом, що здійснюються центральними банками. По-перше, це розміщення золота в депозити, ставки за якими в середньому є суттєво нижчими, ніж ставки на грошовому ринку. По-друге, це здійснення операцій типу “своп” (тобто обмін), при яких центральні банки здійснюють продаж золота в обмін на іноземну валюту за одночасного укладення зворотної угоди, що передбачає викуп золота через певний строк в обмін на іноземну валюту. У такому разі країна, що отримує іноземну валюту, по суті передає свій золотий запас у заставу іншій країні.

Центральні банки здійснюють управління золотою частиною офіційних золотовалютних резервів, керуючись тими самими принципами, що й для валютної частини: збереження, ліквідність, дохідність. Водночас для центральних банків ризик фінансових втрат, пов'язаний зі зберіганням золотих запасів, передусім зумовлений нестабільністю кон'юнктури на світових ринках золота і періодичними коливаннями ціни на нього. Динаміка ринкових цін на золото визначається багатьма факторами економічного, політичного та спекулятивного характеру. Зокрема йдеться про обсяги видобутку, попит з боку промисловості і населення, політичну нестабільність в окремих країнах, масштаби купівлі-продажу центральних банків.

Так, у 90-х роках ХХ ст. центральні банки деяких країн (Англії, Швейцарії, Бельгії, Нідерландів, Люксембургу, ФРН) здійснювали операції щодо продажу золота з офіційних валютних резервів. Тому

з метою уникнення значного зниження ціни на нього і дестабілізації внаслідок цього ринкової кон'юнктури 26 вересня 1999 р. було укладено “Угоду про золото” між Європейським центральним банком та деякими центральними банками провідних європейських країн (Австрії, Італії, Франції, Португалії, Швейцарії, Бельгії, Люксембургу, Німеччини, Іспанії, Англії, Фінляндії, Нідерландів, Ірландії, Швеції). Ця угода регламентувала дії центральних банків на світовому ринку золота – вони не повинні були продавати більше ніж 400 тонн золота на рік і 2 тис. тонн наступні п'ять років загалом, зокрема не збільшувати обсяги депонування золота і надання його в кредит у цей період. Тими ж центральними банками (та ще Банком Греції) 8 березня 2004 р. було підписано нову “Угоду про золото”, що набула чинності 27 вересня того ж року. Згідно з її положеннями щорічний обсяг продажу золота було збільшено до 500 тонн, а загальний продаж – до 2,5 тис. тонн, а також було визначено, що банки не збільшуватимуть обсяги ф'ючерсів і опціонів на продаж золота порівняно із сумами відповідних угод протягом попередніх п'яти років.

Тенденції останніх років указують на істотне зростання ціни на золото, основною причиною чого є передусім нестабільність американської валюти як світового резервного активу. На думку прибічників утримання значної частки золота у структурі офіційних золотовалютних резервів, золото здатне захистити міжнародну валютну і фінансову системи від кризових явищ, оскільки сучасні паперові (електронні) форми більшості активів не мають власної вартості, а їх ринкова ціна визначається під впливом дії цілої низки важко прогнозованих факторів, котрі можуть зумовити як суттєве зростання, так і значне зниження вартості цих активів. А долар США, як і будь-яка інша національна валюта, є по суті борговою розпискою американського казначейства і слугує інструментом перерозподілу капітальних та інших ресурсів на користь США.

Таким чином, припущення, що після скасування золотовалютного стандарту Бреттон-Вудської валютної системи золото поступово перестане бути елементом міжнародної валютної системи, перетворившись на звичайний товарний актив, не виправдались. Більше того, не в останню чергу довіра до центральних банків та міжнародних валютно-кредитних організацій як гарантів національної і міжнародної валютної стабільності зумовлена саме наявністю в їхніх резервах золота.

Головні фактори, що визначають важливу роль золота як невід'ємної складової офіційних золотовалютних резервів, такі:

- золото є позанаціональним активом, що не залежить від валютної політики інших країн, заходів їх валютного контролю, а також

обмежень політичного характеру, що може мати своїм наслідком заморожування виражених в іноземній валюті активів країни в інших країнах;

- золото є важливим засобом диверсифікації офіційних золотовалютних резервів центральних банків, а отже, дає змогу знизити ризики при інвестуванні коштів у різні види валютних цінностей;
- золото не обтяжене жодними міжнародними кредитними зобов'язаннями, що вигідно відрізняє його від інших складових резервів (вкладень у цінні папери, готівку, а також депозити в іноземній валюті), які виражають певні зобов'язання їх емітентів – урядів іноземних держав;
- золото є важливим страховим резервом, слугуючи джерелом ліквідних ресурсів на випадок надзвичайних подій і непередбачуваних обставин (стихійних лих, катастроф, війн, міжнародних валютно-фінансових криз тощо);
- золото є важливим елементом забезпечення національної грошової одиниці у складі активів центрального банку з огляду на нестабільну вартість активів в іноземній валюті, що зумовлено динамікою внутрішніх інфляційних процесів у країнах – емітентах цієї валюти [63].

Таким чином, дія вказаних факторів визначає об'єктивні потреби подальшого утримання золота у складі офіційних золотовалютних резервів центральних банків. Золото за своєю природою є довгостроковим вкладенням ресурсів, а отже, імовірні короткострокові втрати, пов'язані з коливанням ціни на нього, розглядаються як свого роду страхові виплати за захист від імовірних втрат у випадку кризових явищ.

3.5. ФОРМУВАННЯ ТА УПРАВЛІННЯ ЗОЛОВОВАЛЮТНИМИ РЕЗЕРВАМИ НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ

Одним із головних завдань Національного банку України в процесі реалізації валютної політики є формування та ефективне управління офіційними золотовалютними резервами країни [188].

НБУ формує, зберігає та накопичує золотовалютні резерви, маючи на меті:

- 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 нами аналіз формування та управління золотовалютними резервами Національного банку України дав змогу виділити чотири історичні етапи та виявити їх особливості (табл. 3.3).

Таблиця 3.3

Етапи формування та управління золотовалютними резервами НБУ

№ пор.	Історичний етап	Тривалість, роки	Характеристика
1	Перший	1991-1992	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	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	Стрімке зростання обсягів золото-валютних 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

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, зливків 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 [188].

Основним джерелом коштів для поповнення офіційних золотовалютних резервів НБУ до 1995 р. були надходження від обов'язкового продажу валютної виручки експортерів. Після скасування 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.

В економічній науці переважає думка, що інтервенції можуть здійснюватись центральними банками, маючи на меті:

1. Короткострокове регулювання валютного курсу. Центральні банки переважної більшості країн, що розвиваються, та країн з перехідною економікою найчастіше сприймають необхідність короткострокового регулювання валютного курсу як найважливішу причину для визначення доцільності утримання та достатнього рівня офіційних резервів.

Подібні інтервенції звичайно стерилізуються, тобто надлишок пропозиції національної грошової одиниці (у випадку купівлі центральним банком іноземної валюти), або дефіцит пропозиції національної

грошової одиниці (у випадку продажу центральним банком іноземної валюти) балансується шляхом проведення вирівнюючих операцій на внутрішньому ринку, найчастіше на вторинному ринку державних боргових зобов'язань.

Стерилізовані інтервенції найчастіше спрямовані:

- на протидію короткостроковому спекулятивному руху капіталу;
- на корекцію та зменшення небажаних коливань валютного курсу протягом короткого терміну.

Крім того, короткострокове коригування валютного курсу за допомогою стерилізованих інтервенцій дає необхідний час для роздумів провідникам монетарної політики для застосування більш ефективних та довгострокових монетарних важелів, таких як зміна облікової ставки або норми резервування залучених коштів.

2. Середньострокове регулювання валютного курсу. Як додаток до короткострокового регулювання нестерилізовані валютні інтервенції можуть бути застосовані для досягнення середньострокових цілей макроекономічної політики, які стосуються економічного зростання та інфляції. В сучасній монетарній теорії існує декілька наукових шкіл, представники яких займають діаметрально протилежні позиції: перші розглядають внутрішні процентні ставки та пропозицію грошей як функцію від валютного курсу, а інші – навпаки. Зрозуміло, що у другому випадку для здійснення регулювання валютного курсу використовуються монетарні важелі, такі як облікова ставка, норма обов'язкового резервування, що значно зменшує попит на золотовалютні резерви.

Центральний банк може здійснювати монетарну політику, використовуючи нестерилізовані валютні інтервенції, навіть без застосування традиційних монетарних важелів. Оскільки такі операції впливають на грошову пропозицію, вони впливають і на внутрішні процентні ставки. Тобто золотовалютні резерви можуть в деяких випадках служити ефективним інструментом проведення внутрішньої монетарної політики.

У більшості розвинутих країн нестерилізовані валютні інтервенції практично не застосовуються. В результаті такі країни не розглядають середньострокове регулювання валютного курсу як мотив для утримання золотовалютних резервів. В інших країнах, безперечно, резерви можуть утримуватись та використовуватись саме з метою середньострокового регулювання валютного курсу. Найбільш яскравим прикладом в цьому розумінні є країни з режимом курсоутворення “валютне бюро” (currency board).

Показники валютного ринку України, обсягу валютних інтервенцій та їх питомої ваги у 2007 р. наведено у табл. 3.4.

Таким чином, у 2007 р. в результаті здійснення валютних інтервенцій офіційні золотовалютні резерви Національного банку України збільшились майже на 8 млрд. доларів США, що складає 77,1 % від загального обсягу збільшення. Це свідчить про те, що офіційні інтервенції НБУ є дієвим засобом впливу не тільки на обмінний курс національної валюти і головним джерелом поповнення золотовалютних резервів держави.

Національний банк може поповнювати резерви за рахунок кредитних коштів, отриманих урядом України від міжнародних валютно-кредитних організацій, через обмін відповідних валютних надходжень на національну валюту.

Таблиця 3.4

Операції НБУ на валютному ринку України у 2007 р. [262]

№ пор.	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

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, дорогоцінних каменів 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.

Згідно зі ст. 48 Закону України “Про Національний банк України” золотовалютний резерв використовується НБУ на такі 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.

Протягом усього періоду діяльності Національного банку України спостерігалася чітка тенденція до нарощування обсягів офіційних золотовалютних резервів (за винятком 1998 р., це пов’язано з фінансовою кризою), що вказує на поступове зміцнення ролі зовнішньоекономічного сектора в надходженні виручки в іноземній валюті на внутрішній валютний ринок країни (табл. 3.5).

Таблиця 3.5

Структура та динаміка офіційних золотовалютних резервів України, млн. дол. США [38]

Дата	Усього золотовалютних резервів	Загальна сума резервів за мінусом золота	СПЗ і резервна позиція в МВФ	Іноземна валюта	Монетарне золото
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

Як свідчать дані табл. 3.5, 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 %) має 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.

Нижче розглянемо абсолютну та відносну зміну величини офіційних золотовалютних резервів Національного банку України за період 2000-2007 рр. (табл. 3.6).

Таблиця 3.6

**Зміна величини офіційних золотовалютних резервів
Національного банку України за період 2000-2007 рр.**

Рік	Величина офіційних золотовалютних резервів НБУ, млн. дол. США	Зміна до попереднього року	
		млн. дол. США	%
2000	1475,4	–	–
2001	3089,5	+1614,1	+109,4
2002	4416,8	+1327,3	+43,0
2003	6937,2	+2520,4	+57,1
2004	9524,7	+2587,5	+37,3
2005	19390,4	+9865,7	+103,6
2006	22358,2	+2967,8	+15,3
2007	32462,1	+10103,9	+45,2

Таким чином, лише за останні 8 років величина золотовалютних резервів Національного банку України збільшилась у 22 рази, або на 30986,7 млн. доларів США (з 1475,45 млн. у 2000 р. до 32462,1 млн. американських доларів у 2007 р.). Найбільша динаміка зростання спостерігалася у 2001 р. (на 109,4 %) та 2005 р. (на 103,6 %). В абсолютному ж виразі найбільш показовими є 2005р. (+9865,7 млн. доларів США) та 2007 р. (+10103,9 млн. американських доларів).

Це, зокрема, пояснюється тим, що протягом останніх 3-4 років валютна політика НБУ з управління офіційними золотовалютними резервами була спрямована на утримання обмінного курсу гривні від надмірної ревальвації. У зв'язку з тим, що приплив іноземної валюти значно перевищує її відтік, Національний банк України постійно викупував надлишок пропозиції валюти на внутрішньому валютному ринку, поповнюючи свої резерви.

Отже, для забезпечення курсової стабільності національної грошової одиниці, збереження рівноваги на міжбанківському валютному ринку НБУ використовує офіційні золотовалютні резерви і здійснює інтервенції. Сутність цього механізму відображена на рис. 3.6.

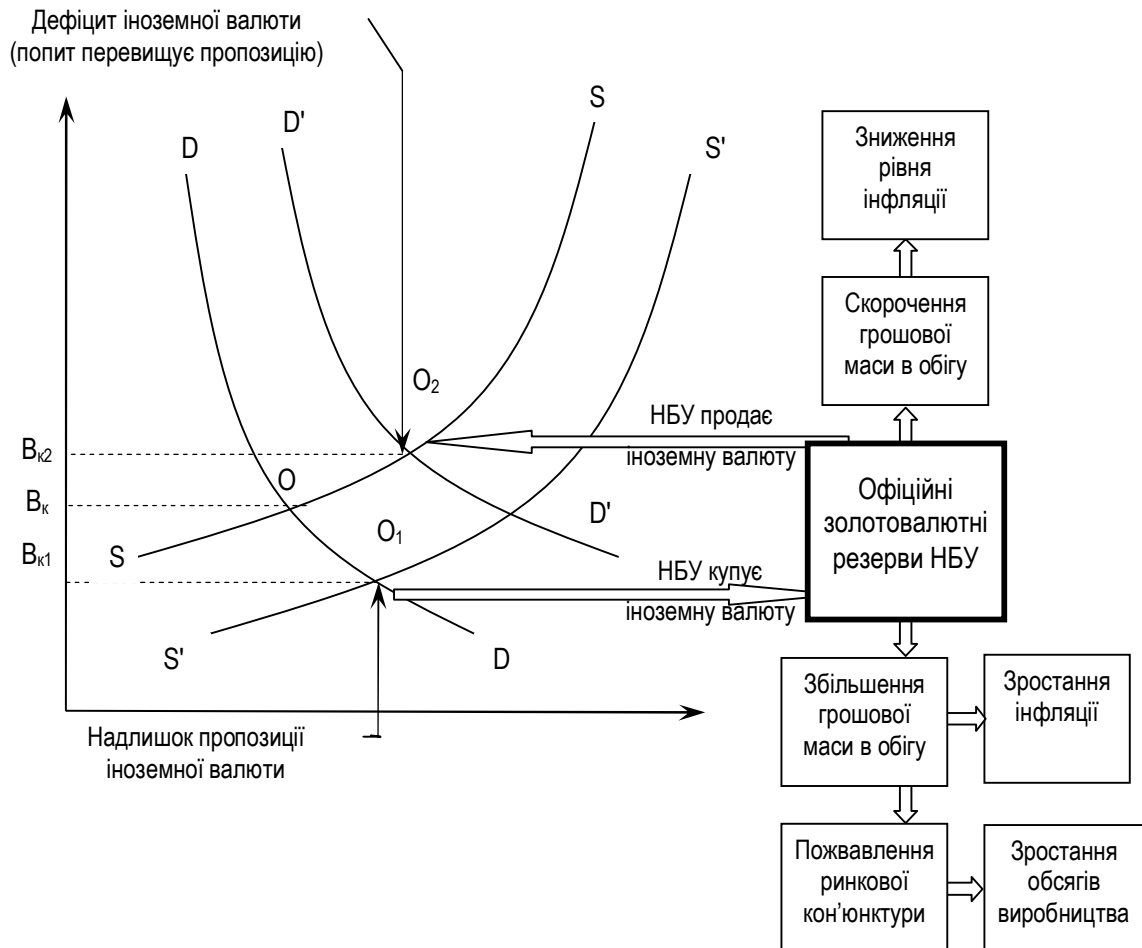


Рис. 3.6. Вплив золотовалютних резервів на стабільність валютного курсу та реалізацію валютної політики НБУ

При цьому нами були використані такі умовні позначення:

- B_k – фактичний (офіційний) курс іноземної валюти (наприклад, долара США) до гривні, що визначається на міжбанківському валютному ринку України;
- B_{k1} – ймовірний курс USD/UAN за умови збільшення пропозиції на валютному ринку доларів США;
- B_{k2} – ймовірний курс USD/UAN за умови збільшення попиту на американські долари;
- DD, SS – відповідно криві попиту та пропозиції доларів США на валютному ринку України. За умов вільно плаваючих

курсів та згідно з методикою визначення офіційного валютного курсу в Україні точка перетину цих кривих (точка O) визначає офіційний обмінний курс гривні;

$D'D', S'S'$ – відповідно криві збільшення попиту та пропозиції доларів США на валютному ринку;

O_1 – точка перетину кривих DD та $S'S'$. Визначає ймовірний курс $B_{к1}$ (девальвацію долара та ревальвацію гривні) за умов незмінного попиту на долари США та збільшення їхньої пропозиції;

O_2 – точка перетину кривих $D'D'$ та SS . Визначає ймовірний курс $B_{к2}$ (девальвацію гривні та ревальвацію долара) за умов незмінної пропозиції доларів США та збільшення попиту на них.

Як видно з рис. 3.6, офіційні золотовалютні резерви є досить дієвим інструментом реалізації монетарної та валютної політики Національним банком України, що дозволяє тією чи іншою мірою 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, Національний банк України нарощує обсяги офіційних золотовалютних резервів, одночасно збільшуючи в обігу величину грошової маси у національній валюті.

Отже, 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 отже, забезпеченням його зобов'язань, що визначають масштаби здійснюваної емісії національної валюти (табл. 3.7).

Як видно з даних табл. 3.7, головна частка у структурі активів Національного банку України належить основним складовим офіційних золотовалютних резервів країни, а саме:

- 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.

Таким чином, підсумовуючи зазначені статті, маємо: на 01.01.2006 сума золотовалютних резервів становила 89,3 % від загальної суми активів НБУ.

Таблиця 3.7

Структура вимог і зобов'язань Національного банку України [36; 38]

№ рядка балансу	Найменування статті балансу	01.07.2007		01.01.2006	
		Сума, тис. грн.	Частка, %	Сума, тис. грн.	Частка, %
	I. АКТИВИ				
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
	Усього активів	157202000	100,0	123362338	100,0
	II. ЗОБОВ'ЯЗАННЯ				
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
	Усього зобов'язань	148381000	94,4	120576532	97,7
	III. ВЛАСНИЙ КАПІТАЛ				
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
	Усього власного капіталу	8821000	5,6	2785806	2,3
	Усього пасивів	157202000	100,0	123362338	100,0

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 у 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. 3.7).

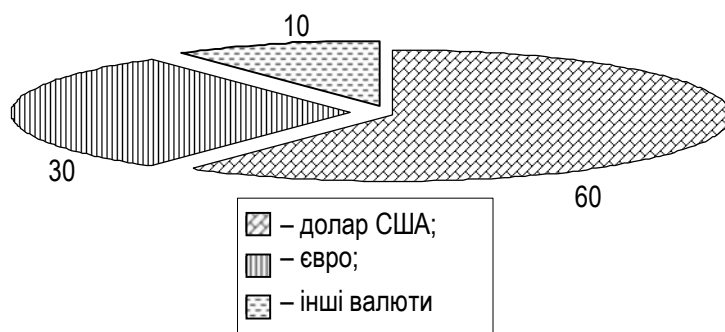


Рис. 3.7. Приблизна структура валютного компонента золотовалютних резервів НБУ станом на 01.01.2008, % [38]

Отже, станом на 1 січня 2008 р. орієнтовна структура золотовалютних резервів НБУ за видами валют мала такий вигляд:

- долар США – близько 60 % (оскільки 75-80 % усіх зовнішньоекономічних розрахунків в Україні здійснюється саме у американських доларах);
- євро – близько 30 %;
- інші валюти (англійський фунт стерлінгів, швейцарський франк та золото) – близько 10 %.

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 сектора і кон'юнктури світових ринків товарів, послуг і капіталів можна вважати, що така ситуація спостерігатиметься й у подальшому.

Проведений нами порівняльний аналіз структури золотовалютних резервів НБУ та країн – членів Міжнародного валютного фонду дав змогу зробити такі висновки:

- 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 ризику 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 отже, 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 (див. 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 означає 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 [63].

Таким чином, оптимальна структура золотовалютних резервів, правильне управління ними визначає можливості центрального банку ефективно проводити не лише валютну, а й грошово-кредитну політику, забезпечуючи досягнення відповідних стратегічних цілей монетарного регулювання загалом.

3.6. ПРОБЛЕМНІ АСПЕКТИ ВИБОРУ РЕЗЕРВНОЇ ВАЛЮТИ ПРИ ФОРМУВАННІ ТА УПРАВЛІННІ ЗОЛОТОВАЛЮТНИМИ РЕЗЕРВАМИ: СВІТОВІ ТЕНДЕНЦІЇ ТА УКРАЇНА

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 зовсім 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, є:

- долар США;
- євро;
- японська ієна;
- 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 як 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 Великобританії 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 з 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.

Долар є головною резервною валютою протягом усього післявоєнного періоду (протягом 1945 – 80-х років ХХ ст.). Лише після створення у 1979 р. країнами ЄС 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 проводяться раз на три роки і присвячені використанню валют в операціях на світових валютних ринках, частка долара США у валютнообмінних 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 отже, і зміцнення курсу цієї валюти. Крім того, долар США обслуговує не лише ринок нафти, а й близько двох третин світового ринку високих технологій, що власне і є основою економічного розвитку. Сполучені Штати, залучаючи капітали з усього світу (зокрема інтелектуальні) та інвестуючи їх у створення нових технологій і 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 межах), 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 зростає 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 межах пристойності, то вибухове збільшення кредитної емісії (що виражається агрегатом M3) викликає серйозні занепокоєння економістів (табл. 3.8). Як результат – зростання інфляції не тільки у США, але й у всій світовій фінансовій системі, що абсорбує долари.

Таблиця 3.8

**Співвідношення грошової маси та золотовалютних резервів
у деяких країнах світу станом на 1 січня 2007 р.**

№ пор.	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. трійка “лідерів” мала такий вигляд:

- Китай – 1,434 трлн. дол. США;
- Японія – 945,6 млрд. дол. США;
- Росія – 455,8 млрд. дол. США.

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 ієнах. Подібний перегляд валютної структури своїх міжнародних активів зробила й Індія (6-те 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, в яку наряду 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 можливість 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 щодо основних світових валют. Індекс вартості долара щодо кошика валют з євро, японської ієни, 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 вилучити 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 унеможливити 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 ієни у міжнародній торгівлі не перевищує кількох процентів, а частка інших резервних валют (англійський фунт стерлінгів, швейцарський франк) є ще меншою. В останні роки немає жодних передумов для розширення використання ієни як засобу платежу в міжнародній торгівлі, а отже, 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 90-х ХХ ст. – початку 2000-х років зумовили відносно незначну частку ієни 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 ієну. Тому з долларом США нині конкурує головним чином не ієна 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 як головної світової резервної валюти.

Національний банк України поки що не має наміру негайно змінювати структуру своїх золотовалютних резервів, яка в першу чергу залежить від місця валюти у міжнародних розрахунках країни (до 80 % міжнародних розрахунків України здійснюються у доларах США), зовнішньоторговельного сальдо країни та основних державконтрагентів. “Поки частка американського долара в золотовалютних резервах залишається величезною, хоча робота в напрямку зменшення його питомої ваги, – за словами Голови НБУ Володимира Стельмаха, – уже ведеться”.

У той же час пан Стельмах не приховує, що в перспективі можливе збільшення частки китайських юанів, японських ієн та інших валют у структурі офіційних резервів, залежно від формування структури зовнішньої торгівлі [208].

До речі, деякі фахівці всерйоз говорять про доцільність формування частини золотовалютних резервів НБУ в російських рублях. “Зараз 80 % всіх міжнародних розрахунків України відбуваються в доларах, саме тому золотовалютні резерви сформовані в доларах США. Якщо нас дійсно зобов’язать платити Росії в рублях, ми розглянемо це питання. Але поки основний обсяг розрахунків з Росією здійснюється в доларах, і жодних інших вказівок від Кабінету Міністрів в нас немає. До того ж у Національному банку є затверджена політика, і ми вдосконалюємо структуру резервів з 2000 року”, – говорить перший заступник Голови правління НБУ Анатолій Шаповалов.

За словами Голови Ради НБУ Петра Порошенка стосовно можливої зміни принципів формування золотовалютних резервів НБУ у найближчому майбутньому, то він повідомив, що будь-які зміни щодо

формування золотовалютних резервів держави можна проводити лише через внесення змін у чинне законодавство, “адже ні в межах повноважень НБУ, ні Уряду провести такі зміни одноосібно не можливо”.

“Хотів би підкреслити, що Національний банк України згідно з чинним законодавством продовжуватиме використовувати міжнародно визнані резервні активи за умови забезпечення їх надійності та ліквідності для забезпечення внутрішньої та зовнішньої стабільності національної грошової одиниці. У майбутньому поєднуюватимуться політика підтримання оптимальної структури міжнародних резервів із застосуванням нових фінансових інструментів з метою забезпечення більш ефективного управління цим фінансовим ресурсом”, – відзначив голова Ради НБУ [262].

3.7. НОВІ ПІДХОДИ ДО УПРАВЛІННЯ ЗОЛОТОВАЛЮТНИМИ РЕЗЕРВАМИ НБУ

Поступальний розвиток світових фінансових ринків, поява нових фінансових інструментів обумовлюють необхідність удосконалення механізму управління золотовалютними резервами Національного банку України.

На сьогодні основним фінансовим інструментом розміщення коштів золотовалютного резерву НБУ є строкові депозити (станом на 1 липня 2007 р. їхня питома вага у структурі золотовалютних резервів становила 53,3 %), які характеризуються низькою ліквідністю та доходністю, що є вищою, ніж за коррахунками, але нижчою, ніж можуть забезпечити інші інструменти фінансового ринку.

Стрімке зростання за останні 8 років обсягу золотовалютних резервів НБУ (рис. 3.8), зменшення процентних ставок на міжнародних грошових ринках, зниження кредитних рейтингів ряду європейських банків – контрагентів НБУ призвели до значного зменшення ефективності традиційної інвестиційної політики НБУ – розміщення коштів золотовалютного резерву на короткострокові депозити. Середня ринкова сума міжбанківського депозиту, для якої котируються найкращі цінові умови, становить на сьогодні 15-50 млн. дол. США. Таким чином, для розміщення золотовалютних резервів у 30-денні депозити необхідно здійснювати близько 2500 операцій на рік, що тягне за собою значне підвищення як кредитного (пов’язаного з фінансовим станом банків-контрагентів), так і операційного ризику (необхідність обробки значної кількості трансакцій).

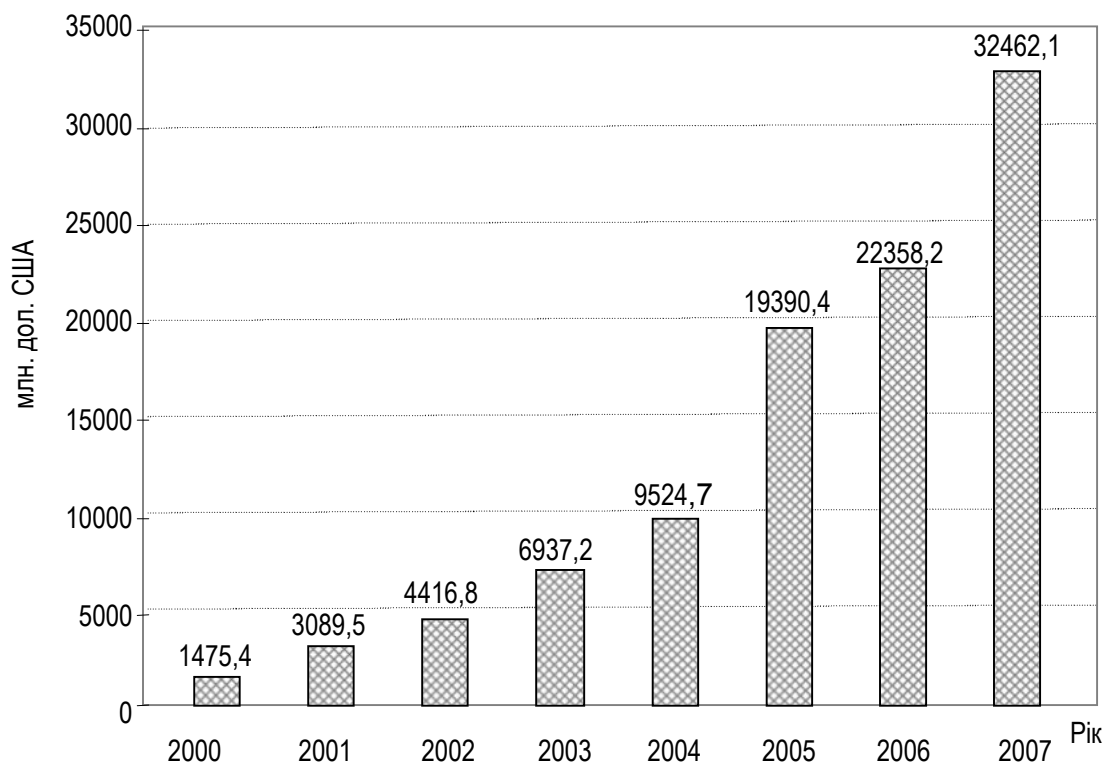


Рис. 3.8. Динаміка офіційних золотовалютних резервів Національного банку України за період 2000-2007 рр. (на кінець періоду) [38]

За інформацією Банку міжнародних розрахунків більше 75 % світових золотовалютних резервів розміщено у державні цінні папери (облігації) країн – емітентів резервних валют (долар США, євро, японська ієна, англійський фунт стерлінгів і швейцарський франк).

Проведення операцій з цінними паперами дозволяє зменшити кредитний ризик, підвищити ліквідність золотовалютних резервів (у випадку необхідності цінні папери можуть бути продані за 1-2 дні на вторинному ринку) та їхню дохідність (за рахунок інвестування коштів у більш довгострокові фінансові інструменти, ніж міжбанківські депозити).

На сучасному міжнародному ринку капіталу обертаються мільйони різних цінних паперів: акції, облігації, векселі, депозитні сертифікати тощо. Крім того, існують добре розвинуті біржові ринки фінансових деривативів (ф'ючерсні угоди, опціони, угоди про майбутню процентну ставку (FRA)) та міжбанківські ринки (операції “форвард” та “своп”). Яким чином центральні банки вибирають з великої кількості фінансових інструментів, що обертаються на ринку, прийнятні, призначені для розміщення золотовалютних резервів?

Перш за все необхідно проаналізувати юридичні аспекти. Для запобігання інвестуванню золотовалютних резервів у занадто ризикові та (або) низьколіквідні фінансові інструменти на законодавчому рівні можуть встановлюватись певні регулятивні обмеження. Близько 40 % центральних банків відзначили існування юридичних обмежень інвестиційної практики у національному законодавстві, зокрема:

- фінансові інструменти повинні бути активами, що визнаються світовим співтовариством як міжнародні резервні активи;
- обмежується чи забороняється інвестування коштів в акції або недержавні (корпоративні) зобов'язання;
- встановлюються кредитні ліміти або мінімально допустимий кредитний рейтинг фінансових інструментів;
- забороняється використання фінансових інструментів, обіг яких не регулюється належним чином відповідними державними органами;
- забороняються операції з деривативами.

Українське законодавство вимагає, щоб активи, які входять до складу золотовалютних резервів, визнавалися міжнародним співтовариством як резервні. НБУ має обмеження мінімального кредитного рейтингу банків-контрагентів на рівні "А". Також Національному банку заборонено здійснювати розміщення коштів офіційних резервів в акції.

До недавнього часу, певною мірою всупереч світовим тенденціям, інвестиційна політика Національного банку України передбачала розміщення коштів у депозитні інструменти, до яких відносять і депозити до запитання – залишки на кореспондентських рахунках. Разом із тим, протягом 1995-1999 рр. здійснювалися операції з цінними паперами, а також залучалися зовнішні інвестиційні менеджери для управління частиною золотовалютних резервів НБУ. Мінімальна частка депозитних інструментів у складі золотовалютних резервів спостерігалася наприкінці березня 1996 року і складала дещо більше 65 %.

Необхідний рівень ліквідності золотовалютних резервів за умови використання депозитних фінансових інструментів можуть забезпечити тільки депозити до запитання. Така форма інвестицій приносить або дуже низький дохід, або взагалі його не приносить, оскільки кошти зберігаються у високоліквідній формі у вигляді залишків на кореспондентських рахунках в іноземних банках. Строкові євродепозити забезпечують дещо більшу дохідність (на рівні відповідних ставок LIBID), однак їх неможливо достроково припинити (без суттєвих штрафних санкцій). Найяскравіше недоліки практики розміщення золотовалютних резервів у строкові депозити виявляються в періоди фінансових криз. Наприклад, у розпал валютно-фінансової кризи 1998 р. перебували

в ліквідному стані та були доступними органам монетарного управління лише половина (57,2 %) золотовалютних резервів НБУ. Решта припадала на довгострокові депозити (з терміном погашення до 2 років) в іноземних банках, кредити Міністерству фінансів України, надані в 1995-1996 рр., тощо.

Проаналізувавши досвід управління золотовалютними резервами іноземних центральних банків і враховуючи вимоги українського законодавства, Правління Національного банку України 11 вересня 2000 року затвердило “Положення про основні принципи управління золотовалютними резервами”, зокрема визначивши коло прийнятних фінансових інструментів та угод для розміщення коштів золотовалютних резервів:

- 1) депозити на строк до 1 року в прийнятних для НБУ іноземних банках, з огляду на їх інвестиційний клас (кредитний рейтинг);
- 2) конверсійні валютні угоди;
- 3) форвардні угоди та операції “своп” строком до 6 місяців, які укладаються лише з метою хеджування валютних ризиків;
- 4) угоди продажу, обміну, надання та отримання в кредит і під заставу:
 - державних цінних паперів (казначейських векселів, нот, облігацій та ін.) без обмеження поточного строку до погашення, боржником або гарантом за якими є держава в цілому, Міністерство фінансів (казначейство), інше відомство центрального уряду, а також організації та адміністративно-територіальні суб’єкти, що мають державну підтримку (федеральні агенції США, федеральні землі ФРН), або центральний банк;
 - боргових зобов’язань (векселів, депозитних сертифікатів тощо) з поточним строком до погашення не більше ніж 10 років, боржником або гарантом за якими є міжнародні фінансово-кредитні організації (Світовий банк, ЄБРР, Банк міжнародних розрахунків тощо), або інший іноземний банк за умови, що його зобов’язання повністю забезпечені державними позиками;
- 5) угоди з похідними фінансовими інструментами, які укладаються лише з метою хеджування ризиків.

Як можна побачити, керівний орган Національного банку України дозволив здійснювати операції з досить широким колом фінансових інструментів: від державних облігацій до фінансових деривативів.

Наступним кроком є вибір цільового географічного сегмента світового фінансового ринку. Основними сегментами світового фінансового ринку є ринки США, країн Євросони, Японії, Великобританії, Канади, Австралії.

Найбільшим фінансовим ринком світу є ринок США, тому що він:

- інституційно розвинутий;
- прозорий, ліквідний;
- має найвищий кредитний рейтинг (AAA);
- має найбільшу капіталізацію (більше 20 трлн. дол. США);
- має середньоденний оборот близько 280 млрд. дол. США.

Згідно з інформацією Федеральної резервної системи США іноземні центральні банки утримують близько 700 млрд. дол., або 21 % від загального обсягу емітованих державних зобов'язань США [269].

Враховуючи те, що у структурі золотовалютних резервів НБУ долар США має найбільшу питому вагу (близько 60 %) було обрано саме американський сегмент світового фінансового ринку: починаючи з вересня 2003 р. НБУ в співпраці з Міжнародним банком реконструкції та розвитку (група Світового банку) розпочав здійснення операцій з цінними паперами. Національний банк здійснює операції з цінними паперами з терміном погашення до 1 року. Як інвестиційний еталон (benchmark) застосовується індекс Merrill Lynch 0-12 Month Government Index.

Для НБУ розміщення коштів золотовалютних резервів у короткострокові (до 1 року) облігації уряду США (T-bills) надає такі переваги:

1. Зменшення кредитного ризику. Уряд США має найвищий кредитний рейтинг "AAA".
2. Зменшення операційного ризику. На ринку обертаються цінні папери з терміном до погашення від 1 тижня до 1 року, що дає можливість інвестувати кошти на необхідний термін без здійснення пролонгацій.
3. Зменшення трансакційного ризику (ризик непоставки цінних паперів). Розрахунки за придбані облігації здійснюються через Федеральний Резервний банк Нью-Йорка за принципом "поставка проти платежу" (DVP, delivery-versus-payment). Таким чином, без фактичної поставки куплених цінних паперів списання коштів з рахунку Національного банку України не відбувається.
4. Підвищення ліквідності золотовалютного резерву. Цінні папери уряду США за необхідності отримання грошових коштів можуть бути швидко реалізовані на умовах "тод", "том" і "спот", тоді як припинення строку дії депозитів є складною процедурою, тягне за собою штрафні санкції і негативно впливає на репутацію банку.
5. Підвищення рівня дохідності. Дохідність цінних паперів є дещо вищою за дохідність короткострокових депозитних ставок [120; 122].

РОЗДІЛ 4

ВАЛЮТНИЙ РИНОК ЯК ГОЛОВНА СФЕРА ВПЛИВУ ВАЛЮТНОЇ ПОЛІТИКИ

4.1. ПОНЯТТЯ, ОСНОВНІ ФУНКЦІЇ, СТРУКТУРА ТА СУБ'ЄКТИ ВАЛЮТНОГО РИНКУ

Основною сферою 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.

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.

Таким чином, першим етапом дослідження є 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 однакові 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” [136].

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” [131].

І.Н. Платонова у навчальному посібнику “Валютный рынок и валютное регулирование” подає таке 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” [41].

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 [26].

Досить різні визначення поняття валютного ринку подаються у сучасній довідковій 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 [61]. 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” [215].

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 мають на увазі офіційні фінансові центри, в яких зосереджено здійснення валютних операцій” [229].

А.С. Гальчинський характеризує валютний ринок як відносини не тільки між банками, а й між їх клієнтами. Головна характерна риса валютного ринку полягає у тому, що тут грошові одиниці протидіють одна одній тільки у вигляді записів на кореспондентських рахунках [53].

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, а валютні цінності (грошові знаки) різних країн;
- по-друге, цінами на ньому є 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 [197].

Досить влучним, на наш погляд, є визначення, яке у своєму підручнику “Валютна політика” пропонує О.В. Дзюблюк: “Валютний ринок – це система економічних відносин, що виникають при здійсненні операцій із купівлі-продажу іноземної валюти за курсом, що формується на основі попиту і пропозиції” [63].

У працях деяких науковців є згадки про валютний ринок, але не дано його визначення і не досліджено його 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 нам дати власне визначення цієї економічної категорії.

Отже, на нашу думку, валютний ринок – це система економічних відносин між його суб’єктами щодо здійснення операцій з купівлі-продажу іноземних валют, цінних паперів, фінансових деривативів, банківських металів, інших валютних цінностей, де цінами є 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.

З функціонального погляду валютні ринки забезпечують своєчасне здійснення міжнародних розрахунків, хеджування від валютних ризиків, диверсифікацію валютних резервів.

З інституціонального погляду валютні ринки представлені сукупністю банків, інвестиційних компаній, валютних бірж, брокерських контор, які здійснюють валютні операції.

З організаційно-технічного погляду валютний ринок є сукупністю телеграфних, телефонних, телексних, електронних й інших комунікаційних систем, які зв’язують між собою учасників ринків з різних країн, що здійснюють міжнародні розрахунки й інші валютні операції.

Попри те, що операції, що зараз здійснюються на валютних ринках, відомі ще з античного періоду, їхнє формування у сучасному розумінні припадає на кінець XIX – початок XX 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 безперебійного 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 портфеля 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 сьогодні 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, а 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 (рис 4.1).

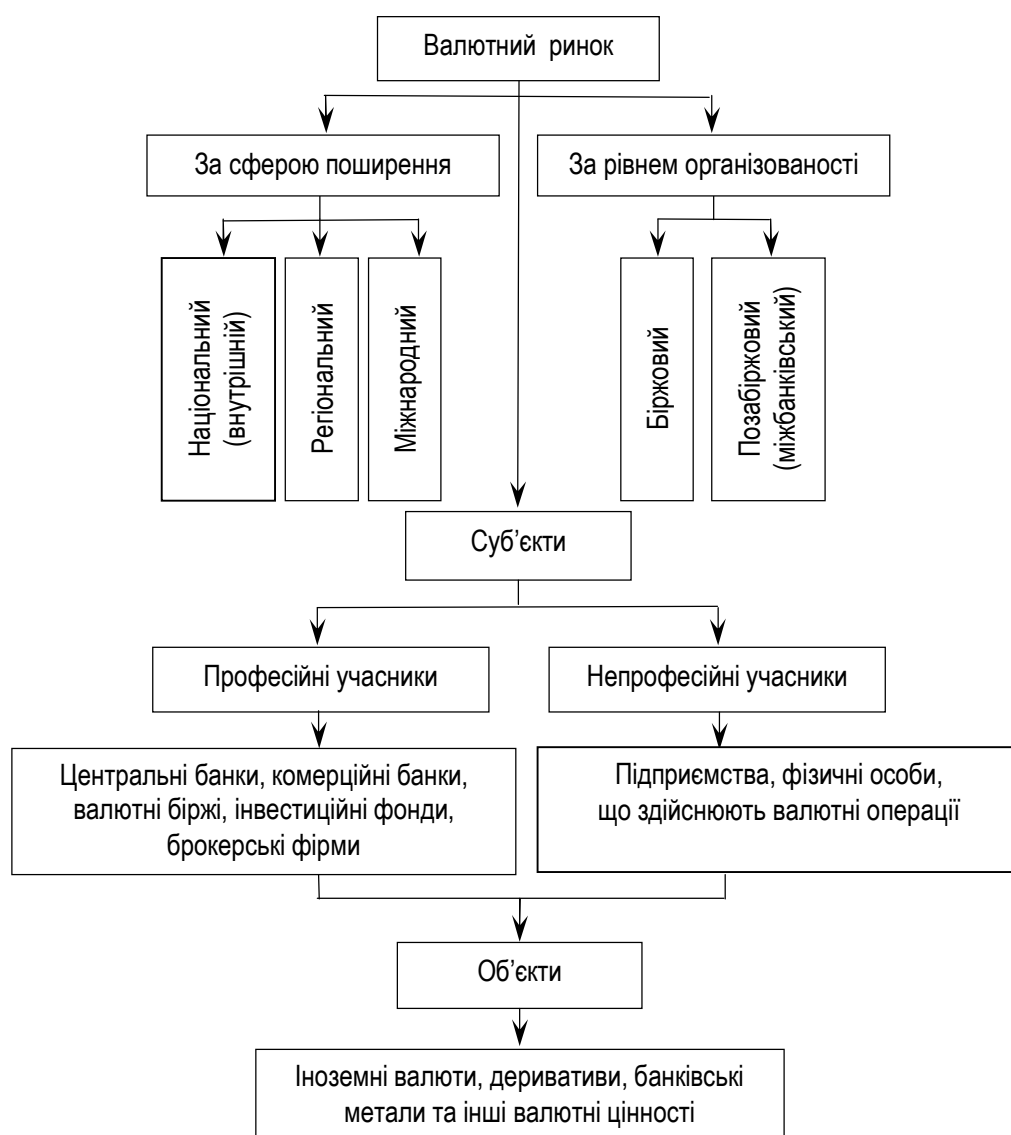


Рис. 4.1. Структура валютного ринку [63, с. 49]

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 використанням 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 [189].

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 різних 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 належать:

- формування певної стратегії і тактики при здійсненні політики валютного регулювання;
- управління золотовалютними резервами країни;
- вплив на головні чинники курсоутворення шляхом здійснення валютних інтервенцій;
- регулювання рівня облікової ставки та нормативів обов'язкових резервів;
- контроль за обсягами грошової маси в обігу та ін.

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 [229].

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 є 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.

Як зазначалося, 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 валютних 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 [229].

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 спектра операцій з іноземною валютою, включаючи як клієнтські замовлення, так і виконання операцій для потреб і цілей банку. Загально визнаними 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. 4.1).

Таблиця 4.1

**Найбільші учасники міжнародного валютного ринку
(станом на січень 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 ієною (JPY).

Маркет-мейкери визначають поточні курси іноземних валют шляхом постійного здійснення валютних операцій один з одним та з меншими банками, які є щодо 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 здійснює 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) порівняно з біржовим ринком.

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 залежно 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, маючи на меті зокрема:

- вкладення виробничих інвестицій у свої іноземні філії та дочірні підприємства;
- організацію 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 такі 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 у 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 (мінливості) 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 про міжнародний рух товарів і послуг;

- уніфікація техніки здійснення валютних операцій по всьому світу в умовах глобалізації економічних процесів та зростанням масштабів здійснюваних валютних угод;
- транспарентність (прозорість) 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 ін.);
- 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.

Отже, 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 [63, с. 53-54].

4.2. ОРГАНІЗАЦІЙНІ ЗАСАДИ ФУНКЦІОНУВАННЯ СВІТОВОГО ВАЛЮТНОГО РИНКУ “ФОРЕКС”

Форекс (forex, foreign exchange market) – це глобальний ринок обміну провідних валют, який об'єднує світові валютні ринки, функціонує цілодобово, а операції на ньому здійснюються децентралізовано.

У сучасному вигляді ринок “форекс” склався у 70-х роках ХХ ст., коли зі вступом у дію принципів Ямайської валютної системи було введено систему плаваючих валютних курсів, при цьому ціна однієї валюти щодо іншої визначається самими учасниками ринку, виходячи з попиту та пропозиції. У плані свободи від зовнішнього контролю і наявності вільної конкуренції “форекс” – це найдосконаліший ринок. Він є найбільшим і найбільш ліквідним фінансовим ринком.

З технічного погляду валютний ринок “форекс” – це сукупність комунікаційних систем, що поєднують між собою банки різних країн,

які здійснюють міжнародні розрахунки та інші валютні операції. Системи Рейтерс-дилінг, Блумберг, Телерейт, СВІФТ є тими засобами, які дають змогу учасникам валютного ринку постійно підтримувати зв'язок та робити пропозиції щодо купівлі-продажу валюти й укласти відповідні угоди. Інтенсивний розвиток систем електронного зв'язку зробив цей ринок глобальним, тобто таким, що функціонує 24 години на добу й охоплює практично всі регіони світу.

Світова торгівля валютою розпочинається вранці у Веллінгтоні, Токіо та Сідней, переміщуючись поступово на захід – у Гонконг і Сінгапур, Бахрейн, Катар, Абу-Дабі, далі – до Європи – у Цюрих, Франкфурт-на-Майні, Брюссель, Париж, Лондон, потім через Атлантичний океан – до Нью-Йорка і завершується у Лос-Анджелесі та Сан-Франциско. Торговельні операції ведуться по всьому світу через телекомунікаційні системи цілодобово з 24:00 (за Гринвічем) понеділка до 22:00 (за Гринвічем) п'ятниці.

Цілодобовий режим роботи валютного ринку “форекс” означає, що обмінні курси й умови валютних операцій можуть змінитися у будь-який момент у відповідь на зміни економічної ситуації. Водночас це означає, що учасники ринку мають бути готовими до можливості різкої зміни курсів у будь-який час і на будь-якому ринку.

Щоденний обсяг операцій на ринку “форекс” у 2007 році склав понад 3,0 трлн. дол. США, що більше ніж втричі перевищує сумарний оборот американського ринку акцій та державних цінних паперів (рис. 4.2).

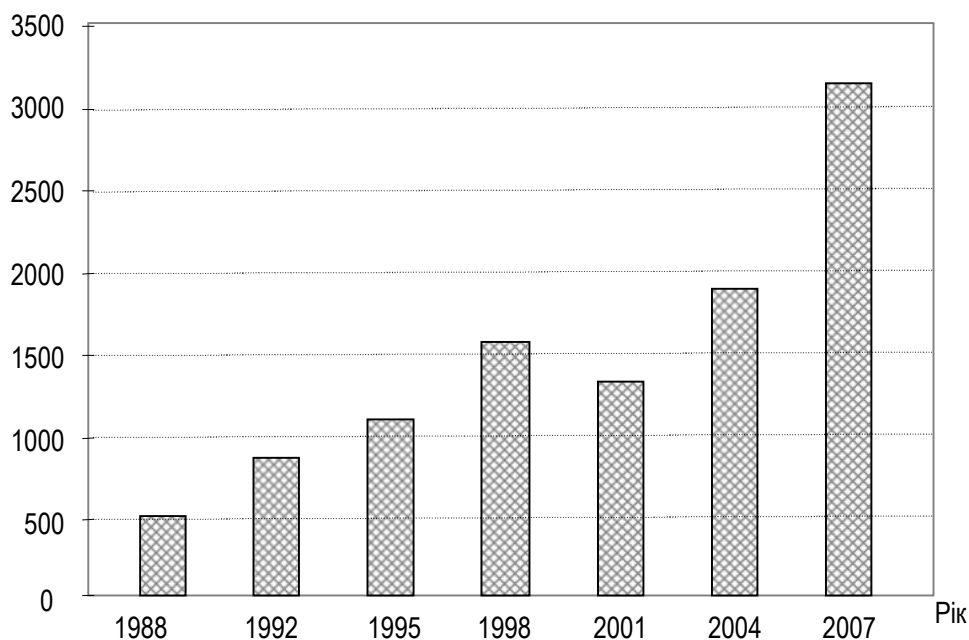


Рис. 4.2. Динаміка обсягів світового валютного ринку “форекс”, млрд. дол. США

При цьому його структура була такою:

- поточні операції (угоди “спот”) – 36 %;
- валютні операції “форвард” – 11 %;
- валютні “свопи” – 53 %.

Крім того, понад 2 трлн. дол. США складав обсяг операцій з валютними деривативами.

Обсяги угод на міжнародних валютних ринках дуже сильно коливаються: від 100 тисяч до 100 млн. дол. США (переважно за рахунок строкових валютних операцій), але найбільш типовими є угоди на 5-10 млн. дол. США. Таким чином, вплив на ринок одиничних учасників майже неможливий.

Масштаби операцій на валютному ринку “форекс” значно перевищують реальні комерційні потреби, пов’язані з рухом товарів, послуг та капіталів. Це зумовлено тим, що функціонування валютних ринків значною мірою пов’язане зі здійсненням спекулятивних та арбітражних операцій з валютою.

Спекулятивні валютні операції – це діяльність учасників валютного ринку, спрямована на отримання прибутку завдяки зміні курсів валют. Йдеться про формування активів переважно у валюті, що має тенденцію до ревальвації (довга позиція), і пасивів – у валюті, що має тенденцію до девальвації (коротка позиція). Результати операцій залежать від правильності оцінки їх учасниками ймовірної динаміки валютних курсів. Негативним моментом спекулятивних валютних операцій є можливість цілеспрямованих дій учасників ринку з придбання або купівлі валюти з метою викликати масовий ажіотаж, атмосферу невпевненості та панічні настрої на ринку з метою впливу на динаміку курсових коливань.

Арбітражні валютні операції – це операції, що передбачають купівлю-продаж іноземної валюти з подальшим здійсненням зворотної конверсійної угоди з метою отримання прибутку від різниці валютних курсів на різних валютних ринках (географічний арбітраж) або за рахунок курсових коливань протягом певного періоду (часовий арбітраж). Арбітражні валютні операції здійснюються з двома або більшою кількістю валют і так само як і спекулятивні операції ґрунтуються на принципі дешевшого придбання і дорожчого продажу валюти.

Спекулятивні та арбітражні операції з валютою попри своє важливе значення для підвищення рівня ліквідності ринку “форекс” водночас є істотним фактором посилення його нестабільності [173].

Велика кількість спекулятивних операцій на міжнародних фінансових ринках, зокрема і на ринку “форекс”, проводиться за принципами маржинальної торгівлі (margin trading).

Маржинальна торгівля – це торгівля з використанням позикового капіталу. Маржинальна торгівля на валютному ринку “форекс” ведеться лотами. Один лот орієнтовно дорівнює 100 тис. дол. США, але для його відкриття необхідно мати від 0,5 до 4 % цієї суми. Ідея маржинальної торгівлі полягає в тому, що спекулятивні інтереси на ринку можна задовольнити, не здійснюючи реального постачання валюти, що скорочує накладні витрати з переміщення останньої, і надає можливість, маючи невеликий рахунок, відкривати позиції як з купівлі, так і з продажу великої кількості іншої валюти. Валютні операції можна здійснювати дуже швидко, отримуючи значний прибуток, як при підвищенні, так і при зниженні валютних курсів. Щоденні коливання валют, як правило, становлять близько 100-150 пунктів, що дає можливість трейдерам заробляти на цьому.

При маржинальній торгівлі кожна операція обов’язково повинна мати два етапи (які можуть бути розділені проміжком часу будь-якої тривалості): купівля (продаж) валюти за одним курсом обміну з подальшим її продажем (купівлею) за іншим (або ж тим самим) курсом. Перша дія називається відкриттям позиції, а друга – її закриттям.

На ринку “форекс” можна одночасно відкривати позиції як на купівлю, так і на продаж будь-якої валюти, не маючи її. Як правило, дилінгові центри встановлюють мінімальний депозит, необхідний для роботи на ринку “форекс” у розмірі 2 тис. дол. США і надають кредитне плече 1:100. Відкриваючи позицію на 100 тис. американських доларів, трейдер вкладає 1 тис. дол. США і отримує кредит у 99 тис. доларів. Чим більше кредитне плече, тим вищим є прибуток або збиток учасника ринку. Після закриття валютної позиції застава сума повертається, і відбувається розрахунок прибутку або втрат, при цьому весь прибуток або збитки, що виникли від зміни валютних курсів, записуються на рахунок дилера.

Основні валюти, якими торгують на “форекс”: долар США (USD), євро (EUR), японська ієна (JPY), англійський фунт стерлінгів (GBP), швейцарський франк (CHF) австралійський і канадський долар (AUD і CAD) та ін. (табл. 4.2). При цьому найчастіше використовуються такі валютні котирування:

- USD/CHF – вартість 1 долара США у швейцарських франках;
- USD/JPY – вартість 1 американського долара у японських ієнах;
- EUR/USD – вартість 1 євро в доларах США;
- GBP/USD – вартість 1 англійського фунта стерлінгів у доларах США.

У ході торгівлі надається можливість фіксації прибутку або відсікання втрат по заздалегідь встановлених наказах – limit та stop:

- limit – виставляється вище від поточного значення валютного курсу;
- stop – виставляється нижче від поточного значення обмінного курсу.

**Частка операцій з різними валютами на ринку “форекс”
станом на липень 2007 р.**

№ пор.	Валюта	Код ISO 4217	Частка в обсязі ринку, %
1	Долар США	USD	88,7
2	Євро	EUR	37,2
3	Японська ієна	JPY	20,3
4	Англійський фунт стерлінгів	GBP	16,9
5	Швейцарський франк	CHF	6,1
6	Австралійський долар	AUD	5,5
7	Канадський долар	CAD	4,2
8	Шведська крона	SEK	2,3
9	Гонконгський долар	HKD	1,9
10	Норвезька крона	NOK	1,4
Інші валюти			15,5
Усього			200,0*

*Запис валютного курсу складається з двох валют, тому загальна сума дорівнює 200 %.

При цих наказах позиція закривається без додаткових вказівок стосовно досягнення курсом обумовленого рівня.

У процесі торгівлі можна створювати так звані відкладені позиції, що будуть активізовані після досягнення валютним курсом заявленого рівня (open price). При створенні і закритті ордерів існує тимчасова затримка, що становить приблизно 30-40 секунд. При реагуванні на запит надається реальний ринковий курс, що відповідає моменту пропозиції, а не запиту.

Для правильного визначення ринкової кон'юнктури трейдери використовують фундаментальний і технічний аналіз. Крім того, вони повинні уміти діяти в постійно мінливому інформативному потоці політичного й економічного характеру.

Переважає більшість дрібних і середніх трейдерів на фінансових ринках спирається на технічний аналіз. Технічний аналіз здійснюється, виходячи з того, що вся інформація про стан ринку і подальші його зміни утримується у певному ціновому ряду. Будь-який фактор, що впливає на ціну: економічний, політичний або психологічний – уже враховано ринком і включено в ціну. Вихідними даними для технічного аналізу є ціни (валютні курси) – вища й нижча, ціна відкриття та закриття за певний період часу, а також обсяг операцій.

Технічний аналіз ґрунтується на трьох припущеннях:

- кон'юнктура ринку враховує всі чинники;
- ціни рухаються закономірно, спрямовано;
- цінові коливання повторюються.

Отже, технічний аналіз – це статистично-математичний аналіз попередніх котирувань із прогнозуванням подальших цін.

Наприклад, у торговельну систему “PRO-CHARTS” вбудовано низку технічних індикаторів, на підставі аналізу яких можна зробити висновки про подальшу курсову динаміку, докладний опис індикаторів, що використовуються в аналізі цінкових графіків, обсягів торгівлі.

Фундаментальний аналіз – це аналіз економічного стану країни – емітента валюти, її законодавчої бази, грошово-кредитної та валютної політики центральних банків, політичних подій, психологічних факторів тощо. Але фундаментальний аналіз не можна зводити лише до економічного аналізу країни. Значно більшу роль на ринку “форекс” відіграють очікування та прогнози його учасників. Проте глибокий і повноцінний фундаментальний аналіз доступний лише великим банкам, які мають штат професійних аналітиків і постійний доступ до широкого поля інформації.

Незважаючи на різницю підходів і методів дослідження ринку, фундаментальний і технічний аналіз доповнюють один одного [173].

Отже, основні переваги валютного ринку “форекс” полягають в такому:

- найбільша у світі кількість учасників і найбільші обсяги валютних операцій;
- відсутність зовнішніх органів регулювання: валютні курси визначаються лише попитом і пропозицією;
- абсолютна ліквідність і динамічність ринку: угоди укладаються за лічені секунди за “on-line” котируваннями;
- цілодобовий режим роботи протягом усього робочого тижня;
- можливість відкриття позиції на будь-який період та закриття у будь-який момент за бажанням трейдера;
- відсутність комісійних витрат, окрім сплати різниці між ціною купівлі та продажу валют;
- торгівля проводиться за принципами маржинальної торгівлі, що дає можливість одержання прибутку, що перевищує вкладену в операції суму;
- доступність як для професійних, так і для непрофесійних учасників валютного ринку.
- можливість укладання угод у будь-який зручний для трейдера час.

4.3. СТАВКА LIBOR ЯК ОСНОВНИЙ ПРОЦЕНТНИЙ ІНДИКАТОР СВІТОВОГО ВАЛЮТНОГО РИНКУ

Важливим аспектом при здійсненні операцій з валютою є загальноприйнятий метод встановлення процентної ставки за кредитами, в якому найголовнішу роль відіграє ставка BBA LIBOR та її похідні.

У вітчизняній економічній літературі проблемам дослідження ставки BBA LIBOR та її похідних, на наш погляд, приділено недостатньо уваги. Її розглядають достатньо поверхньо в контексті механізму функціонування світових валютних ринків. Наукових же праць, що досліджують поняття, значення, механізм розрахунку та сфери використання цієї ставки, майже немає. Тематичні публікації можна знайти лише на деяких англійських сторінках Інтернету.

Отже, LIBOR (London Interbank Offered Rate) являє собою відсоткову ставку, за якою одні першокласні банки позичають грошові кошти (стандартні ринкові суми) в інших першокласних банків на Лондонському міжбанківському ринку.

Широке використання ставки LIBOR зумовлене глобальним розвитком ринків валют. Лондонський фінансовий ринок є найбільшим у світі і, в принципі, доступним для банків у будь-якій частині світу, тому LIBOR – це не просто ринковий орієнтир, це ставка, за якою першокласний банк будь-якої країни може реально позичити кошти на світовому валютному ринку.

Ставка LIBOR розраховується на офіційному рівні з 1 січня 1986 року Британською Банківською Асоціацією (British Bankers' Association (BBA)) і є найбільш поширеним індексним показником короткострокових відсоткових ставок у всьому світі. Вона використовується як база для розрахунків відсоткових контрактів на багатьох світових ф'ючерсних та опціонних біржах, більшості інструментів позабіржового ринку позичкового капіталу.

BBA регулярно (як мінімум один раз на рік) переглядає список банків, які надають свої котирування для розрахунку LIBOR. Банки-контриб'ютори, що входять до бази розрахунку, повинні складати міцний ринковий баланс і мати стабільну позитивну ділову репутацію, тому при перегляді списку банків враховуються рекомендації основних учасників ринку.

Банки-контриб'ютори обираються за такими критеріями:

- репутація;
- рівень кредитного рейтингу;
- активність на ринку певного виду іноземної валюти, за якою розраховують LIBOR.

ВВА спостерігає за ринковою активністю банків та регулярно публікує результати.

Ставка LIBOR розраховується за 10 базовими валютами: долар США, євро, англійський фунт стерлінгів, японська ієна, канадський долар, швейцарський франк, австралійський та новозеландський долар, шведська та датська крона.

Перелік валют та список із 16 першокласних банків-контриб'юторів за ними наведено у табл. 4.3.

Як уже зазначалося, за деякими валютами до бази для розрахунку ставки LIBOR входять не 16, а відповідно 8 та 12 банків-контриб'юторів.

Таблиця 4.3

Іноземні валюти та банки-контриб'ютори (база із 16 банків) [265]

Назва	№ пор.	Іноземна валюта			
		долар США (USD)	євро (EUR)	англійський фунт стерлінгів (GBP)	японська ієна (JPY)
Банк-контриб'ютор	1	Bank of America	Bank of America	Abbey National plc	Bank of America
	2	Bank of Tokyo - Mitsubishi UFJ	Barclays Bank plc	Bank of America	Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ
	3	Barclays Bank plc	Bank of Tokyo - Mitsubishi UFJ	Bank of Tokyo - Mitsubishi UFJ	Barclays Bank plc
	4	Citibank NA	Citibank NA	BNP Paribas	Citibank NA
	5	Credit Suisse	Credit Suisse	Barclays Bank plc	Deutsche Bank AG
	6	Deutsche Bank AG	Deutsche Bank AG	Citibank NA	HSBC
	7	HBOS	HBOS	Deutsche Bank AG	JP Morgan Chase
	8	HSBC	HSBC	HBOS	Lloyds TSB Bank plc
	9	JP Morgan Chase	JP Morgan Chase	HSBC	Mizuho Corporate Bank
	10	Lloyds TSB Bank plc	Lloyds TSB Bank plc	JP Morgan Chase	Rabobank
	11	Rabobank	Rabobank	Lloyds TSB Bank plc	Societe Generale
	12	Royal Bank of Canada	Royal Bank of Canada	Rabobank	Sumitomo Mitsui Banking Corporation Europe Ltd (SMBCE)
	13	The Norinchukin Bank	Societe Generale	Royal Bank of Canada	The Norinchukin Bank
	14	The Royal Bank of Scotland Group	The Royal Bank of Scotland Group	The Royal Bank of Scotland Group	The Royal Bank of Scotland Group
	15	UBS AG	UBS AG	UBS AG	UBS AG
	16	West LB AG	West LB AG	West LB AG	West LB AG

Перелік валют та список із 8 та 12 банків-контриб'юторів за ними наведено у табл. 4.4.

Таблиця 4.4

**Перелік іноземних валют та банків-контриб'юторів за ними
(база із 8 та 12 банків) [265]**

Назва	№ пор.	Іноземна валюта					
		австра- лійський долар (AUD)	ландадський долар (CAD)	швейцар- ський франк (CHF)	данська крона (DKK)	новозе- ландський долар (NZD)	шведська крона (SEK)
Банк-контриб'ютор	1	Barclays Bank plc	Bank of Montreal	Barclays Bank plc	Barclays Bank plc	Commonwealth Bank of Australia	Barclays Bank
	2	Commonwealth Bank of Australia	Barclays Bank plc	Bank of Tokyo - Mitsubishi UFJ	Deutsche Bank AG	Barclays Bank plc	Deutsche Bank
	3	Deutsche Bank AG	Canadian Imperial Bank of Commerce	Citibank NA	HSBC	Deutsche Bank AG	HSBC
	4	HBOS	Deutsche Bank AG	Credit Suisse	JP Morgan Chase	HSBC	JP Morgan Chase
	5	Lloyds TSB Bank plc	HSBC	Deutsche Bank AG	Lloyds TSB Bank plc	JP Morgan Chase	Lloyds TSB Bank plc
	6	National Australia Bank Ltd	HBOS	HSBC	Rabobank	Lloyds TSB Bank plc	Rabobank
	7	The Royal Bank of Scotland Group	JP Morgan Chase	JP Morgan Chase	The Royal Bank of Scotland Group	National Australia Bank	The Royal Bank of Scotland Group
	8	UBS AG	Lloyds TSB Bank plc	Lloyds TSB Bank plc	UBS AG	The Royal Bank of Scotland Group	UBS AG
	9	-	National Bank of Canada	Societe Generale	-	-	-
	10	-	Rabobank	The Royal Bank of Scotland Group	-	-	-
	11	-	Royal Bank of Canada	UBS AG	-	-	-
	12	-	The Royal Bank of Scotland Group	West LB AG	-	-	-

Ставка LIBOR фіксується на 15 стандартних термінах: від 1 дня (ставка “overnight”) до 12 місяців по кожній із валют (табл. 4.5).

Таблиця 4.5

**Значення ставки LIBOR за кредитами у євро з 2 по 6 липня 2007 р.
[265]**

№ пор.	Термін	Дата котирування				
		02.07.2007	03.07.2007	04.07.2007	05.07.2007	06.07.2007
1	o/n	4,07938	4,06938	4,02000	4,07438	4,08063
2	1w	4,07638	4,06225	4,04688	4,07963	4,08675
3	2w	4,08688	4,08000	4,07063	4,09000	4,09063
4	1m	4,11225	4,10900	4,10375	4,10725	4,10825
5	2m	4,12638	4,12763	4,12700	4,12900	4,12888
6	3m	4,17575	4,18025	4,18288	4,19000	4,19700
7	4m	4,22575	4,22975	4,22975	4,24000	4,24975
8	5m	4,26563	4,26900	4,26988	4,28188	4,29000
9	6m	4,31763	4,32200	4,32763	4,33800	4,34963
10	7m	4,35850	4,36000	4,36763	4,38063	4,39313
11	8m	4,39563	4,39750	4,40125	4,41638	4,43250
12	9m	4,43288	4,43688	4,44463	4,45638	4,47325
13	10m	4,46288	4,46888	4,48000	4,49188	4,51188
14	11m	4,49288	4,50000	4,51513	4,52638	4,54813
15	12m	4,52425	4,52763	4,54513	4,56413	4,58000

Ставка розраховується Британською Банківською Асоціацією як щоденний безкоштовний сервіс. Банки-контриб'ютори, що входять до бази розрахунку індексу, кожного банківського дня надають свої ставки між 11:00 та 11:30 за лондонським часом. Близько 12:00 провідними світовими інформаційними агентствами (Reuters, Thomson Financial, Bloomberg, Quick, Infotec, Class Editori, IDC, Proquote, Telekurs) публікується фіксинг LIBOR, який розраховується шляхом внесення, у випадку необхідності, поправок та уточнень у попередні середні значення. Наступного дня такі фінансові видання

як “The Wall Street Journal” та “Financial Times” публікують значення ставки LIBOR за попередній день.

Досить цікавою, на наш погляд, є методика розрахунку індексу LIBOR. Як приклад розрахуємо значення ставки за валютою євро терміном на 1 рік. Шістнадцять банків-контриб'юторів надали між 11:00 та 11:30 за лондонським часом необхідні для розрахунку LIBOR відсоткові ставки за EUR строком на 12 місяців (табл. 4.6).

Таблиця 4.6

Значення річних відсоткових ставок банків-контриб'юторів за євро

№ пор.	Банк-контриб'ютор	Значення ставки відсотка
1	Bank of America	4,55325
2	Barclays Bank plc	4,54220
3	Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ	4,56123
4	Citibank NA	4,53628
5	Credit Suisse	4,52825
6	Deutsche Bank AG	4,56678
7	HBOS	4,51725
8	HSBC	4,55670
9	JP Morgan Chase	4,50321
10	Lloyds TSB Bank plc	4,58925
11	Rabobank	4,50329
12	Royal Bank of Canada	4,56527
13	Societe Generale	4,59825
14	The Royal Bank of Scotland Group	4,51250
15	UBS AG	4,57543
16	West LB AG	4,55540

Після цього в автоматичному режимі котирування упорядковуються від мінімального до максимального значення та розподіляються на квартали (чверті): мінімальну, дві середні та максимальну (табл. 4.7).

Після цього нижня (мінімальна) та верхня (максимальна) квартали відкидаються, а решта (дві середні) усереднюються.

Таблиця 4.7

Упорядкування та розподіл на кварталі відсоткових ставок

№ пор.	Банк-контриб'ютор	Упорядковані котирування ставок	Квартель
1	JP Morgan Chase	4,50321	Мінімальна
2	Rabobank	4,50329	
3	The Royal Bank of Scotland Group	4,51250	
4	HBOS	4,51725	
5	Credit Suisse	4,52825	Середня
6	Citibank NA	4,53628	
7	Barclays Bank plc	4,54220	
8	Bank of America	4,55325	
9	West LB AG	4,55540	Середня
10	HSBC	4,55670	
11	Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ	4,56123	
12	Royal Bank of Canada	4,56527	
13	Deutsche Bank AG	4,56678	Максимальна
14	UBS AG	4,57543	
15	Lloyds TSB Bank plc	4,58925	
16	Societe Generale	4,59825	

Отже, розрахуємо значення ставки LIBOR за євро терміном на 12 місяців.

$$\text{LIBOR}_{\text{EUR } 12\text{m}} = \frac{4,52825+4,53628+4,54220+4,55325+4,55540+4,55670+4,56123+4,56527}{8}. \quad (4.1)$$

Таким чином, значення ставки LIBOR становить 4,54982 [89].

Досить часто, особливо коли банк не є першокласним позичальником, до значення ставки LIBOR додається страхова премія за ризик (n). У такому випадку кредитна ставка матиме вигляд: $\text{LIBOR} + n$.

На сьогодні значення n для українських банків на ринках зовнішніх запозичень коливаються від 2,5 до 6 %. Отже, у наведеному прикладі у підсумку середня ціна запозичення для вітчизняних банків коливатиметься від 7 до 10,5 % річних у євро.

Те, що LIBOR розраховується в Лондоні, має важливе значення, тому що більше 20 % всіх міжбанківських позичкових операцій і 30 % всіх торговельних валютних операцій укладаються в Лондоні. Більше 500 банків і величезна кількість інших фінансово-кредитних установ мають свої представництва в Лондоні. Однією з найбільш привабливих активному розвитку ринку рис є відсутність у Лондоні вимог з резервування.

Основними банками-орієнтирами при визначенні ставки LIBOR є:

- Banque Nationale de Paris (Франція);
- Bank of Tokyo (Японія);
- Deutsche Bank AG (Німеччина);
- Morgan Guaranty Trust Company of New York (США);
- National Westminster Bank (Великобританія) та інші.

Ставка LIBOR слугує індикатором довіри банків до того чи іншого виду валюти, а також економічної ситуації у світі [267].

Як індикативні показники у світі використовують ряд інших індексів, аналогічних за своїм призначенням ставці LIBOR. Проте жоден з них не отримав такого широкого застосування. Разом з тим, на практиці ставка LIBOR щодо євро застосовується рідко, і більш важливу роль тут відіграє ставка EURIBOR.

Європейська міжбанківська ставка пропозиції EURIBOR (European Interbank Offered Rate) – середньозважена процентна ставка за міжбанківськими кредитами, що надаються в євро. Вона визначається за підтримки Європейської банківської федерації, що представляє інтереси 4500 банків країн Євросоюзу, а також Ісландії, Норвегії та Швейцарії. Розрахунок і публікація котирування ставки відбувається щодня за технологією визначення LIBOR на підставі даних, отриманих від провідних банків маркет-мейкерів. Ставки EURIBOR також фіксується для різних термінів – від одного тижня до 12 місяців.

Подібні ставки існують і в Росії.

MOSPRIME (MosPrime Rate – Moscow Prime Offered Rate) – незалежна індикативна ставка, що розраховується Національною валютною асоціацією на підставі надання ставок рублевих кредитів (депозитів) на 1, 2 та 3 місяці декількома провідними банками країни. Список банків переглядається не частіше одного разу на рік і включає не менше шести банків. При включенні банків до зазначеного переліку береться до уваги їхня репутація, фінансовий стан, обсяг операцій і наявність досвіду роботи на московському грошовому ринку. Котирування для розрахунку MOSPRIME надаються 8 російськими банками. Ставка встановлюється щодня і відображає рівень ставок, за якими ці банки готові надавати позики першокласним фінансово-кредитним установам.

MIBOR (Moscow Interbank Offered Rate) – середня процентна ставка пропозиції міжбанківських кредитів, що оголошується московськими банками. Технологія розрахунку ставки MIBOR зводиться до визначення середньоарифметичного значення ставок окремих банків на підставі даних відповідних форм звітності Центрального банку Росії. MIBOR розраховуються тільки за однією валютою – російським рублем на терміни від одного дня до одного року. Незважаючи на свій чималий вік (більше 10 років), MIBOR поки що не зміг зайняти гідного місця на фінансових ринках Росії [89].

В Україні, починаючи з лютого 1999 року, розраховується індекс KIEIBOR (Kiev Interbank bid and offered rates). На сьогодні ставка KIEIBOR розраховується Асоціацією українських банків у співпраці з інформаційним агентством Рейтер. KIEIBOR є індикативним показником, за яким вітчизняні банки надають один одному депозити в українській гривні.

Індекс містить чотири складові, що належать до найбільш популярних термінів: overnight (овернайт), one week (один тиждень), two weeks (два тижні), one month (один місяць). До бази розрахунку індексу входять українські банки, що зайняли перші 30 місць за сумою коштів на рахунках “1521” (кредити овернайт, надані іншим банкам), “1523” (інші короткострокові кредити, надані іншим банкам), “1621” (кредити овернайт, отримані від інших банків) і “1623” (інші короткострокові кредити, отримані від інших банків). Список банків для розрахунку ставки KIEIBOR переглядається двічі на рік: 1 лютого та 1 серпня. Індекс фіксується кожного робочого дня о 12 годині за київським часом.

Котирування, на підставі яких відбувається розрахунок індексу, публікуються на сторінках у Рейтер Терміналі з обов’язковим зазначенням назв банків. Значення кожної складової розраховується у випадку, якщо свої котирування надали більше ніж 10 банків, що входять до бази розрахунку індексу. В іншому випадку значення ставки KIEIBOR не розраховується. Сторони “bid” (попит) і “ask” (пропозиція) кожної складової розраховуються окремо. У випадку, якщо свої котирування надали більше 20 банків, відкидаються 4 верхні і 4 нижні значення; при участі менше 20 банків, що входять до бази розрахунку, відкидаються по одному верхньому і нижньому значенню. По значеннях, що залишилися, розраховується середнє арифметичне з округленням до двох знаків після коми [266].

Отже, значення ставки BBA LIBOR та її похідних важко переоцінити. Основними причинами, через які даний індекс є одним із основних показників на світовому валютному ринку, можна назвати такі:

- LIBOR давно використовується;
- пропонує фіксинг за найбільшим переліком валют;

- є визнаним міжнародним показником;
- має широке комерційне застосування;
- механізм, за яким він розраховується, є відкритим і зрозумілим;
- банки-контриб'ютори, що входять до бази розрахунку, мають високий кредитний рейтинг і є маркет-мейкерами на провідних валютних ринках світу.

4.4. ІНСТРУМЕНТИ ВАЛЮТНОГО РИНКУ

Основними інструментами валютного ринку є валютні операції.

Валютні операції – це фінансові та банківські операції, пов'язані з переходом права власності на валютні цінності, використанням валютних цінностей як засобу платежу в міжнародному обігу, ввезенням, вивезенням, переказом та пересиланням на територію країни та за її межі валютних цінностей [189].

В Україні діє нормативно встановлений перелік видів валютних операцій, що їх мають право здійснювати уповноважені банки (рис. 4.3), 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.

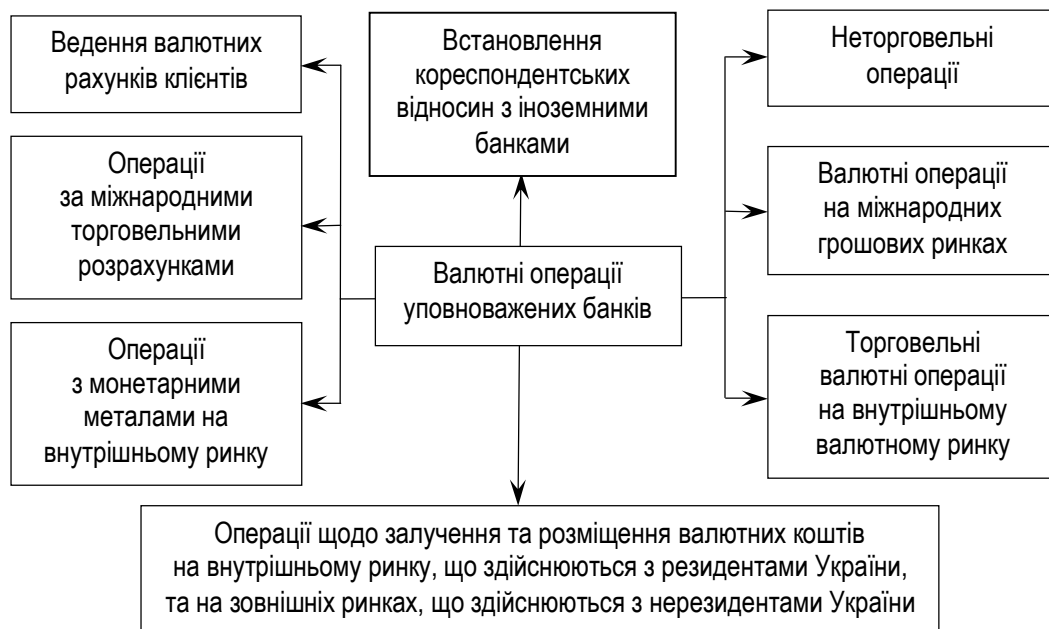


Рис. 4.3. Інструменти валютного ринку уповноважених банків [10]

Виділяють торговельні та неторговельні валютні операції.

З точки зору інструментів валютного ринку валютні операції розглядаються як вид банківської діяльності з купівлі-продажу іноземної валюти, тобто об'єктом нашого дослідження є саме торговельні валютні операції.

Торговельні (конверсійні) валютні операції на валютних ринках здійснюються з такою метою:

- продаж отриманої від експорту іноземної валюти;
- купівля іноземної валюти для проведення розрахунків за імпортованими контрактами;
- погашення валютних кредитів і процентів за ними;
- здійснення операцій хеджування;
- проведення арбітражних операцій.

Виділяють такі види конверсійних операцій:

- угоди з негайною поставкою (поточні операції);
- строкові валютні операції: форвардні, ф'ючерсні, опціонні угоди, операції "своп";
- арбітражні угоди: просторовий (географічний) арбітраж, часовий арбітраж, конверсійний валютний арбітраж.

Детальну класифікацію поточних торговельних валютних операцій наведено на рис. 4.4.

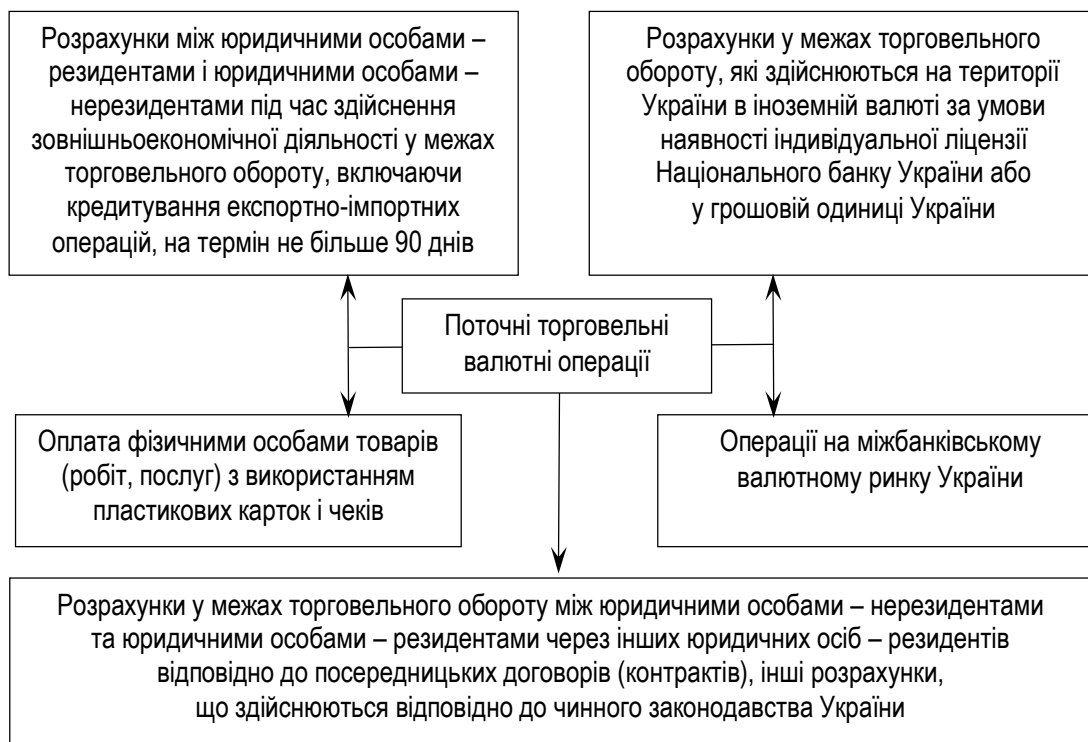


Рис. 4.4. Класифікація поточних торговельних валютних операцій [10]

Основними видами поточних валютних операцій є поточні (касові) операції в готівковій та безготівковій формах. Готівкові операції здійснюються обмінними пунктами банків, а також так званими валютними агентами, які працюють на основі укладених угод з відповідним банком.

Безготівкові конверсійні операції здійснюються центральними і комерційними банками, валютними біржами та іншими учасниками валютного ринку. Вони складають близько 60 % від загального обсягу міжбанківського ринку, а тому мають найбільш важливе значення на валютному ринку. Основними цілями їхнього здійснення є: забезпечення потреб клієнтів банків у іноземній валюті, конверсія іноземних валют, а також купівля-продаж валюти з метою отримання прибутку за рахунок різниці в обмінних курсах.

Крім того, банки можуть використовувати поточні валютні операції з метою підтримки мінімально необхідних залишків у іноземних банках на рахунках “ностро”. Отже, за допомогою конверсійних операцій банки регулюють свої валютні позиції і не допускають утворення непокритих залишків на рахунках.

На валютних ринках світу, зокрема і на внутрішньому валютному ринку України, поточні валютні операції здійснюються у трьох основних формах:

- 1) валютна угода “тод” (“tod” від англ. “today” – сьогодні): умовами даної валютної операції передбачено, що постачання валюти (зарахування на відповідний рахунок) має бути здійснено у день укладання угоди. Іншими словами, у цьому випадку дата укладання угоди та дата валютування співпадають. Дата валютування в угодах “тод” визначається як “Т”;
- 2) валютна угода “том” (“tom” від англ. “tomorrow” – завтра): умовами даної валютної операції передбачається постачання іноземної валюти протягом наступного банківського дня з моменту укладання угоди. У цьому випадку дата валютування матиме вигляд “Т + 1”;
- 3) валютна операція “спот” (від англ. “spot” – поточний, негайний): умовами даної угоди передбачена дата валютування “Т + 2”, що означає, що іноземна валюта зараховується на відповідний рахунок на другий банківський день з моменту укладання угоди.

Різниця в часі між укладенням валютних операцій “том” і “спот” та розрахунками за ними визначається міжнародною практикою і пов’язана з необхідністю документального оформлення угоди (виписка первинних документів, підготовка платіжних доручень, повідомчих телеграм та ін.).

Поточні валютні угоди можуть укладатися за телефоном, телефаксом або безпосередньо на валютній біржі, а розрахунки ведуться банківськими переказами електронною поштою. В міжнародній практиці використовують електронну систему “СВІФТ” (SWIFT – Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunications – Товариство міжнародних міжбанківських фінансових телекомунікацій), членом якої є НБУ і провідні банки України.

Як зазначалося, термін постачання валюти називають “датою валютування”. Залежно від дати валютування в міжнародній практиці використовуються загальновстановлені позначення окремих валютних операцій. Наприклад, укладення угоди “сьогодні” з поставкою валюти на другий банківський день означається “s/n” (“spot/next”), угоди “сьогодні на сьогодні” – “o/n” (“overnight”), а операції “сьогодні на завтра” – “t/n” (“tomorrow/next”). Встановлення точної дати валютування необхідно для забезпечення принципу компенсованої вартості, на основі якого функціонує валютний ринок. Це означає, що розрахунки за укладеними угодами повинні здійснюватися паралельними грошовими потоками без надання кредиту одним учасником угоди іншому.

Важливе значення при здійсненні конверсійних операцій має визначення валютних курсів, основою яких можуть бути курси провідних валютних бірж і міжбанківських ринків, зокрема, лондонського валютного ринку. Але на практиці валютні курси визначаються маркет-мейкерами – фінансово-кредитними установами (переважно банками), які постійно здійснюють котирування обмінних курсів і укладають угоди на купівлю-продаж іноземних валют.

Перед укладанням валютних операцій проводиться всебічний аналіз, який включає: вибір пар валют, виявлення динаміки обмінних курсів, фіксацію курсів, визначення суми обміну, перерахування коштів та документальне оформлення операції. Для банків дуже важливим моментом є також обґрунтування доцільності забезпечення коротких чи довгих валютних позицій [229].

Протягом останніх 25-30 років широкого розвитку набув строковий сегмент світових валютних ринків, представлений валютними операціями “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.

Одними з найбільш розповсюджених строкових торговельних операцій є валютні операції “форвард”.

Валютна операція “форвард” – це угода щодо купівлі-продажу іноземної валюти за встановленим курсом, дата валютування якої відкладена на певний термін в майбутньому.

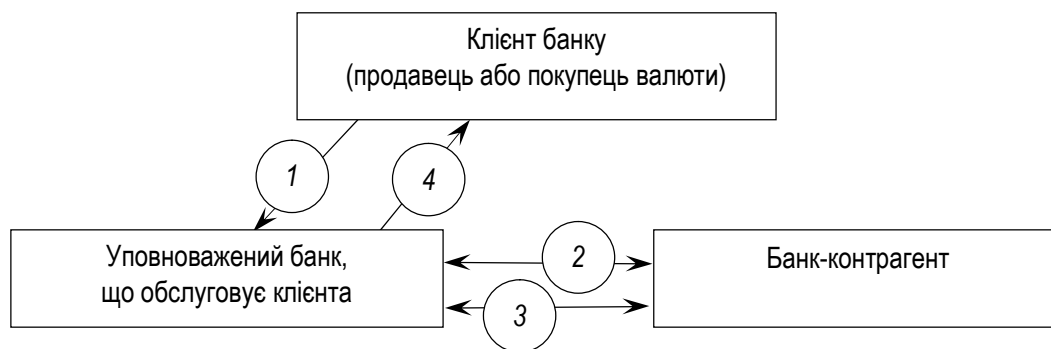
Ринок форвардних операцій є невід’ємною складовою світового валютного ринку від початку 80-х рр. ХХ ст. Уперше форвардні угоди почали використовувати лондонські банки в міжбанківських операціях із євровалютами. У серпні 1985 р. Асоціація британських банкірів (BBA) видала правила щодо регулювання угод 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 імпорتنих операцій, нейтралізуючи можливі коливання валютних курсів.

Типова схема проведення форвардної операції за дорученням та за рахунок клієнта наведена на рис. 4.5.



- 1 – звертання клієнта – юридичної особи до уповноваженого банку з клопотанням про здійснення валютної операції “форвард”;
- 2 – укладення валютної операції “форвард” з конверсії 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. 4.5. Схема здійснення валютної операції “форвард” за дорученням клієнта [10]

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 жодні 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 (див. пункт 2.1 монографії). 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” [181].

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);
- односторонні 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 [229].

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 подальшим 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).

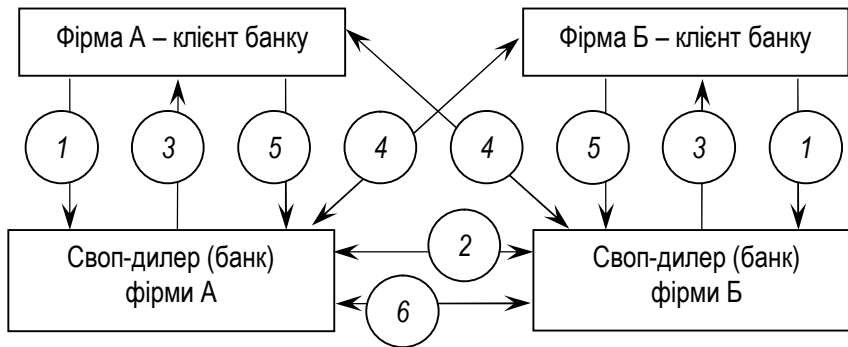
Своп-дилери влаштовують більшість свопів за принципом “сліпого базису”. Це означає, що фірми, що обмінялися своїми боргами, можуть не знати про існування один одного. У даній ситуації для учасників угоди ризик невиконання партнером своїх зобов’язань мінімальний.

Комерційний банк, що є своп-дилером, – професіонал 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. 4.6.

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.

Укладення угод “своп” здійснюється на основі підписання контракту, який має стандартну форму і містить стандартні реквізити.



- 1 – звертання клієнтів (фірм А та Б) до комерційних банків (своп-дилерів) з до- рученням 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, одер- жаних від банку-контрагента;
- 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 мо- мент часу T_1 ;
- 6 – повторний обмін отриманими сумами.

Рис. 4.6. Схема здійснення валютно-процентного “свопу”

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 є посередниками під час здійснення угод. Найчастіше валютні “свопи” укладаються на американський і канадський долари, швейцарський франк, євро, японську ієну 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 XIX ст., валютні ф'ючерси з'явилися в середині 70-х років XX 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 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. 4.8).

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.

Таблиця 4.8

Перелік провідних світових ф'ючерсних бірж та види валют, на які укладаються ф'ючерсні угоди [10]

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 ієна (JPY) за долари США (USD)	IMM, LIFFE, MCE, Phil SE

На сьогодні на Лондонській міжнародній біржі фінансових ф'ючерсів і опціонів (LIFFE) укладаються такі контракти:

- англійський фунт стерлінгів (GBP 25000) за долари США;
- японська ієна (JPY 12500000) за долари США;
- швейцарський франк (CHF 125000) за долари США;
- євро (EUR 125000) за долари США;
- долар США (USD 50000) за євро.

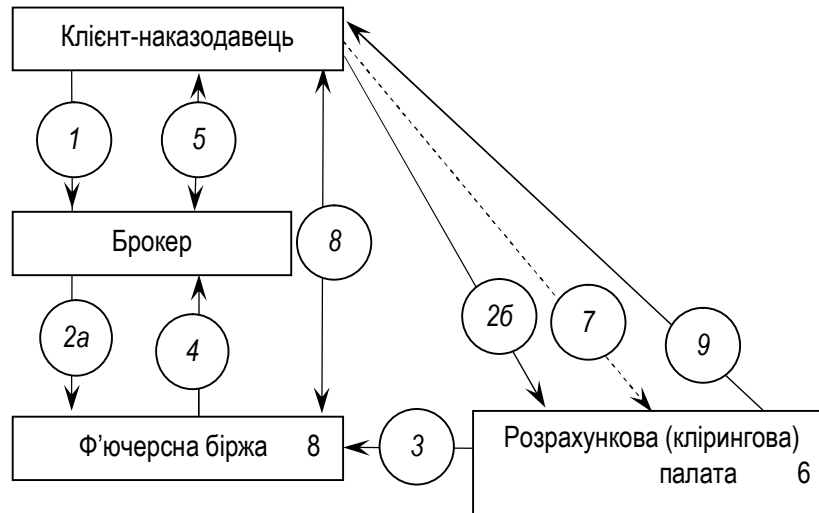
У разі необхідності здійснення конверсійної валютної операції на більшу суму купують (або продають) кілька стандартизованих контрактів. Наприклад, при необхідності придбати в майбутньому 1 млн. англійських фунтів стерлінгів укладають угоду на 40 стандартних контрактів ($GBP\ 1000000 = GBP\ 25000 \cdot 40$).

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. 4.7.



- 1 – наказ клієнта-наказодавця брокеру на купівлю ф'ючерсних контрактів;
- 2а – вихід брокера на ф'ючерсну біржу і купівля там необхідної кількості ф'ючерсних контрактів з визначенням майбутнього обмінного курсу;
- 2б – внесення клієнтом-наказодавцем гарантійного депозиту (5-10 % вартості базового активу) на спеціальний рахунок у 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. 4.7. Схема здійснення угоди з валютними ф'ючерсними контрактами

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:

$$B_p = K_c \frac{(C_d - C_e)}{100} \cdot \frac{D}{365}, \quad (4.2)$$

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.

Ціна (вартість) ф'ючерсу визначатиметься 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 надає перевагу саме останнім. Але, як свідчить аналіз наведених у табл. 4.9 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.

Порівняльна характеристика ф'ючерсних і форвардних валютних угод [229]

№ пор.	Валютні ф'ючерси	Валютні операції "форвард"
1	Укладення відбувається тільки на біржах, які відповідно до своїх положень запроваджують відповідні специфікації	Укладаються тільки на міжбанківському ринку
2	На контракти однієї серії або типу встановлюється єдина ціна	Ціни можуть визначатися за домовленістю сторін
3	Обсяги одного контракту (лота) стандартизовані відповідно до специфікації	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	Жодні авансові платежі не здійснюються
5	Набір валют фіксований	Набір валют довільний (значно ширший)
6	Терміни виконання угод стандартні, а терміни закриття позиції – довільні	В основному стандартні терміни (але можуть використовуватися і нестандартні)
7	Гарантія виконання умов угоди завдяки участі розрахункової палати як посередника	Ризик розподіляється між банками, або між банком і клієнтом

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 недосконалісті 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 основними валютами: долар США, німецька марка та російській рубль. Сума

одного контракту складала 1000 відповідних одиниць. Проте нестабільність валютного курсу в цей період, штучні обмеження у 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 [78; 182].

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 такі 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 протягом 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).

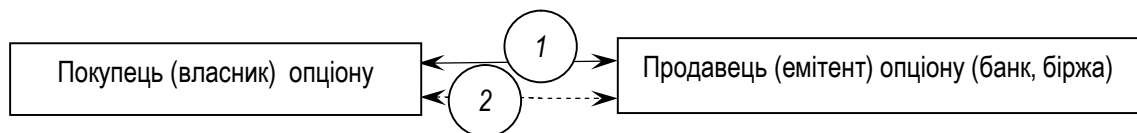
Продавець (емітент) опціону зобов'язаний виконати відповідну валютну операцію за ціною реалізації, встановленою за опціонною угодою, та забезпечити власнику опціону виконання умов угоди у встановлений термін. Якщо угоду здійснено, то вживають терміни “опціон здійснено” або “опціон виконано”.

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 ін.

Схему здійснення угоди з валютним опціоном наведено на рис. 4.8.



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. 4.8. Схема здійснення угоди з валютним опціоном [10]

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 розвинутих країн. Найвідоміші з них: Лондонська фондова біржа, Лондонська міжнародна біржа фінансових ф'ючерсів і опціонів, Амстердамська біржа (Європейська опціонна біржа), Філадельфійська, Чиказька, Монреальська та ін (табл. 4.10).

**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 ієни (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 [10].

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 (табл. 4.11).

Таблиця 4.11

Класифікація валютних опціонів

№ пор.	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 певний період часу існує протягом 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

№ пор.	Класифікаційна ознака	Вид опціону	Характеристика
5	Метод визначення ціни виконання	стандартний	Ціна реалізації опціону визначається в момент укладення угоди
		азійський	Ціна виконання розраховується в момент здійснення опціону, як середній поточний валютний курс на ринку "spot" за весь опціонний період
		російський	Ціна реалізації визначається як найбільш вигідний валютний курс для власника опціону на ринку "spot" 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	типу "ап-фронт"	Опціонна премія сплачується покупцем в момент укладення угоди
		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	Базовим активом даного опціону є інший 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 процентної ставки
		флор	Встановлення нижньої межі процентної ставки
		колар	Встановлення верхньої та нижньої межі процентної ставки

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 вносить 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.

4.5. ПРОБЛЕМНІ АСПЕКТИ 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.

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 лише 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 у 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 щодо інших іноземних валют визначався через крос-курс щодо російського рубля, а рубль фактично відігравав 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 [63].

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 таких пропорціях:

- долар США – 40 %;
- марка ФРН – 20 %;
- екю – 20 %;
- інші валюти – 15 %;
- золото – 5 % [215].

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 дохід 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 щодо іноземних валют.

Внаслідок цього урядова політика протягом 1993-1994 рр. була переорієнтована 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);
- у 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 прострочення при порушенні цих термінів.

Слід наголосити, 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 ряд 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, зокрема 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 недоцільним 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 призведе 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 [215].

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 УМВБ 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 щодо 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., зокрема завдяки відповідному валютному регулюванню, дало змогу у вересні цього ж 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 у 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.

Проте 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 не прогнозованого 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. Протягом 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 отже, девальваційний тиск на гривню були зумовлені дією таких факторів:

- відтік 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 лише 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, зокрема 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.

Протягом 2000-2005 рр. Національний банк України сприяв стабілізації курсу гривні щодо 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, щоб 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) [81].

Динаміку обсягів міжбанківського ринку України за останні 2 роки наведено у табл. 4.12.

Аналізуючи тенденції розвитку валютного ринку у 2007 р., можна зробити такі 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 протягом 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 протягом 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. 4.9).

Таблиця 4.12

**Показники міжбанківського валютного ринку України
за період 2006-2007 рр. [262]**

№ пор.	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

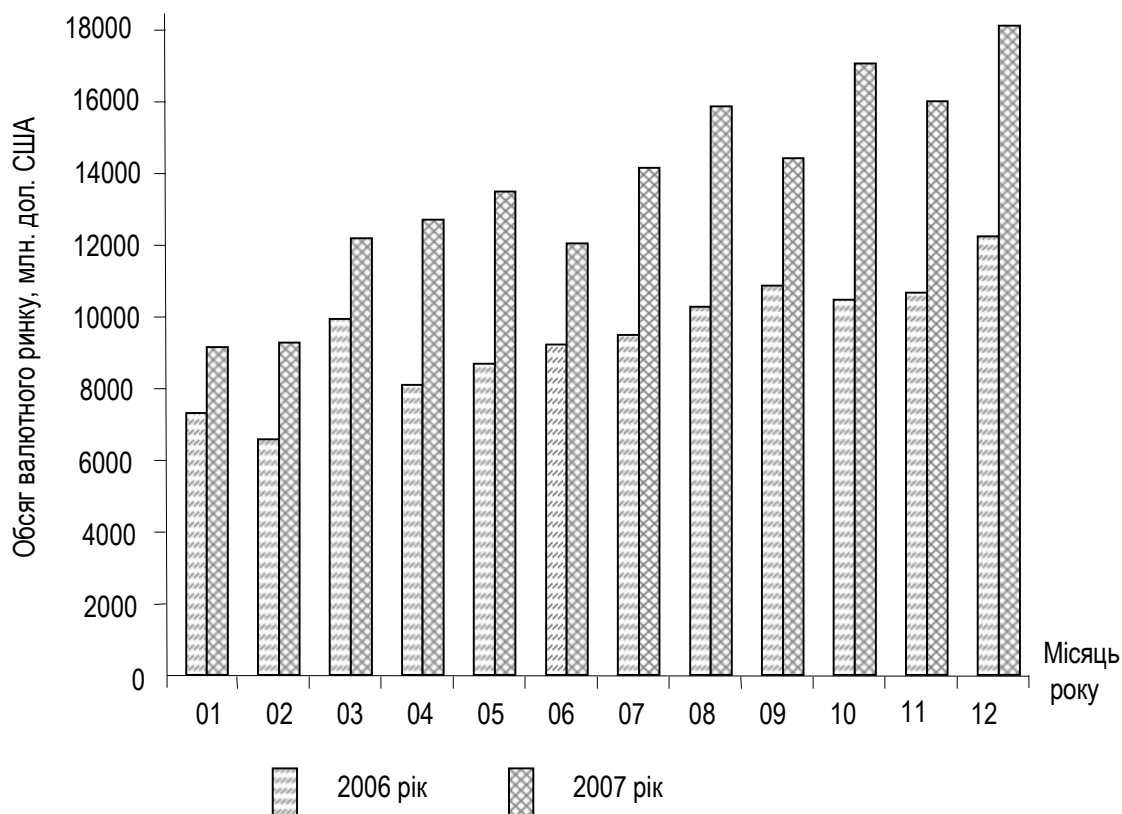


Рис. 4.9. Динаміка обсягів валютного ринку України у 2006-2007 рр.

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.

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.

До основних заходів, які, на нашу думку, сприятимуть подальшому розвитку валютного ринку України, належать:

- 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;
- збільшення обсягу ринкової інформації про джерела іноземної валюти та 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;
- розробка НБУ спеціальної політики, що визначає мету, терміни й обсяги валютних інтервенцій для ефективного регулювання попиту та пропозиції на валютному ринку;
- поступове скасування правил, що обмежують ринкову діяльність, таких як податки і додаткові збори з валютних операцій, а також обмеження на міжбанківські угоди;
- максимально можлива лібералізація системи валютного регулювання та валютного контролю;
- 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 поступового скасування заборони та контролю над проведенням строкових валютних операцій [81].

РОЗДІЛ 5

ІНСТРУМЕНТИ РЕАЛІЗАЦІЇ ВАЛЮТНОЇ ПОЛІТИКИ

5.1. ПОНЯТТЯ, ПРИНЦИПИ ВИКОРИСТАННЯ ТА КЛАСИФІКАЦІЯ ІНСТРУМЕНТІВ ВАЛЮТНОЇ ПОЛІТИКИ

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 монетарної 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 [63].

Застосування інструментів валютної політики засновується на сукупності певних принципів (табл. 5.1).

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, поділяється на дві основні групи: загальні та спеціальні (рис. 5.1).

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.

Спеціальні інструменти, в свою чергу, поділяються на економічні (девiзна 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 відповідними повноваженнями і здатний активно впливати за допомогою різних засобів і методів практично на всі аспекти валютних відносин у країні.

Базові принципи використання інструментів валютної політики

№ пор.	Назва принципу	Характеристика
1	Ефективність	Можливість отримання намічених результатів завдяки використанню певного інструмента валютної політики відповідно до її стратегічних орієнтирів
2	Прозорість	Правильне, однозначне розуміння всіма учасниками валютного ринку намірів центрального банку щодо використання того чи іншого інструмента
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 інструмента валютної політики, а отже, 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

**Рис. 5.1. Інструменти реалізації валютної політики [63, с. 108]**

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.

5.2. ЗАГАЛЬНІ ІНСТРУМЕНТИ РЕАЛІЗАЦІЇ ВАЛЮТНОЇ ПОЛІТИКИ ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКУ

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 (рис. 5.2).

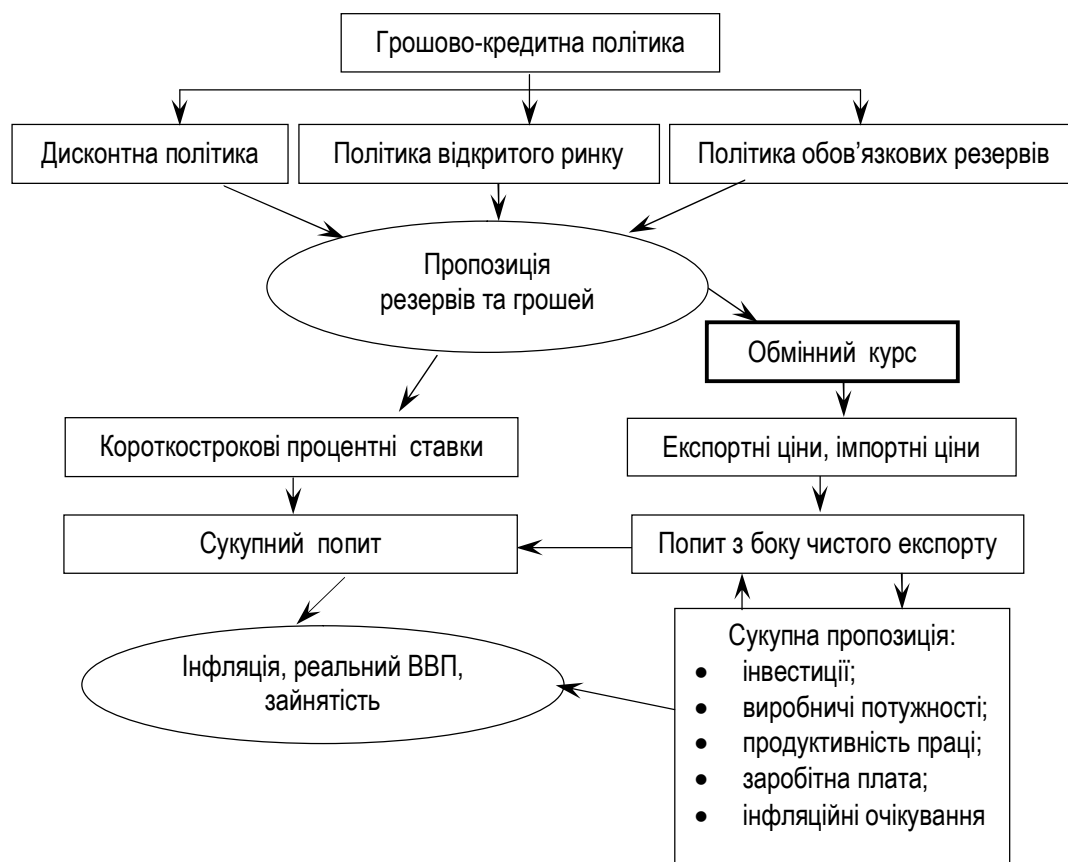


Рис. 5.2. Загальні інструменти грошово-кредитної та валютної політики

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.

5.2.1. Дисконтна політика

Дисконтна (облікова) політика – це система заходів центрального банку щодо встановлення і періодичної зміни офіційної облікової ставки за кредитами, що надаються комерційним банкам, із 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 процентною політикою.

Дисконтна політика активно застосовується починаючи з середини XIX 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 сектора, 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 (векселями, 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.

Найбільшою популярністю облікова політика користувалась наприкінці XIX – на початку XX ст. У 30-40-х роках XX ст. центральні банки провадили рекомендовану політику “дешевих грошей”, що передбачала зниження облікової ставки. Так, наприклад, у Великобританії з 1932 по 1951 р. облікова ставка зберігалась на рівні 2 %, у США з 1937 до 1948 р. – 1 %. З 50-х років XX ст. у багатьох країнах

використання дисконтної політики знову активізувалося. Однак в цілому значення цього методу грошово-кредитного регулювання порівняно з іншими зменшилося.

Маніпулювання обліковою ставкою центрального банку здійснюється з метою регулювання не лише економічної кон'юнктури в межах промислового циклу, але й міжнародних валютних відносин. Якщо курс валюти тієї чи іншої країни знижується, її центральний банк з метою його стабілізації підвищує облікову ставку, тобто вдається до політики “дорогих грошей”. Як відомо, у 80-х роках ХХ ст. кризові процеси у сфері міжнародних валютних відносин значною мірою були пов'язані з розвитком тенденцій поліцентризму з яскраво вираженими ознаками втрати американським доларом ролі ключової валюти. Для того щоб зміцнити позиції своєї валюти, у 1981 р. Федеральна резервна система різко підвищила облікову ставку до 14,5 %, що викликало масовий приплив у країну короткострокових спекулятивних капіталів з-за кордону. Так, з Франції в банки США в цей час було переведено понад 40 млрд. французьких франків. Внаслідок такої політики “дорогого долара” його курс на світових ринках (якщо вважати, що у 1982 р. він становив 100 пунктів) підвищився з 103,7 пунктів у 1983 р. до 119,8 пунктів у 1985 р.

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 отже, 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 отже, 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 (рис. 5.3).

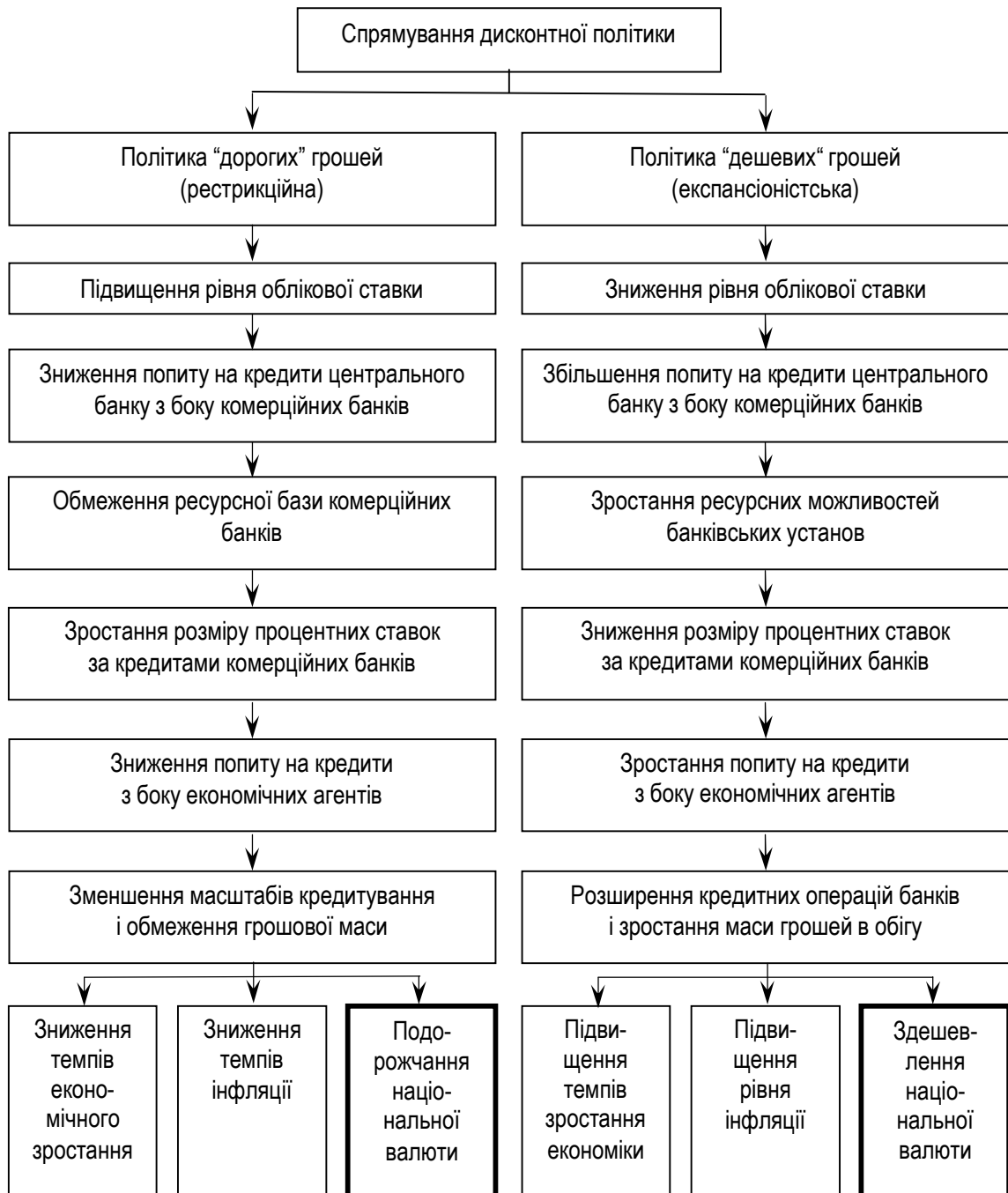


Рис. 5.3. Механізм реалізації дисконтної політики та його вплив на обмінний курс національної валюти [63]

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 отже, 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 щодо іноземних валют. Отже, політика “дорогих грошей” набуває конкретного практичного вираження, зокрема 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. Отже, банківські установи можуть отримати у своє розпорядження більше ресурсів. Зростання ресурсних можливостей комерційних банків дає змогу зменшити процентні виплати за позичковими операціями, а отже, 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 пожвавлення 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 курсова 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 отже, 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 припливу 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 відтік 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. 5.4).

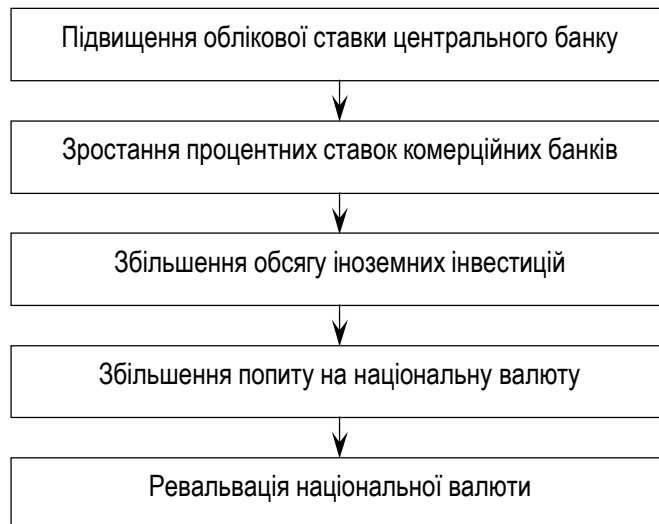


Рис. 5.4. Зовнішній аспект механізму впливу дисконтної політики центрального банку на динаміку валютного курсу

Другий напрям передбачає вплив політики облікової ставки на конкурентоспроможність підприємств реального сектора, 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 перемоги 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 відтік 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 отже, 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. Співвідношення 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 [215].

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 Національний банк установлює для суб'єктів грошово-кредитного ринку 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 бере до уваги такі 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 Національним банком 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. 5.5.

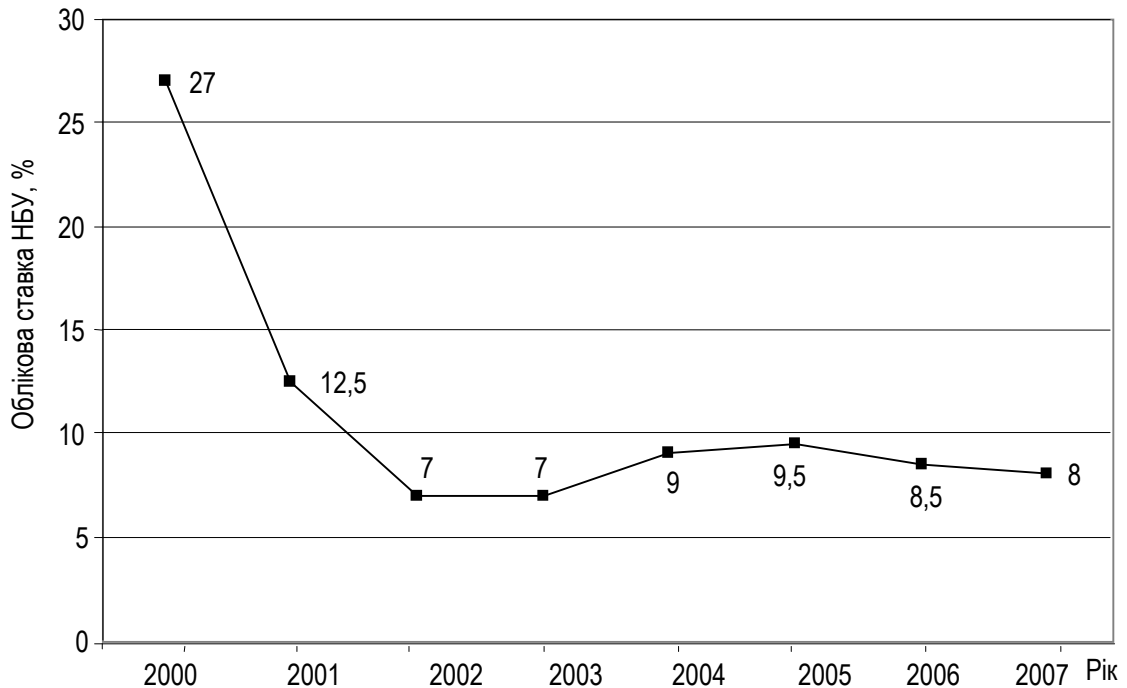


Рис. 5.5. Динаміка облікової ставки НБУ у 2000-2007 рр. (на кінець періоду) [38]

Практичні аспекти реалізації дисконтної політики в Україні відображають усю суперечливість цього інструмента 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. 5.2).

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 є лише емісійним ресурсом. 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 %.

Динаміка облікової ставки НБУ та основних макроекономічних показників, % [38]

Рік	Облікова ставка НБУ (на кінець періоду)	Середньозважена ставка за всіма інструментами	Кредитні ставки комерційних банків в національній валюти	Зростання грошової маси МЗ	Рівень інфляції	Зміна реального ВВП	Девальвація (-) або ревальвація гривні щодо долара США
1992	80,0	-	76,0	11 разів	2000,0	-9,9	-
1993	240,0	68,5	221,1	19 разів	10156,0	-14,2	-1870
1994	252,0	124,9	201,7	7 разів	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

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 інструмента монетарної політики, оскільки зниження ставки ніяк не зумовлювало уповільнення темпів зростання кількості грошей в обігу (табл. 2.2). 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. 5.6.

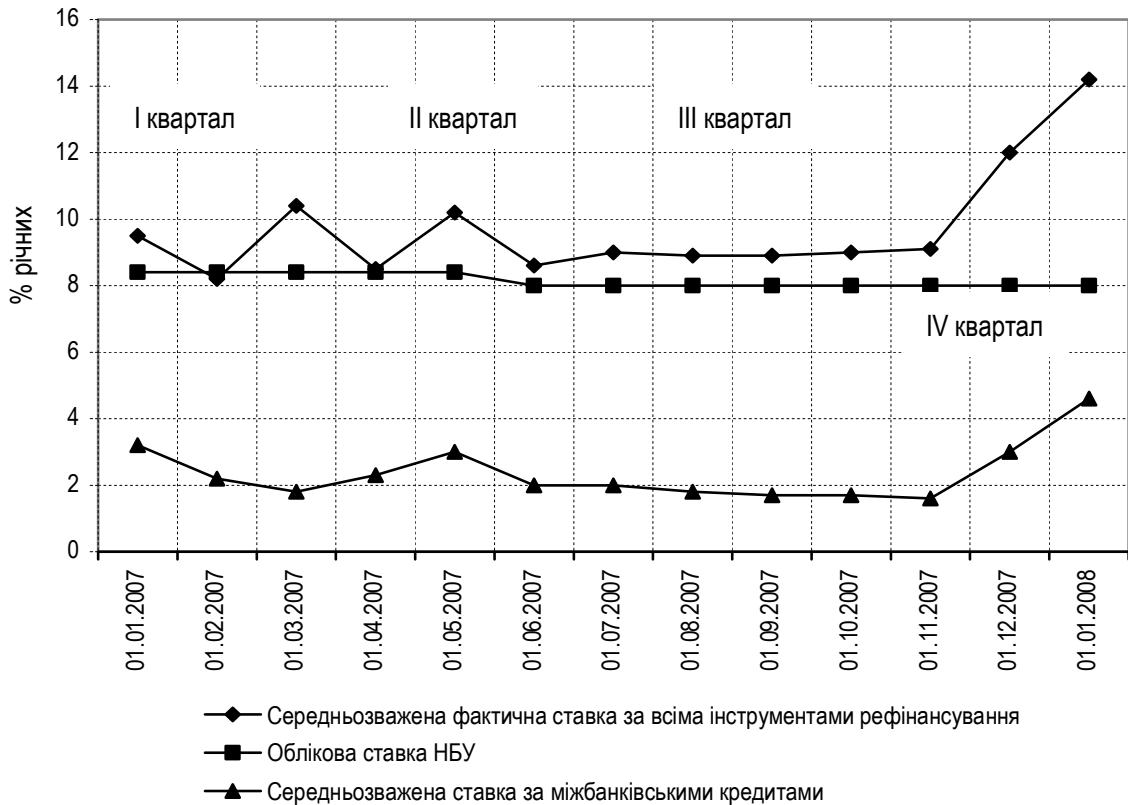


Рис. 5.6. Облікова ставка НБУ та процентні ставки на міжбанківському ринку в 2007 р. [262]

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 інструмента 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.

5.2.2. 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 років ХХ ст. 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 (MB) можна визначити так:

$$MB = C + R, \quad (5.1)$$

де C – 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:

$$MS = C + D, \quad (5.2)$$

де C – готівка в обігу;
 D – депозити в комерційних банках.

Як видно із наведених формул (5.1) і (5.2), 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. 5.7.

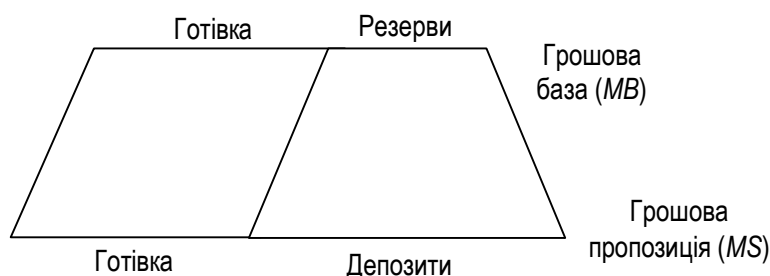


Рис. 5.7. Схематична структура грошової бази та грошової маси

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.

$$mm = \frac{MS}{MB} = \frac{C + D}{C + R}. \quad (5.3)$$

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 (5.3) на D (депозити) й отримаємо:

$$mm = \frac{cr + 1}{cr + rr}. \quad (5.4)$$

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 відтік 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. (5.4)) пропозицію грошей можна визначити так:

$$MS = \frac{cr + 1}{cr + rr} \cdot MB. \quad (5.5)$$

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 [215].

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.

Механізм використання резервних вимог характеризується цілою низкою параметрів. Розглянемо основні з них.

1. Порядок визначення норми обов'язкових резервів. У деяких країнах верхня межа норми резервних вимог встановлюється спеціальними законодавчими актами. Центральний банк, враховуючи це обмеження, визначає фактичну норму, відповідно до стану грошового ринку і завдань поточної монетарної політики. В інших країнах встановлення норм обов'язкового резервування є прерогативою центрального банку.

2. База, що використовується для обчислення обов'язкових резервів. Норма резервів може встановлюватись у певному процентному відношенні до банківських пасивів або активів узагальнено або вибірково, тобто до загальної суми пасивів чи активів або до окремих їхніх статей. Як правило, резервні вимоги орієнтуються на стан і зростання залучених коштів, тобто пасивів, і передусім депозитів небанківського сектора.

3. Банківські активи, які центральні банки дозволяють використовувати для задоволення резервних вимог. Насамперед це кошти комерційних банків на рахунках у центральному банку (кореспондентському або окремому, безпроцентному або з виплатою процентів), готівка в касах банків, у деяких випадках державні цінні папери в портфелях банків.

4. Величина норми резервування та критерії її диференціації. Існують значні розбіжності у нормах резервування в різних країнах. Наприклад, у США норма резервів щодо трансакційних депозитів (поточних депозитів) до 54 млн. дол. США становить 3 %, а понад 54 млн. дол. – 10 %, у Великобританії норма резервування дорівнює 0,35 %. Основний критерій диференціації – це вид депозитів, а саме: термін (трансакційні чи строкові депозити), валюти (національна чи іноземна), джерело (банківські депозити чи небанківські установи), власник депозиту (резидент чи нерезидент) тощо.

5. Розрахунковий період дотримання резервних вимог (як правило, від двох тижнів до одного місяця) і порядок регулювання резервних вимог. Центральні банки звичайно вимагають додержання резервних вимог не щоденно, а в середньому за встановлений період.

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 (рис. 5.8).

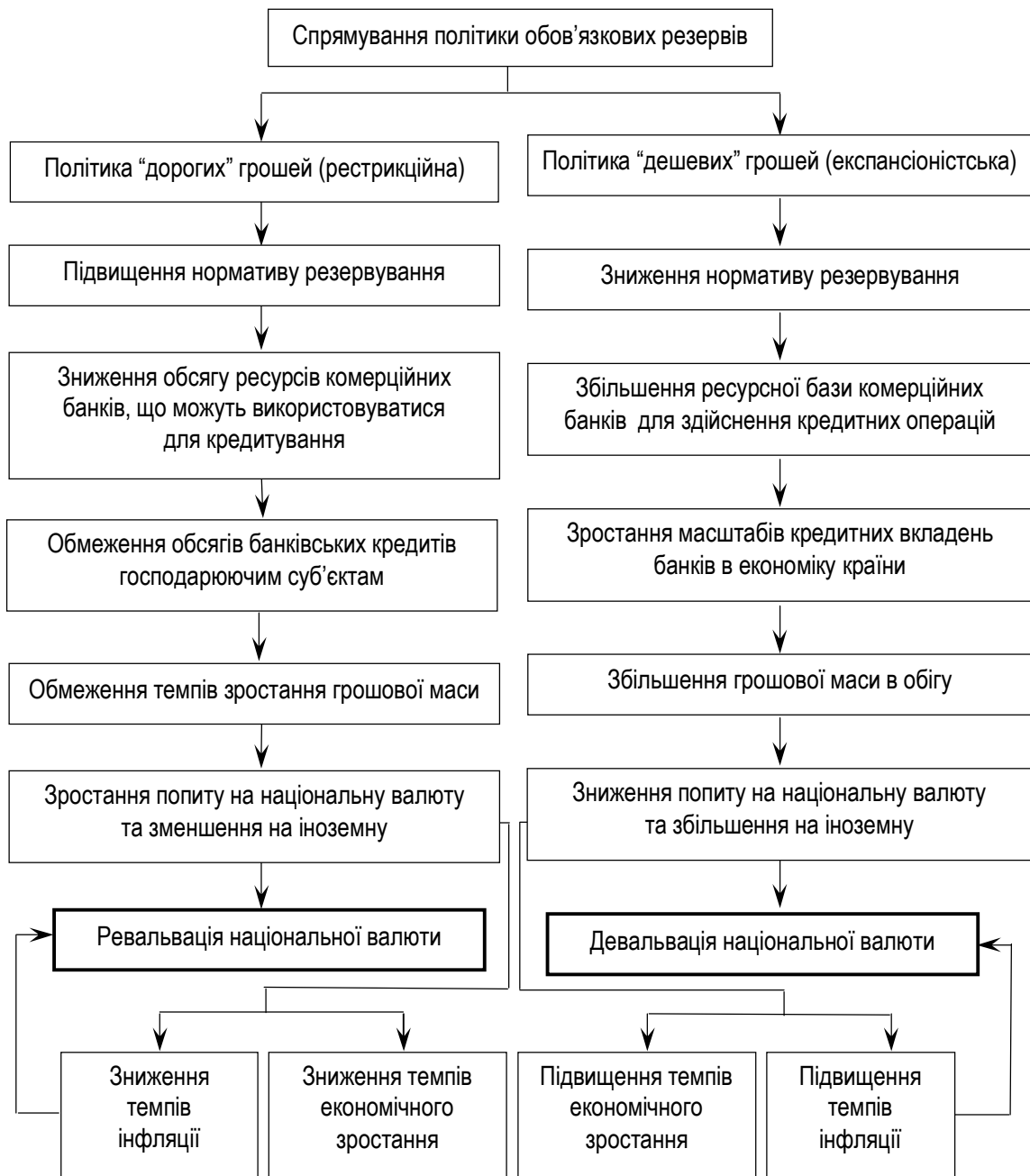


Рис. 5.8. Механізм реалізації політики обов'язкових резервів та його вплив на обмінний курс національної валюти [63]

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 отже, 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 отже, впливає на валютний курс.

При експансіоністській політиці, навпаки, норми 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 отже, 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 інструмента монетарного регулювання. За методикою Європейського центрального банку (ЄЦБ) резервні вимоги поширюються на всі види банківських депозитів та емітованих цінних паперів за винятком зобов'язань щодо кредитних інститутів, які 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 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 роки ХХ ст., відмова деяких країн від установлення для банків обов'язкових резервних вимог. Так, Канада взагалі відмовилася від використання цього інструмента, Сполучені Штати, Франція відмовилися від резервування за строковими депозитами, а також зменшили норму резервів за транзакційними 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 валюті). 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 %.

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 (курсову) стабільність національної валюти (табл. 5.3).

Таблиця 5.3

**Зміна нормативу обов'язкового резервування НБУ
та динаміка основних макроекономічних параметрів [38]**

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

Як уже зазначалося, особливості впливу зміни нормативу обов'язкових резервів на кредитну активність комерційних банків, а отже, 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. 5.9).

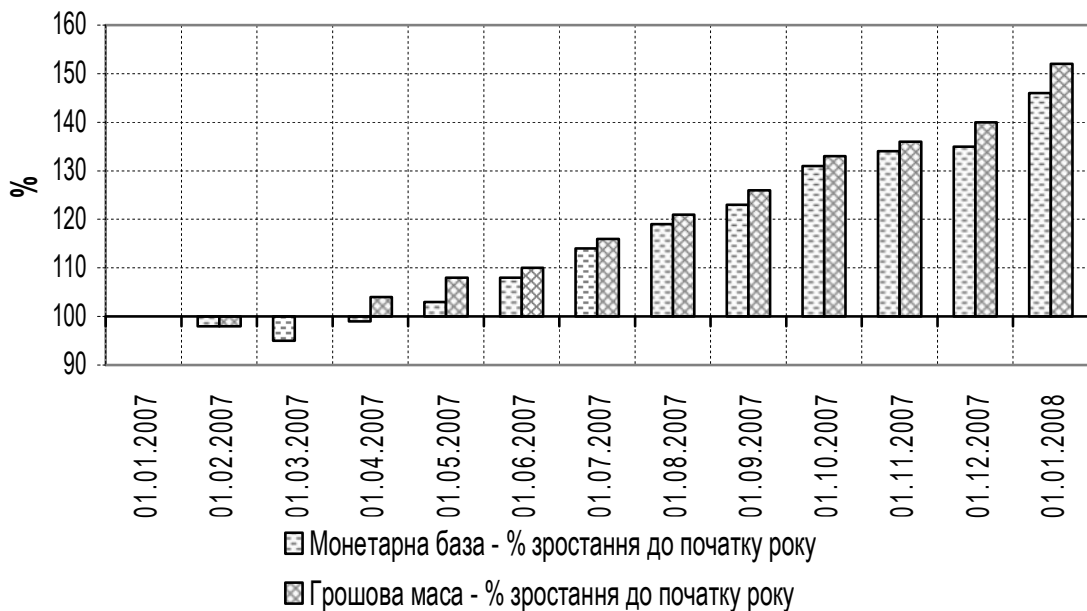


Рис. 5.9. Динаміка основних монетарних показників у 2007 р. [262]

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. 5.10).

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 II кварталі, коли інфляційні ризики ще не встигли себе проявити повною мірою, Національний банк навіть вдався до проведення більш стимулюючої грошово-кредитної політики, знизивши облікову ставку до 8 % та тимчасово припинивши проведення мобілізаційних операцій.

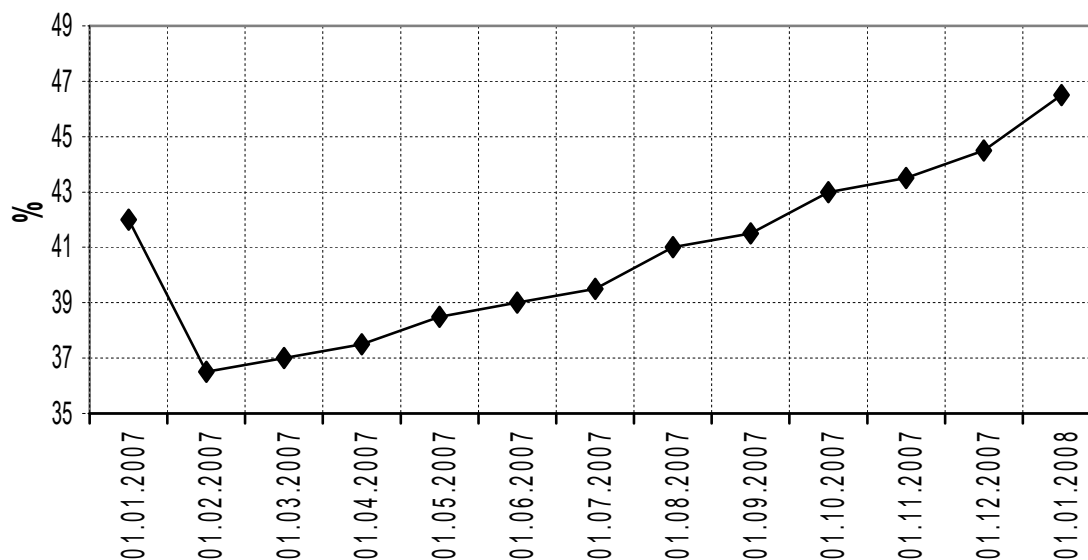


Рис. 5.10. Динаміка рівня монетизації економіки України протягом 2007 р. [262]

Визначаючи тактику своїх дій після посилення інфляційного прискорення в літні місяці, Національний банк 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 сектора 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 Національного банку 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. (набирають 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 отже, 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 інструмента, 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 інструмента грошової політики на макрорівні 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 винятково 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 [39].

Ці обставини вказують на обмежені можливості використання зміни норм обов'язкових резервів як інструмента валютної політики, оскільки для повсякденного оперативного регулювання валютного ринку цей інструмент не має належної гнучкості, а його результати мають значний часовий лаг. Отже, зміна нормативу резервування може використовуватися лише в межах загальної стратегії центрального банку на обмеження чи розширення масштабів емісії національної валюти.

5.2.3. 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 вплинути 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.

Уперше цей інструмент реалізації монетарної політики почав застосовуватись у 20-ті роки ХХ ст. у США, а в 30-ті роки ХХ ст. – у Великобританії, що свідчило про високий рівень розвитку ринку цінних паперів у цих країнах. Нині операції на відкритому ринку здійснюються центральними банками практично всіх розвинутих країн, а найширше застосовуються у США, де складають основу регулятивної діяльності Федеральної резервної системи і можуть займати в окремі періоди до 4/5 річного обороту ФРС. Політика відкритого ринку залишається також провідним інструментом регулювання і для Банку Англії, тоді як інші монетарні важелі використовуються на нерегулярній основі. Загалом

тенденції у розвитку механізму реалізації грошово-кредитної політики у розвинутих країнах вказують на те, що операції на відкритому ринку поступово займають провідні позиції серед усіх регулятивних інструментів, які використовуються центральними банками цих країн.

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.

Політика відкритого ринку широко застосовується в регулятивній діяльності центральних банків. Це – найбільш дієвий і гнучкий метод грошово-кредитної політики. Результати застосування цього методу центральні банки можуть досить точно спрогнозувати, передбачити, його ж дія забезпечує ефективний вплив на грошовий ринок, а отже, і на економіку в цілому. Позитивні аспекти цього методу грошово-кредитної політики полягають у тому, що центральний банк самостійно визначає обсяг, час і напрям здійснення операцій на відкритому ринку і в такий спосіб повністю контролює застосування цього методу. Наслідки проведення операцій на відкритому ринку легко піддаються коригуванню. Якщо у здійсненні грошово-кредитної політики допущена помилка, центральний банк може швидко її виправити, здійснивши операцію зворотного спрямування [215].

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 (рис. 5.11).

Реалізуючи рестрикційну монетарну політику, центральний банк продає на ринку цінні папери (тобто зменшує власний портфель) – списує відповідні суми коштів із резервних або кореспондентських рахунків комерційних банків, що купують ці папери. У результаті скорочується обсяг ресурсів, які банки можуть використовувати для кредитування економіки, що спричиняє обмежувальний вплив на динаміку грошової маси та рівень ділової активності в країні.

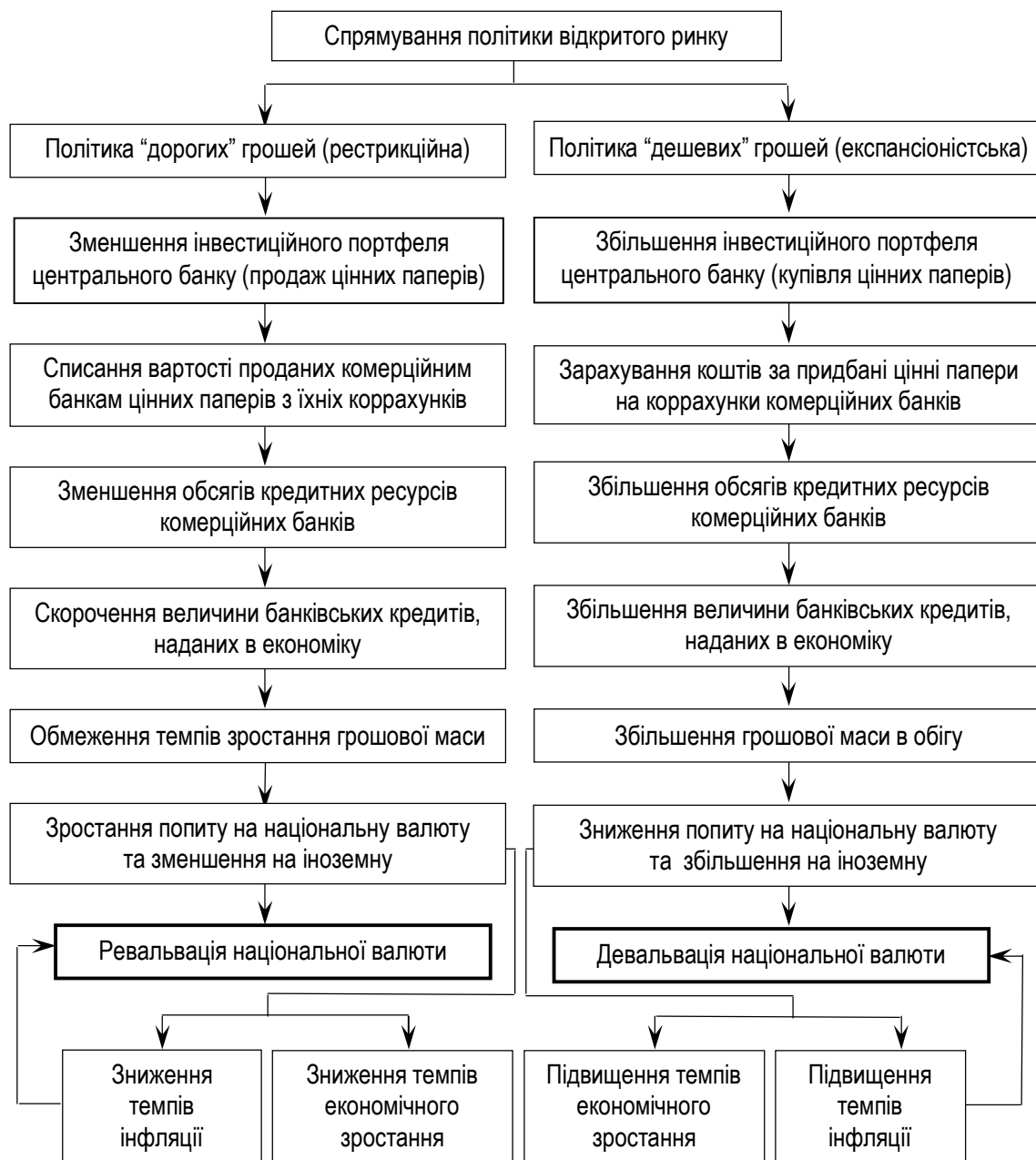


Рис. 5.11. Механізм реалізації політики відкритого ринку та його вплив на обмінний курс національної валюти [63]

Експансіоністська монетарна політика передбачає придбання центральним банком цінних паперів у комерційних банків (тобто збільшення відповідного інвестиційного портфеля центрального банку), що визначає зарахування відповідних сум коштів на кореспондентські рахунки комерційних банків. Це призводить до зростання ресурсної бази банківських установ і дає змогу збільшити обсяг кредитних операцій, стимулюючи тим самим поживлення господарської кон'юнктури та зростання обсягу маси грошей в обігу.

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 отже, 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 односторонню спрямованість, що може не збігатися з поставленими в певний період цілями регулювання. Відкритий ринок – це ринок, де здійснюються 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 здійснюється 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 і 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.

Сутність цього механізму полягає в оберненій залежності між ціною і дохідністю облігацій:

$$S = \frac{D}{P} \cdot 100 \% . \quad (5.6)$$

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 (рис. 5.12).

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. Отже, 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 роки ХХ 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.



Рис. 5.12. Економічний механізм стимулювання участі в операціях на відкритому ринку [63]

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 – це той процентний дохід, який має отримати сторона, котра є 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:

$$I_i = S_R \cdot I_R \cdot T_R, \quad (5.7)$$

де I_i – процентний дохід від угоди РЕПО;
 S_R – сума коштів, інвестованих у проведення угоди РЕПО;
 I_R – ставка РЕПО у процентах;
 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.

У світовій практиці угоди РЕПО укладаються здебільшого на позабіржовому ринку, на короткий проміжок часу і на великі суми, тобто це операції оптового грошового ринку. Окремі параметри операцій РЕПО є стандартизованими.

Що стосується переміщення і зберігання цінних паперів, то, як показує світова практика функціонування ринку РЕПО, можуть застосовуватися різні способи. Перший спосіб полягає у тому, що цінні папери, куплені у першій частині операції РЕПО, справді переказуються покупцеві цінних паперів. У цьому разі покупець цінних паперів у першій частині РЕПО мінімізує свій кредитний ризик. Другий спосіб передбачає переказ цінних паперів на користь третьої особи, що визначило назву цієї операції – “трьохстороннє” РЕПО. Третя сторона згідно з договором має певні зобов'язання перед безпосередніми учасниками угоди. Останній третій спосіб проведення операції РЕПО відрізняється тим, що цінні папери залишаються у сторони, яка є продавцем цінних паперів у першій частині цієї операції. Продавець є зберігачем цінних паперів для покупця. Цей спосіб РЕПО традиційно називають “довірчим РЕПО”. Він характеризується мінімальними витратами на переміщення цінних паперів, а також найвищим рівнем кредитного ризику для покупця цінних паперів.

Динаміку ставки Національного банку України за операціями РЕПО наведено на рис. 5.13.

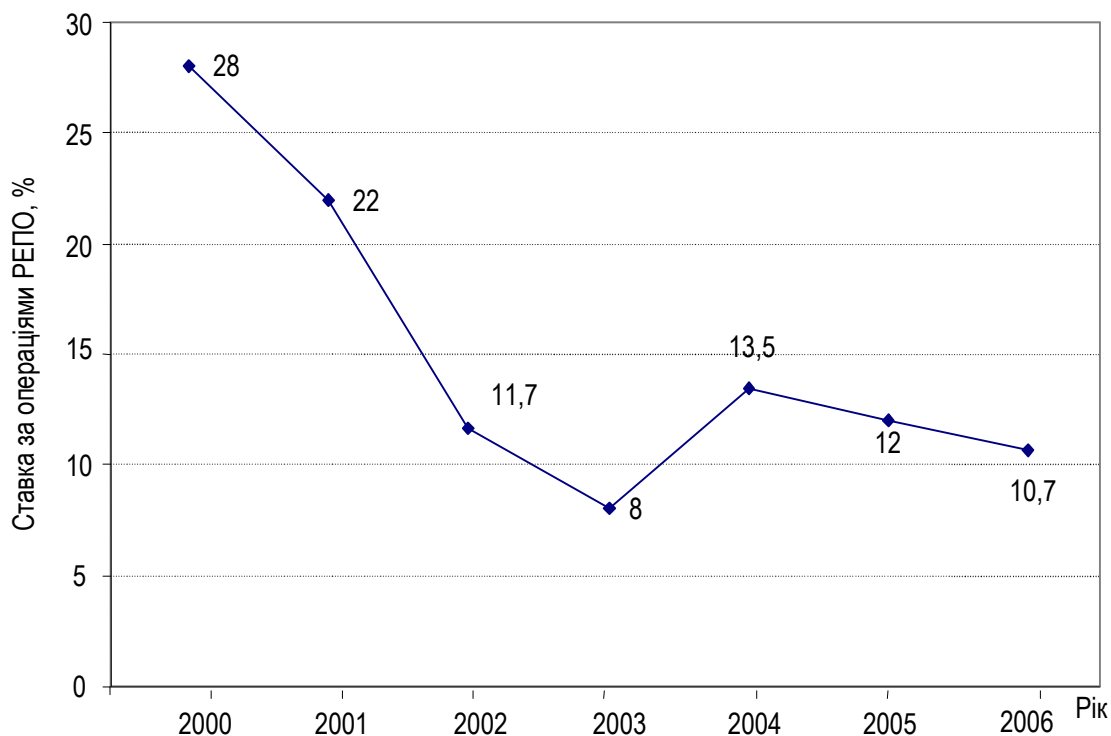


Рис. 5.13. Динаміка ставки НБУ за операціями РЕПО за період 2000-2006 рр. [38]

Активне застосування політики відкритого ринку центральними банками розвинутих країн зумовлене низкою переваг цього інструмента 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 (наприклад, обмеження чи розширення грошової маси), тобто досить оперативно, оскільки періодичність здійснення операцій визначає сам центральний банк;
- 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 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 інструмента 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 [188].

Таким чином, ключовим фактором, який визначає власні можливості здійснення операцій на відкритому ринку в Україні, є адекватний розвиток відповідного сегмента фондового ринку – ринку державних цінних паперів.

Ринок облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП), початок функціонування якого припадає на березень 1995 р., протягом чотирьох років розвивався у напрямі нарощування обсягів продажів 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 [20].

Тільки починаючи з 2001 р., робота уряду і Національного банку дозволила дещо упорядкувати діяльність вітчизняного ринку державних цінних паперів (табл. 5.4).

Таблиця 5.4

**Обсяг операцій з розміщення державних цінних паперів
на вторинному ринку [38]**

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	немає даних	20335,7
2006	немає даних	8507,4
2007	немає даних	2705,1

Аналізуючи дані табл. 5.4, 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 раза, а за період 2005-2007 рр. – зменшилася у 7,5 раза. 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 Національним банком 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. 5.14 наведено динаміку індексу ПФТС – основного індикатора фондового ринку України, що відображає коливання цін на акції найбільш привабливих підприємств. Протягом 2007 р. індекс ПФТС подолав сім стратегічних рівнів – від 500 до 1100 пунктів і 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.).

Розвинута інфраструктура фондового ринку передбачає наявність широкої мережі дилерів, спроможних брати участь у регулярних торгах облігаціями, підтримуючи “двосторонній” ринок як купівлі, так і продажу в будь-який момент. До того ж самі комерційні банки не можуть і не повинні бути основними гравцями на ринку державних цінних паперів, оскільки це може стати на заваді реалізації ними своєї основної функції – кредитного обслуговування господарства.

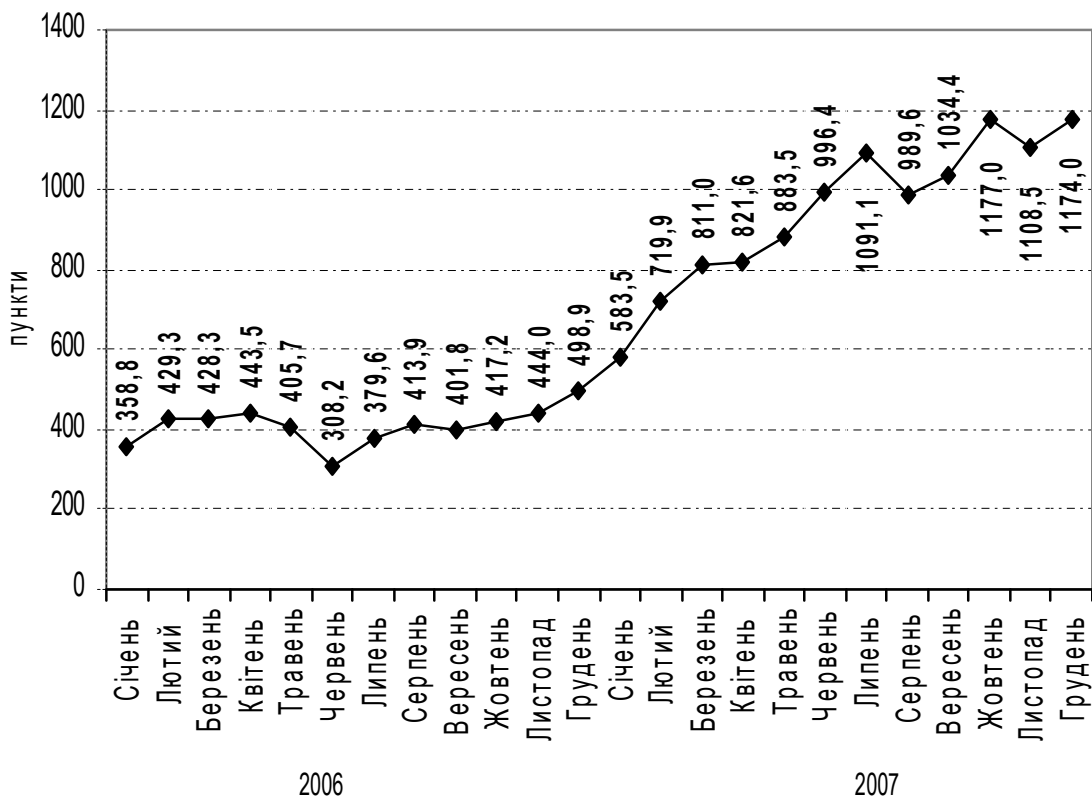


Рис. 5.14. Динаміка індексу ПФТС у 2006-2007 рр. [262]

Центральний банк при здійсненні операцій на відкритому ринку може мати справу зі спеціалізованими фінансовими посередниками так само, як і з комерційними банками, що в цілому не позначається на загальній тенденції до змін кредитних вкладень відповідно до обраного напрямку монетарної політики, адже самі дилери у кінцевому підсумку обслуговуються банківськими установами, а операції з цінними паперами позначаються на резервах останніх. У свою чергу банки, керуючись власними міркуваннями про доцільність формування свого портфеля активів за різними напрямами, можуть брати участь у купівлі-продажу облігацій з урахуванням динаміки їх дохідності, яка значною мірою залежить від операцій центрального банку.

Таким чином, на відміну від дисконтної політики, яка має власні канали впливу на валютний ринок країни, особливістю реалізації політики відкритого ринку як інструмента валютної політики її опосередкована дія на кон'юнктуру валютного ринку країни і динаміку обмінного курсу. Реалізація цієї дії пов'язана передусім із впливом цього інструмента 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 іноземної валюти.

Такий опосередкований характер впливу загальних інструментів монетарного регулювання на стан валютних відносин зумовлює не лише значний часовий лаг їхньої дії, але й низька прогнозованість отримуваних результатів порівняно з очікуваними. Ці обставини об'єктивно визначають необхідність використання наряду із загальними інструментами регулятивного впливу центрального банку ще й інструментів спеціальних, пов'язаних лише з реалізацією валютної політики.

5.3. ЕКОНОМІЧНІ ІНСТРУМЕНТИ ВАЛЮТНОЇ ПОЛІТИКИ

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.

5.3.1. Девізна політика

Динамічні процеси формування ринкових відносин у всіх сферах господарської діяльності нашої країни, включаючи зовнішньоекономічні операції, потребують осмислення й оцінки всіх змін, що відбуваються під час становлення національної грошової та валютної системи у контексті розвитку світового господарства і подальшої інтеграції у нього економіки України. Розбудова повноцінного валютного ринку в нашій державі та його ефективне регулювання є необхідною умовою формування відкритої ринкової економіки з усіма необхідними засобами стимулювання роботи суб'єктів господарювання у зовнішньоекономічній сфері. Важлива роль у цьому процесі належить механізму розробки та ефективної реалізації адекватної валютної політики держави, що включає всі необхідні інструменти впливу на валютні відносини та є одним із найважливіших елементів у загальній системі заходів щодо підтримання макроекономічної і фінансової стабільності в країні, стимулювання економічного зростання та підвищення добробуту населення.

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).

Власне поняття девізи (від франц. “devises” – валюта) означає платіжні засоби в іноземній валюті, призначені для міжнародних розрахунків (звідси і назва політики). Термін “девізи” почав застосовуватись з 1922 р., коли була організаційно оформлена Генуезька валютна система, заснована на золотодевізному стандарті, у результаті чого було узаконено використання національних валют як однієї з форм світових грошей. 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.

Спрямованість валютної інтервенції визначається тим, яка мета перед центральним банком – підвищити чи знизити обмінний курс національної валюти. Так, із метою ревальвації національної валюти центральний банк в обмін на національну валюту продає іноземну валюту, коли її пропозиція на ринку є недостатньою. Завдяки цьому обсяги національної валюти порівняно з іноземною на ринку зменшуються, а тому її “ціна” (у вигляді обмінного курсу) зростає.

І, навпаки, центральний банк скуповує іноземну валюту, щоб девальвувати національну валюту, коли є її надлишок пропозиції на ринку. У результаті обсяги іноземної валюти на ринку зменшуються, а національної валюти – збільшуються, а отже, знижується її “ціна” – валютний курс.

Головними цілями проведення валютних інтервенцій є:

- підтримання на певному рівні курсу національної грошової одиниці з тим, щоб не допустити її знецінення або необґрунтованого зміцнення;
- стабілізація кон’юнктури на валютному ринку країни, тобто врівноваження попиту і пропозиції на іноземну валюту;
- підтримання курсу національної валюти на штучно заниженому рівні для стимулювання збільшення обсягів експорту і підтримання конкурентоспроможності на зовнішніх ринках.

Остання з названих цілей означає, що валютні інтервенції можуть здійснюватися лише для стимулювання експортних операцій. Центральний банк метою валютної політики може обрати забезпечення штучного заниження курсу національної валюти. Завдяки цьому експортери в обмін на виручену ними іноземну валюту отримують більше коштів у національній валюті та збільшують власну норму прибутку або ж, підтримуючи цю норму на незмінному рівні, забезпечують реалізацію своїх товарів за кордоном за нижчими цінами, підвищуючи свою цінову конкурентоспроможність.

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 є рівноправними суб'єктами ринку, що визначає винятково 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 здійснюється лише 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 відобразити 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 ієни 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 валюти 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, мають 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 (рис. 5.15).

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 має 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 отже, 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.

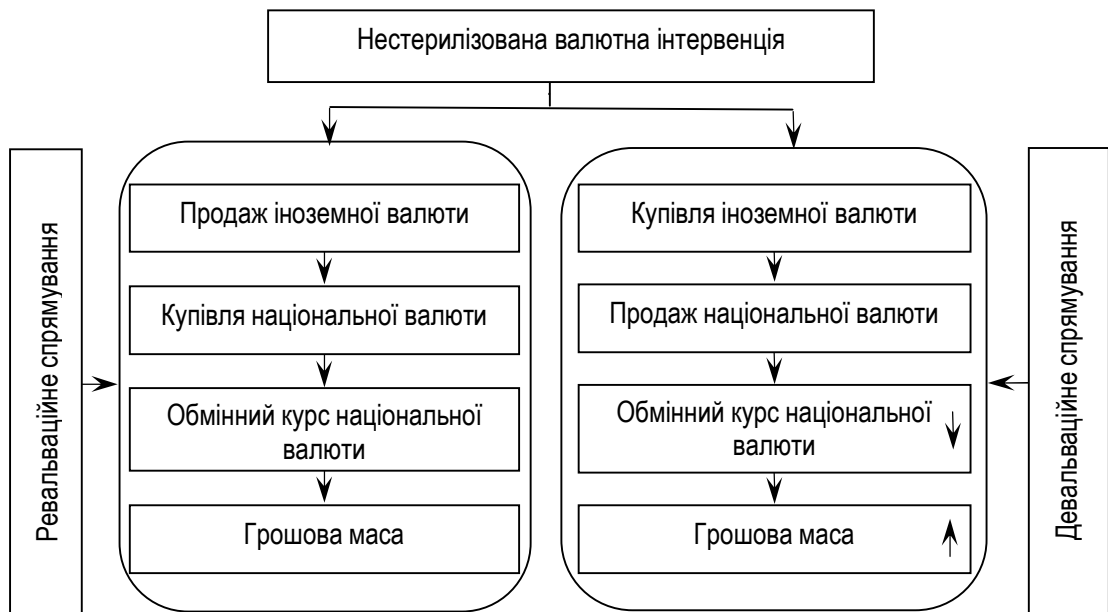


Рис. 5.15. Механізм реалізації девізної політики шляхом проведення нестерилізованої інтервенції [63]

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 (рис. 5.16).



Рис. 5.16. Механізм реалізації девізної політики шляхом проведення стерилізованої інтервенції [63]

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.

Валютні інтервенції вперше почали проводитися ще у XIX ст. центральними банками Росії та Австро-Угорщини для підтримання курсу національних валют. Із скасуванням золотого стандарту, особливо в період світової економічної кризи 1929-1933 рр., валютні інтервенції проводилися деякими країнами, зокрема Англією та США, насамперед із метою девальвації національних валют (валютного демпінгу) і стимулювання таким чином зовнішньоторгової експансії. У рамках Бреттон-Вудської валютної системи валютні інтервенції проводилися центральними банками з метою підтримання фіксованих валютних курсів щодо долара США. По суті валютні інтервенції були спрямовані на підтримання саме курсу долара. З переходом до плаваючих курсів у Ямайській валютній системі інтервенції використовуються для згладжування різких курсових коливань різних валют.

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 [81; 98].

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 щодо рідко, завдяки посиленню чинника несподіванки.

Позитивним чинником є прозора політика інтервенцій. Деякі країни, зокрема Туреччина та Філіппіни, підтвердили свою прихильність ринковому валютному курсу, підкресливши, що інтервенції не застосовуватимуться 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 [98].

Водночас необхідно зазначити, що використання девізної політики має і певні обмеження, які пов’язані з такими основними причинами.

По-перше, валютна інтервенція може мати лише тимчасовий характер, оскільки обсяги офіційних золотовалютних резервів, як правило, обмежені. А це означає, що продаж іноземної валюти з резервів має обов’язково чергуватися з її купівлею. Інакше (якщо, наприклад, дефіцит платіжного балансу є значним та має хронічний характер) девізна політика призведе до повного вичерпання резервів.

По-друге, за умов валютної кризи і нестабільної фінансової ситуації в країні валютні інтервенції не є ефективним засобом валютної політики, оскільки мають лише односторонню спрямованість – на утримання курсу національної валюти від обвалу.

По-третє, високі темпи інфляції в країні обмежують можливості проведення девізної політики, оскільки внутрішнє знецінення національної грошової одиниці при проведенні інтервенцій зумовлює її девальвацію стосовно іноземних валют. Тому нестабільність цінової динаміки на внутрішньому ринку може перешкоджати досягненню цілей девізної політики.

Ці причини означають, що валютні інтервенції можуть бути ефективні лише за незначних коливань кон’юнктури на внутрішньому валютному ринку та порівняно незначної нерівноваги платіжного балансу.

Таким чином, 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 р. 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 гривні щодо іноземних валют [223].

Динаміку валютних інтервенцій Національного банку України та показників офіційних золотовалютних резервів за період 2006-2007 рр. наведено на рис. 5.17.

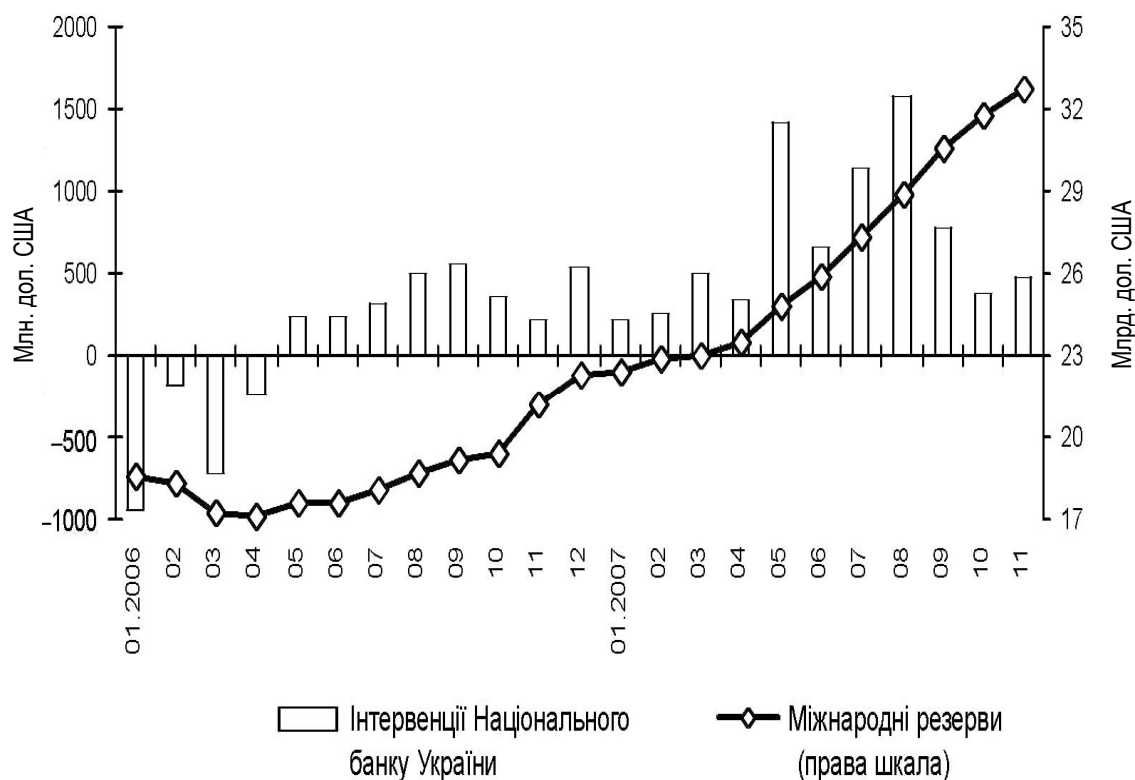


Рис. 5.17. Валютні інтервенції та міжнародні резерви НБУ [38]

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. 5.5) і порівняємо їх з аналогічними показниками за 2006 р. (табл. 5.6).

Таблиця 5.5

Операції НБУ на валютному ринку України у 2007 р. [262]

№ пор.	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.

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 %.

Таблиця 5.6

Показники валютного ринку України за 2006 р. [262]

№ пор.	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

Отже, за 12 місяців 2006 р. 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. доларів США;
- частка офіційних інтервенцій НБУ – 4,9 %.

На підставі розрахованих середніх показників міжбанківського валютного ринку України побудуємо порівняльну таблицю (табл. 5.7).

Таким чином, за останні 2 роки всі абсолютні та відносні показники валютного ринку України збільшилися відповідно на 44,4, 57,3 і 10,2 %.

Отже, на основі проведених розрахунків можна зробити такий висновок: незважаючи на цілу низку заходів щодо зниження 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.

Таблиця 5.7

Порівняльна характеристика середньомісячних показників валютного ринку України у 2006-2007 рр.

№ пор.	Показник	Рік		Відхилення 2007 до 2006 р., %
		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

5.3.2. 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 3, під валютними резервами мають на увазі 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 інструмента 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 фунту 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 було у долара США, що визначило його роль як головної резервної валюти. Починаючи з 70-х років ХХ 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 ієна).

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 ієни. Проте з урахуванням того, що значення ієни 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 десятиріч. Саме перспективи розвитку європейської та американської економічних систем визначатимуть у найближчій перспективі структуру офіційних валютних резервів різних країн на користь євро чи долара США.

Активність центрального банку у використанні цього інструмента валютної політики обумовлюється певними чинниками.

По-перше, це рівень валютних ризиків, що визначається поточною кон'юнктурою світових фінансових ринків та перспективами короткострокових коливань обмінних курсів іноземних валют. Чим більшою є нестабільність фінансових ринків, а отже, 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 можливості 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 інструмента 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 [63].

Щодо валютної побудови офіційних золотовалютних резервів Національного банку України, то, як уже зазначалося у п. 3.5, станом на початок 2008 р. їхня основна частка належить активам у американських доларах (приблизно 60 %). Питома вага євро складає близько 30 %, на інші валюти (англійський фунт стерлінгів, швейцарський франк) припадає близько 10 %.

Підтримання обраної валютної структури офіційних золотовалютних резервів НБУ здійснює шляхом проведення інтервенцій на внутрішньому валютному ринку. 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 найближчий час Національний банк України не має наміру суттєво змінювати структуру своїх золотовалютних резервів, яка, в першу чергу, залежить від місця іноземної валюти у міжнародних розрахунках країни (до 80 % міжнародних розрахунків України здійснюються у доларах США), зовнішньоторговельного сальдо країни та основних держав-контрагентів.

5.3.3. 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 лише під впливом попиту і пропозиції на валютному ринку.

Фіксовані валютні курси були у рамках Бреттон-Вудської валютної системи, відповідно до умов якої країни – члени МВФ були зобов'язані підтримувати фіксовані курси своїх національних валют стосовно долара США, за яким у свою чергу була офіційно закріплена ціна золота (35 доларів за одну тройську унцію). Держави – члени МВФ були зобов'язані не допускати відхилення курсів своїх валют на ринку понад $\pm 1\%$ від офіційно встановленого паритету. Криза Бреттон-Вудської валютної системи, зумовлена постійними дисбалансами між офіційним і ринковим курсами валют, стала результатом запровадження плаваючих валютних курсів, які мають можливість порівняно вільно коливатися під впливом попиту і пропозиції на 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 лише 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, місця національного господарства у системі світових господарських зв'язків, обсягу нагромаджених у країні золотовалютних резервів тощо [85].

В Україні, починаючи з 2000 р., валютно-курсова політика будуватиметься за принципом підтримки відносної 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.

Детальніше про це йдеться у розділі 2.

5.3.4. 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 інструмента 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 отже, 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, ніж іноземна, 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 розмірними 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 підвищенні 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 лише інструментом валютної політики, що передбачає зниження офіційного обмінного курсу національної валюти. Крім того, сучасне розуміння терміна “девальвація” включає також і порівняно тривале та значне зниження ринкового курсу національної валюти.

Для того, щоб визначити процент девальвації валюти, необхідно курсову різницю до і після проведення девальвації розділити на початковий курс і помножити на 100. Ця величина розраховується за формулою:

$$D = \frac{ER_0 - ER_1}{ER_0} \cdot 100 \%, \quad (5.8)$$

де D – величина девальвації;

ER_0 – обмінний курс до проведення девальвації (на початок періоду);

ER_1 – валютний курс після девальвації (на кінець періоду).

Наприклад, в Україні курс долара США до гривні на початок 1998 р. становив 1,899, а на кінець року – 3,427 гривень за 1 американський долар. Отже, величина девальвації гривні складала 80 %:

$$D = \frac{1,899 - 3,427}{1,899} \cdot 100 \% = -80 \%. \quad (5.9)$$

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 припливу валютної виручки.

3. Девальвація не вигідна для імпортерів, оскільки їм доводиться більше витратити національної валюти на придбання іноземної, призначеної для здійснення міжнародних розрахунків і оплати імпортних контрактів.

4. Подорожчання імпоротної продукції може стимулювати розвиток внутрішніх інфляційних процесів, особливо для господарства країн, в яких активно використовуються імпортовані сировинні та енергетичні ресурси.

5. Девальвація національної валюти є негативним чинником для залучення в країну іноземних капіталів і кредитів, оскільки зарубіжні інвестори втратять 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.

Проте 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 випадку 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 [63].

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.

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 підвищення 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 вільноплаваючих 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 підвищення курсу національної валюти щодо іноземних валют на фінансових ринках.

Для того, щоб визначити процент ревальвації валюти, необхідно курсову різницю до і після проведення ревальвації розділити на

початковий курс і помножити на 100. Ця величина розраховується за формулою:

$$R = \frac{ER_0 - ER_1}{ER_0} \cdot 100 \%, \quad (5.10)$$

де R – величина ревальвації;
 ER_0 – обмінний курс до проведення ревальвації (на початок періоду);
 ER_1 – валютний курс після ревальвації (на кінець періоду).

Наприклад, в Україні курс долара США до гривні на початок 2005 р. становив 5,3054, а на кінець року – 5,0500 гривень за 1 американський долар. Отже, величина ревальвації гривні складала 4,814 %:

$$R = \frac{5,3054 - 5,0500}{5,3054} \cdot 100 \% = 4,814 \%. \quad (5.11)$$

Основними економічними результатами проведення політики ревальвації можуть бути такі:

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 імпортерні поставки. Внаслідок цього імпортери отримують ревальваційну премію, що стимулює їхню діяльність.

2. Ревальвація є не вигідною 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 імпортерних товарів сприяє наповненню внутрішнього ринку, що призводить 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 [63].

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 та інших провідних валют (табл. 5.8).

Аналізуючи дані табл. 5.8, можна відзначити:

1. Перші три роки становлення національної валютної системи України супроводжувалися значною девальвацією гривні щодо американського долара, хоча при цьому спостерігалася позитивна динаміка її зниження.

2. У 1998 р. у результаті валютно-фінансової кризи девальвація гривні склала понад 80 %.

3. У 2005 р. склалася протилежна ситуація і гривня виявилася недооціненою, що спонукало Національний банк вдатися до суттєвої ревальвації, котра вже як поступова тенденція на ринку закріпилася протягом 2003-2004 рр.

4. Протягом останніх 3 років на внутрішньому валютному ринку України спостерігається тенденція курсової стабільності, що знаходить своє відображення у незмінності офіційного обмінного курсу, встановленого на рівні 5,05 грн. за 1 доллар США.

**Динаміка офіційного курсу національної валюти України
щодо долара США [36; 38; 63]**

Період, рік	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	+4,8140
2006	–	505,00	0,0000
2007	–	505,00	0,0000

5.4. Адміністративні інструменти валютної політики

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” [39, 40].

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 інструмента 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 недієвістю 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 репатріація 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;
- регламентация 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.

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 перешкодження 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 з країною, проти якої вона застосовується.

Сьогодні політика валютних обмежень у зазначених вище формах використовується у міжнародній сфері економічних відносин насамперед з 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 [63].

Загалом рівень організації валютного контролю і конкретні форми застосування валютних обмежень залежать від соціально-економічного розвитку країни та її участі у світовому господарстві.

Сучасні тенденції реалізації валютної політики визначають пріоритетну роль економічних, а не адміністративних інструментів. Використання суто адміністративних важелів стає все менш ефективним, оскільки неминуче призводить до загострення економічних відносин з іншими країнами та погіршення участі національної економіки у міжнародному розподілі праці.

ВИСНОВКИ

У сучасних умовах можливості регулятивного впливу держави на економіку не можуть замикатися лише на національному рівні, оскільки жодна національна економіка не є закритою. Світ все більше глобалізується, а економіки різних країн стають усе більше взаємозалежними. За таких обставин 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 і розбудови ефективного ринкового механізму.

Валютна політика – складне економічне поняття. У вітчизняних законодавчих та нормативних актах, зокрема законах України “Про Національний банк України”, “Про банки та 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 однакові визначення валютної політики.

На нашу думку, валютна політика – це комплекс економічних, організаційних, правових, адміністративних та інших заходів, методів, форм, інструментів, які здійснюються державою у сфері валютно-фінансових і кредитних відносин відповідно до поточних та стратегічних цілей загальної економічної політики країни.

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.

Проведення валютної політики як однієї з найважливіших складових державної економічної політики передбачає наявність відповідних ринкових інститутів, тобто механізмів, які забезпечують реалізацію державного впливу на систему валютних відносин.

Інституційні засади валютної політики – це система суб’єктів та об’єктів валютної політики в їх тісній взаємодії та взаємозв’язку.

Головним органом, на який покладається реалізація валютної політики в Україні, є Національний банк, що обумовлено його ключовою роллю у здійсненні грошово-кредитного регулювання, однією з основних форм якого і є, власне, регулювання валютних відносин.

На сучасному етапі економічного розвитку основними завданнями валютної політики Національного банку України є:

- забезпечення курсової стабільності гривні;
- сприяння процесу дедоларизації української економіки шляхом підвищення привабливості вкладень у національній валюті порівняно з депозитами в іноземній валюті;
- збільшення обсягу золотовалютних резервів з метою підтримання купівельної спроможності національної валюти;
- забезпечення ефективного функціонування національної валютної системи через урівноваження платіжного балансу, гармонізацію інтересів імпортерів та експортерів;
- вдосконалення структури внутрішнього валютного ринку з урахуванням міжнародної практики та запровадження нових видів міжнародних розрахунків;
- здійснення поточного регулювання системи валютних обмежень та економічних нормативів;
- створення сприятливих умов для інвестування коштів резидентами і нерезидентами у національну економіку.

Однією з найважливіших складових валютної політики центрального банку є політика обмінного курсу, або валютно-курсова політика. Метою цього напрямку валютної політики є визначення порядку розрахунку та особливостей регулювання валютного курсу на території країни.

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

В економічній теорії та практиці використовують велику кількість різних видів валютних курсів, основними серед яких є: офіційний, номінальний, реальний, реальний ефективний, ринковий, крос-курс тощо.

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. Основними режимами валютних курсів, а отже, і формами реалізації валютно-курсової політики, є фіксований і плаваючий.

Необхідною умовою ефективної реалізації валютної політики є достовірне прогнозування зміни обмінного курсу, що може стати основою для прийняття відповідних управлінських рішень щодо впливу на валютний ринок країни з метою надання динаміці валютного курсу

бажаної спрямованості. Перехід багатьох країн світу до системи плаваючих валютних курсів і бурхливий розвиток міжнародної торгівлі об'єктивно зумовлюють потребу в аналізі тих процесів, що відбуваються в економіці загалом і на валютному ринку зокрема, виявленні загальних тенденцій і закономірностей їх розвитку. Використання ефективних методів прогнозування обмінного курсу дозволяє адекватно оцінити перспективи розвитку тих економічних процесів, які так чи інакше пов'язані з валютними відносинами. А це, у свою чергу, дає можливість обрати правильні напрями валютної політики, зокрема і щодо вибору найбільш оптимальних інструментів регулятивного впливу на динаміку валютного курсу, з метою реалізації стратегічних завдань державної економічної політики.

На підставі детального аналізу валютної політики Національного банку України за весь період становлення та розвитку вітчизняного валютного ринку можна зробити висновок, що її головною метою було і є досягнення курсової стабільності національної грошової одиниці.

Подальші перспективи розвитку валютно-курсної політики Національного банку України засновуватимуться на реалізації завдання щодо підтримання стабільності обмінного курсу гривні з певним підвищенням його гнучкості та розширенням меж коливань за рахунок меншого впливу НБУ на механізм курсоутворення.

Формування та управління офіційними золотовалютними резервами країни є необхідним елементом валютної політики держави, що здійснюється її 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.

На нашу думку, найбільш вдалим є подане нижче визначення 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.

В Україні уповноваженим органом держави, на який покладено повноваження щодо накопичення, зберігання, управління золотовалютними резервами та здійснення операцій з ними і банківськими металами, є Національний банк.

Офіційні золотовалютні резерви Національного банку України за своїм складом відповідають загальносвітовій практиці діяльності центрального банку щодо формування резервних активів.

Протягом усього періоду діяльності НБУ спостерігалася чітка тенденція до нарощування обсягів офіційних золотовалютних резервів (за винятком 1998 р., це пов'язано з фінансовою кризою), що вказує на поступове зміцнення ролі зовнішньоекономічного сектора в надходженні виручки в іноземній валюті на внутрішній валютний ринок країни. Так за період 1994-2007 рр. загальний обсяг золотовалютних резервів Національного банку України збільшився майже у 196 разів, а лише за останні 8 років їхня величина зросла у 22 рази, або на 30986,7 млн. доларів США (з 1475,45 млн. у 2000 р. до 32462,1 млн. американських доларів у 2007 р.).

Це, зокрема, пояснюється тим, що протягом останніх 3-4 років валютна політика НБУ з управління офіційними золотовалютними резервами була спрямована на утримання обмінного курсу гривні від надмірної ревальвації. У зв'язку з тим, що приплив іноземної валюти значно перевищує її відтік, Національний банк України постійно викупував надлишок пропозиції валюти на внутрішньому валютному ринку, поповнюючи свої резерви.

Станом на 1 січня 2008 р. орієнтовна структура золотовалютних резервів НБУ за видами валют мала такий вигляд:

- долар США – близько 60 % (оскільки 75-80 % усіх зовнішньоекономічних розрахунків в Україні здійснюється саме у американських доларах);
- євро – близько 30 %;
- інші валюти (англійський фунт стерлінгів, швейцарський франк та золото) – близько 10 %.

Основною сферою взаємодії суб'єктів валютних відносин, яка 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.

Досліджуючи сутність поняття “валютний ринок”, варто зазначити, що у сучасній вітчизняній та іноземній літературі не існує загальноприйнятого підходу до визначення цієї економічної категорії, але проведений аналіз дозволив нам запропонувати власне визначення.

Отже, на нашу думку, валютний ринок – це система економічних відносин між його суб'єктами щодо здійснення операцій з купівлі-продажу іноземних валют, цінних паперів, фінансових деривативів, банківських металів, інших валютних цінностей, де цінами є встановлені під впливом попиту і пропозиції валютні курси.

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. Аналіз процесу становлення вітчизняного валютного ринку засвідчує вагомий внесок Національного банку України в розбудову збалансованої та самодостатньої фінансової системи країни.

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.

До основних заходів, які, на нашу думку, сприятимуть подальшому розвитку валютного ринку України, належать:

- 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;
- збільшення обсягу ринкової інформації про джерела іноземної валюти та її використання, а також про тенденції зміни платіжного балансу країни для того, щоб учасники ринку могли сформулювати власну обґрунтовану думку про валютний курс і майбутню грошово-кредитну політику й ефективно оцінювати валютні курси;
- розробка НБУ спеціальної політики, що визначає мету, терміни й обсяги валютних інтервенцій для ефективного регулювання попиту та пропозиції на валютному ринку;
- поступове скасування правил, що обмежують ринкову діяльність, таких як податки і додаткові збори з валютних операцій, а також обмеження на міжбанківські угоди;
- максимально можлива лібералізація системи валютного регулювання та валютного контролю;
- 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 поступового скасування заборони та контролю над проведенням строкових валютних операцій.

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

монетарної політики, що позначається на організації валютних відносин у країні.

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 застосовуються центральним банком для реалізації валютної політики, поділяється на дві основні групи: загальні та спеціальні.

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. 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 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.

Сучасні світові тенденції реалізації валютної політики визначають пріоритетну роль економічних, а не адміністративних інструментів. Використання суто адміністративних важелів стає все менш ефективним, оскільки неминуче призводить до загострення економічних відносин з іншими країнами та погіршення участі національної економіки у міжнародному розподілі праці.

Поступово здійснюючи лібералізацію валютного ринку країни, що є необхідною передумовою його інтеграції до світових фінансових ринків, Національний банк України також намагається зменшувати адміністративний вплив на валютні відносини суб'єктів господарювання, віддаючи перевагу економічним інструментам реалізації валютної політики.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Абрамова А.М., Александрова Л.С. Финансы, денежное обращение и кредит [Текст] / А.М. Абрамова, Л.С. Александрова. – М.: Институт международного права и экономики, 1996. – 136 с.
2. Алгеброва И.М., Емцов Р.Г., Холопов А.В. Государственная экономическая политика: опыт перехода к рынку [Текст] / И.М. Алгеброва, Р.Г. Емцов, А.В. Холопов; под ред. проф. А.В. Сидоровича. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: МГУ им. М.В. Ломоносова, Дело и сервис, 1998. – 320 с.
3. Алисов Е. Правовое регулирование валютных отношений в Украине [Текст] / Е. Алисов. – Харьков: Консул, 1998. – 142 с.
4. Андронов О., Береславська О. Українській міжбанківській валютній біржі – п'ять років [Текст] // Вісник Національного банку України. – 1998. – № 7. – С. 30-39.
5. Артемов Н. Валютный контроль [Текст] / Н. Артемов. – М.: Профобразование, 2001. – 126 с.
6. Ачкасов А.И. Типы валютных операций и другие виды сделок на международных денежных рынках [Текст] / А.И. Ачкасов. – М.: Консалтбанкир, 1994. – 62 с.
7. Балабанов И.Т. Валютные операции [Текст]. – М.: Финансы и статистика, 1993. – 256 с.
8. Банки в системе международных экономических отношений [Текст]. – М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 1997. – 148 с.
9. Банки и банковские операции [Текст]. – М.: ЮНИТИ, 1997. – 471 с.
10. Банківські операції [Текст]: підручник / за ред.: В.І. Міщенко, Н.Г. Слав'янської. – К.: Знання, 2006. – 727 с.
11. Банковское дело: учебник для студентов вузов [Текст] / под ред. О.И. Лаврушина. – М.: Финансы и статистика, 1998. – 576 с.
12. Барамія В.Н. Валютно-курсова політика країн з перехідною економікою (приклад України) [Текст]: автореф. дис. канд. екон. наук: 08.05.01 / В.Н. Барамія; Київ. нац. ун-т ім. Т. Шевченка. – К., 2002. – 20 с.
13. Баранов В.Т. Справочная книга инспектора валютных операций коммерческих банков [Текст] / В.Т. Баранов. – М.: МЕНАТЕП-ИНФОРМ, 1995. – 432 с.

14. Барановський О. Валютна безпека [Текст] // Вісник Національного банку України. – 1998. – № 8. – С. 18-21.
15. Баринов Э.А. Валютно-кредитные отношения во внешней торговле [Текст] / Э.А. Баринов. – М.: 1-я Федеративная книготорговая компания, 1998. – 272 с.
16. Белінська Я. Валютний механізм і принципи його структурування [Текст] // Економіка України. – 2006. – № 5. – С. 19-27.
17. Белінська Я. Можливості і наслідки валютно-фінансової лібералізації в Україні [Текст] // Вісник НБУ. – 2006. – № 1. – С. 28-34.
18. Береславська О. Інтервенції на валютних ринках як інструмент курсової та грошово-кредитної політики [Текст] // Вісник Національного банку України. – 2005. – № 10. – С. 36-44.
19. Береславська О. Курсова стабільність і макроекономічні досягнення в Україні [Текст] // Вісник Національного банку України. – 2004. – № 2. – С. 18-23.
20. Береславська О. Під знаком девальвації [Текст] // Вісник Національного банку України. – 1999. – № 2. – С. 16-20.
21. Береславська О. Ревальвація гривні: вплив на інфляційні процеси в Україні та рівень доларизації економіки [Текст] // Вісник НБУ. – 2006. – № 2. – С. 20-23.
22. Береславська О. Стабілізація гривні як чинник розвитку економіки [Текст] // Вісник НБУ. – 2002. – № 10. – С. 54-57.
23. Береславська О. Тенденції розвитку валютного ринку на початок 1998 року [Текст] // Вісник Національного банку України. – 1998. – № 5. – С. 22-24.
24. Береславська О. Тенденції валютного ринку України у 2004 році [Текст] // Вісник НБУ. – 2005. – № 2. – С. 18-22.
25. Береславська О. Тенденції розвитку фінансових ринків у 2002 році та їх вплив на економіку України [Текст] // Вісник НБУ. – 2003. – № 2. – С. 54-57.
26. Боринець С.Я. Міжнародні валютно-фінансові відносини [Текст]: підручник / С.Я. Боринець. – К.: Знання, 1999. – 305 с.
27. Боринець С.Я. Міжнародні фінанси [Текст]: підручник / С.Я. Боринець. – К.: Знання, 2006. – 494 с.
28. Борисов С.М. Азбука об'єднаності, или Что надо знать о конвертируемости валют [Текст] / С.М. Борисов. – М.: Финансы и статистика, 1991. – 80 с.
29. Бровкова Е.Г., Продивус И.П. Финансово-кредитная система государства [Текст] / Е.Г. Бровкова, И.П. Продивус. – К.: Сирин, 1997. – 224 с.

30. Бровков С.М., Руденко Л.В. Валютно-фінансові механізми в міжнародному бізнесі: світовий досвід та українська практика [Текст] / С.М. Бровков, Л.В. Руденко. – К.: Агентство Україна, 2001. – 380 с.
31. Буглай В.Б., Ливенцев Н.Н. Международные экономические отношения [Текст] / В.Б. Буглай, Н.Н. Ливенцев. – М.: Финансы и статистика, 1996. – 160 с.
32. Букина М.К., Семенов А.М. Основы валютных отношений [Текст] / М.К. Букина, А.М. Семенов А.М. – М.: Юрайт, 1998. – 205 с.
33. Буренин А.Н. Рынки производных финансовых инструментов [Текст] / А.Н. Буренин. – М.: ИНФРА-М, 1996. – 368 с.
34. Буренин А.Н. Фьючерсные, форвардные и опционные рынки [Текст] / А.Н. Буренин. – М.: Тривола, 1995. – 240 с.
35. Бутук О.І. Валютно-фінансові відносини [Текст]: навч. посібник / О.І. Бутук. – К.: Знання, 2006. – 349 с.
36. Бюлетень Національного банку України [Текст]. – 2007. – № 8(173). – 187 с.
37. Бюлетень Національного банку України [Текст]. – 2008. – № 1(178). – 167 с.
38. Бюлетень Національного банку України [Текст]. – 2008. – № 2(179). – 165 с.
39. Валютне регулювання: зарубіжний досвід та пропозиції щодо України [Текст]. – К.: Українсько-європейський консультативний центр, 2002.
40. Валютные услуги юрлицам [Текст] // БИЗНЕС. – 2002. – № 12(479). – С. 60-61.
41. Валютный рынок и валютное регулирование [Текст] / под ред. И.Н. Платоновой. – М.: БЕК, 1996. – 475 с.
42. Васильев А. Хеджирование: возможность продавать золото дороже [Текст] // Рынок ценных бумаг. – 2002. – № 4. – С.45-53.
43. Васюренко О.В. Банківський менеджмент [Текст]: посібник / О.В. Васюренко. – К.: Академія, 2001. – 320 с.
44. Васюренко О.В. Механизм осуществления банковских операций с иностранной валютой [Текст] / О.В. Васюренко. – Харьков: Гриф, 1997. – 176 с.
45. Вахненко Т. Визначальні фактори формування обмінних курсів [Текст] // Вісник Національного банку України. – 2004. – № 8. – С. 31-36.
46. Верников А.В. Иностранные банки в Восточной Европе [Текст] // Мировая экономика и международные отношения. – 2003. – № 8. – С. 97-107.

47. Володин Ф.Г. Валютная политика ЦБ: структурный анализ и новации [Текст] // Банковские услуги (рус.). – 2004. – № 5. – С. 2-8.
48. Волоцька І.С. Аналіз чинного валютного законодавства України [Текст] // Формування ринкових відносин в Україні (укр.). – 2004. – № 2. – С. 48-53.
49. Галь В. Через падіння до стабілізації [Текст] // Вісник Національного банку України. – 1999. – № 3. – С. 15-17.
50. Гальчинська Т.А., Чепурнова Н.І., Корнієнко Є.С. Вплив курсової політики на стан торговельного балансу та ефективність експорту [Текст] // Финансовые риски. – 2001. – № 3(27). – С. 30-34.
51. Гальчинський А.С. Макроекономічні та монетарні передумови політики зростання [Текст] / А.С. Гальчинський // Вісник Національного банку України. – 2004. – № 8. – С. 7-8.
52. Гальчинський А.С. Сучасна валютна система [Текст] / А.С. Гальчинський. – К.: LIBRA, 1993. – 96 с.
53. Гальчинський А.С. Теорія грошей [Текст]: навчально-методичний посібник / А.С. Гальчинський. – К.: Основи, 1998. – 413 с.
54. Гоголева Т.Н., Ключищева В.Г., Хаустов Ю.И. Международная экономика [Текст]: учебное пособие / Т.Н. Гоголева, В.Г. Ключищева, Ю.И. Хаустов. – М.: КНОРУС, 2005. – 304 с.
55. Гриценко А.А., Кричевська Т.А. Середньострокова монетарна стратегія [Текст]: зарубіжний досвід та основні засади формування в Україні / А.А. Гриценко, Т.А. Кричевська; Ін-т економіки та прогнозування. – К., 2006. – 144 с.
56. Гриценко А.А., Кричевская Т.А. Формирование информационно-поведенческой парадигмы монетарной политики [Текст] // Экономическая теория. – 2007. – № 2. – С. 46-69.
57. Гроші та кредит [Текст]: підручник / М.І. Савлук, А.М. Мороз, М.Ф. Пуховкіна [та ін.]; за заг. ред. М.І. Савлука. – К.: КНЕУ, 2001. – 599 с.
58. Грошово-кредитна політика в Україні [Текст] / за ред. В.І. Міщенка. – 2-ге вид., перероб. і доп. – К.: Знання, КОО, 2003. – 421 с.
59. Дайнел Д. Дедалі міцніший союз: Курс Європейської інтеграції [Текст]: пер. з англ. / Д. Дайнел. – К.: К.І.С., 2006. – 696 с.
60. Де Ковни Ш., Такки К. Стратегии хеджирования [Текст]: пер. с англ./ Ш. Де Ковни, К. Такки. – М.: ИНФРА-М, 1996. – 208 с.
61. Державне управління в Україні [Текст]: навчальний посібник / за заг. ред. проф. В.Б. Авер'янова. – К.: СОМІ, 1999. – 266 с.
62. Джанбаев Д. Валютная политика США как фактор дестабилизации мировой финансовой системы [Текст] / Д. Джанбаев // Культура народов Причерноморья. – 2005. – № 59. – С. 102-103.

63. Дзюблюк О.В. Валютна політика [Текст]: підручник / О.В. Дзюблюк. – К.: Знання, 2007. – 422 с.
64. Дзюблюк О. Проблеми реалізації валютної політики в умовах трансформаційних змін економіки України [Текст] // Журнал європейської економіки (укр.). – 2006. – № 3. – С. 317-327.
65. Домбровски Марек. Перспективы либерализации счета финансовых операций в Украине [Электронный ресурс] // CASE и CASE Украина. – 9 марта. – 2006 // <http://www.case-ukraine.kiev.ua>.
66. Домбровски Марек. Режим денежной политики в условиях открытой экономики: выводы для Украины [Электронный ресурс] // CASE и CASE Украина. – 13 марта. – 2006 // <http://www.case-ukraine.kiev.ua>.
67. Домбровски Марек. Таргетирование инфляции в переходной экономике [Электронный ресурс] // <http://www.case-ukraine.kiev.ua>.
68. Домрачев В., Жабський Д. Стосовно оптимізації короткострокової валютної політики в Україні на базі портфельної теорії [Текст] // Финансовые риски. – 2006. – № 3. – С. 73-78.
69. Дорофеев Б.Ю., Земцов Н.Н., Пушин В.А. Валютное право России [Текст] / Б.Ю. Дорофеев, Н.Н. Земцов, В.А. Пушин. – М.: НОРМА, 2001. – 360 с.
70. Економіка України. Тенденції, оцінки і прогнози [Текст] / Центр соціально-економічних досліджень CASE Україна. – 2005. – № 2. – С. 29-45.
71. Ершов М.В. Актуальные направления экономической политики [Текст] // Вопросы экономики (рус.). – 2003. – № 12. – С. 23-39.
72. Журавка Ф.А., Русаненко И.С. Золотые и валютные оговорки как метод хеджирования валютных рисков во внешней торговле [Текст] // Вісник Української академії банківської справи. – 2000. – № 2. – С. 67-70.
73. Журавка Ф.А., Новак С.Н. Организационные модели проведения аукционов [Текст] // Вісник Української академії банківської справи. – 2001. – № 2. – С. 77-81.
74. Журавка Ф.А., Новак С.Н. Организация документооборота при проведении дилинговых операций [Текст] // Вісник Української академії банківської справи. – 2001. – № 1. – С. 46-49.
75. Журавка Ф.О. Контрактні методи хеджування валютних ризиків у зовнішній торгівлі [Текст] // Вісник Української академії банківської справи. – 2002. – № 2(13). – С. 18-21.
76. Журавка Ф.О. Операції “а-форфе” як один із методів страхування валютних ризиків [Текст] // Вісник Української академії банківської справи. – 1998. – № 4. – С. 37-40.

77. Журавка Ф.О. Оцінка доцільності хеджування валютного ризику [Текст] // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: збірник наукових праць. – Суми: Мрія-1 ЛТД; Ініціатива, 2000. – Т. 3. – С. 123-128.
78. Журавка Ф.О. Проблеми становлення ринку валютних ф'ючерсів на Україні [Текст] // Фінанси України: матеріали Другої міжнародної науково-практичної конференції. – Дніпропетровськ: Дніпропетровський держ. ун-т, 1998 р. – С. 15-16.
79. Журавка Ф.О., Русаненко І.С. Прогнозування валютного курсу як один з інструментів хеджування валютного ризику [Текст] // Фінанси України. – 2000. – № 9. – С. 49-59.
80. Журавка Ф.О., Русаненко І.С. Хеджування валютних ризиків: аргументи “за” і “проти” [Текст] // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: збірник наукових праць. – Суми: Мрія-1 ЛТД, Ініціатива, 2000. – С. 123-128.
81. Журавка Ф.О. Валютно-курсова політика Національного банку України в умовах трансформаційної економіки [Текст]: монографія / Ф.О. Журавка. – Суми: Ділові перспективи; УАБС НБУ, 2007. – 70 с.
82. Журавка Ф.О. Валютно-курсова політика НБУ як фактор цінового впливу на конкурентоспроможність українських підприємств [Текст] // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: збірник наукових праць. – Суми: УАБС НБУ, 2006. – Т. 18. – С. 73-81.
83. Журавка Ф.О. Деякі пропозиції щодо вдосконалення системи валютного контролю в Україні [Текст] // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: збірник наукових праць. – Суми: Мрія-1 ЛТД; УАБС, 2003. – Т. 8. – С. 166-167.
84. Журавка Ф.О. Ключові аспекти впровадження механізму переходу до більшої гнучкості обмінного курсу в Україні [Текст] // 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.
85. Журавка Ф.О. Методологічні підходи до класифікації режимів валютних курсів [Текст] // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: збірник наукових праць. – Суми: УАБС НБУ, 2007. – Випуск 21. – С. 82-89.

86. Журавка Ф.О. Практичні аспекти використання валютних застережень у зовнішньоекономічних контрактах підприємств [Текст] // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: збірник наукових праць. – Суми: УАБС НБУ, 2007. – Т. 19. – С. 146-152.
87. Журавка Ф.О. Практичні аспекти використання похідних строкових фінансових інструментів для хеджування валютних ризиків підприємств-експортерів [Текст] // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: збірник наукових праць. – Суми: Мрія-1 ЛТД; УАБС, 2004. – Т. 10. – С. 87-92.
88. Журавка Ф.О. Проблемні аспекти вибору оптимального режиму валютного курсу в Україні [Текст] // Вісник Української академії банківської справи. – 2007. – № 1. – С. 14-18.
89. Журавка Ф.О. Ставка LIBOR як основний індикатор світового валютного ринку [Текст] // Вісник Української академії банківської справи. – 2007. – № 2(23). – С. 29-34.
90. Журавка Ф.О. Створення реінвойсингових центрів як альтернативного методу хеджування валютних ризиків підприємств [Текст] // Вісник Української академії банківської справи. – 2003. – № 1(14). – С. 54-56.
91. Журавка Ф.О. Форвардні угоди та їх використання на валютному ринку України [Текст] // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: збірник наукових праць. – Суми: Ініціатива, 1999. – С. 162-165.
92. Журавка Ф.О. Формування валютної політики підприємства в умовах нестабільного фінансового середовища [Текст] // Вісник Української академії банківської справи. – 2003. – № 2. – С. 94-98.
93. Завальна Ж.В., Старинський М.В. Валютне право України [Текст]: навчальний посібник / Ж.В. Завальна, М.В. Старинський. – Суми: Університетська книга, 2005. – 304 с.
94. Загородній А.Г., Вознюк Г.Л., Смовженко Т.С. Фінансовий словник [Текст] / А.Г. Загородній, Г.Л. Вознюк, Т.С. Смовженко. – 3-тє вид., випр. та доп. – К.: Знання, КОО, 2000 – 587 с.
95. Золотов А.Ф. Международные валютно-кредитные отношения [Текст] А.Ф. Золотов. – К.: МАУП, 2001. – 112 с.
96. Іноземна валюта в Україні [Текст]: збірник систематизованого законодавства. – 2001. – № 13. – 226 с.
97. Ионова И.В. Вопросы формирования валютной политики и регулирования валютной деятельности в России и за рубежом [Текст] // Расчеты и операционная работа в коммерческом банке (рус.). – 2003. – № 9. – С.77-90.

98. Карачадаг Чем, Дуттагупта Рупа, Фернандес Гилда, Ишии Шого. От фиксированного курса к плавающему: нет причин для опасений [Текст] // Финансы & развитие. – 2004. – № 12. – С. 20-23.
99. Кернз В. Вступ до права Європейського Союзу [Текст]: навчальний посібник / В. Кернз; пер. з англ. – К.: Знання, КОО, 2002. – 381 с.
100. Кидуэлл Д.С., Петерсон Р.Л., Блэкуэлл Д.У. Финансовые институты, рынки и деньги [Текст] / Д.С. Кидуэлл, Р.Л. Петерсон, Д.У. Блэкуэлл. – СПб.: Питер, 2000. – 752 с.
101. Козик В.В., Панкова Л.А., Даниленко Н.Б. Міжнародні економічні відносини [Текст] / В.В. Козик, Л.А. Панкова, Н.Б. Даниленко. – К.: Знання-Прес, 2002. – 406 с.
102. Колб Роберт У. Финансовые деривативы [Текст] / Роберт У. Колб. – М.: Филинь, 1997. – 359 с.
103. Колпаков В.К. Адміністративне право України [Текст]: підручник / В.К. Колпаков. – К.: Юрінком Інтер, 1999. – 736 с.
104. Константинов Ю. Валютная политика России в аспекте экономического роста [Текст] // Бюллетень финансовой информации (рус.). – 2001. – № 8. – С. 4-20.
105. Кравченко Л.М., Шапошников О.О. Валютне регулювання і валютний контроль в Україні [Текст]: навчальний посібник / Л.М. Кравченко, О.О. Шапошников. – К.: Київ. нац. торг.-екон. ун-т, 2001. – 102 с.
106. Кривцов О.С., Бережний В.М., Онегіна В.М. Макроекономіка у запитаннях та відповідях [Текст]: навчальний посібник / О.С. Кривцов, В.М. Бережний, В.М. Онегіна. – Харків: Факт, 2003. – 199 с.
107. Кричевська Т.О. Середньострокова стратегія монетарної політики як новітній монетарний інститут: досвід країн Східної та Центральної Європи [Текст] // Стратегія монетарної політики: проблеми вибору та застосування. – К.: НБУ, 2002. – 269 с.
108. Круль О.Я. Проблеми вибору режиму курсоутворення в умовах становлення ринкової економіки [Текст] // Вісник Національного банку України. – 1998. – № 11. – С. 14-18.
109. Круль О.Я. Шляхи забезпечення стабільного розвитку валютно-курсової політики в Україні [Текст] // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: збірник наукових праць. – Суми: Ініціатива, 1998. – С. 92-97.
110. Круш П.В. Стабілізація в транзитивних економіках: валютна політика [Текст] // Формування ринкових відносин в Україні (укр.). – 2005. – № 2. – С. 11-13.
111. Крючкова І. Фундаментальні чинники зміцнення реального ефективного обмінного курсу гривні [Текст] // Вісник Національного банку України. – 2005. – № 1. – С. 16-21.

112. Кузнецова В.В. Валютная политика Китая [Текст] // Банковское дело (рус.). – 2002. – № 12. – С. 28-35.
113. Лазорина Е. Процентные деривативы и страхование рисков [Текст] // Рынок ценных бумаг. – 2001. – № 1. – С. 76-83.
114. Лэттер Т. Выбор режима валютного курса [Текст] / Т. Лэттер. – Лондон: Центр по изучению деятельности центральных банков Англии, 1996. – 33 с.
115. Линдерт П.Х. Экономика мирохозяйственных связей [Текст] / П.Х. Линдерт. – М.: Прогресс, 1992. – 520 с.
116. Лібералізація руху капіталу в ході євроінтеграції: досвід країн Центральної Європи [Текст]: монографія / А.О. Єпіфанов, С.М. Козьменко, М.І. Макаренко, Ф.І. Шпиг [та ін.]; за заг. ред. д-ра екон. наук А.О. Єпіфанова. – Суми: УАБС НБУ, 2007. – 109 с.
117. Ліневич Ю.В. Законодавче регулювання доступу та діяльності філій іноземних банків у країнах з перехідною економікою [Текст] // Актуальні проблеми економіки. – 2005. – № 6(48). – С. 39-47.
118. Лопаткіна І.В. Валютна політика: ретроспективний аналіз [Текст] // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: збірник тез доповідей ІХ Всеукраїнської науково-практичної конференції (9-10 листопада 2006 р.): збірник. – Суми: УАБС НБУ, 2006. – 188 с.
119. Лупін О.Б. Інвестиційне планування в Національному банку України [Текст] // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: збірник наукових праць. – Суми: Мрія-1 ЛТД; УАБС, 2005. – Т. 12. – С. 94-98.
120. Лупін О.Б. Нові тенденції в управлінні золотовалютними резервами [Текст] // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: збірник наукових праць. – Суми: Мрія-1 ЛТД; Ініціатива, 2000. – Т. 3. – С. 147-150.
121. Лупін О.Б. Нові фінансові інструменти в управлінні золотовалютними резервами НБУ [Текст] // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: збірник наукових праць. – Суми: Мрія-1 ЛТД; УАБС, 2004. – Т. 9. – С. 24-30.
122. Лупін О.Б. Організаційна підтримка управління золотовалютними резервами Національного банку України [Текст] // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: збірник наукових праць. – Суми: Мрія ЛТД, 2002. – Т. 5. – С. 43-46.
123. Лупін О.Б. Теоретичні підходи до обґрунтування оптимального рівня золотовалютних резервів [Текст] // Банківська система України: теорія і практика становлення: в 2-х т: збірник наукових праць. – Суми: Мрія-1 ЛТД; Ініціатива, 1999. – Т. 2. – С. 355-362.

124. Лютий І.О. Грошово-кредитна політика в умовах перехідної економіки [Текст] / І.О. Лютий. – К.: Атака, 1999. – 240 с.
125. Макконелл К.Р., Брю С.Л. Економікс: Принципы, проблемы и политика [Текст] / К.Р. Макконелл, С.Л. Брю; пер. с англ. – К.: ХаГар, 1998. – 785 с.
126. Маршал Джон Ф., Викул К. Бансал. Финансовая инженерия [Текст] / Джон Ф. Маршал, К. Бансал Викул. – М.: Инфра-М, 1998. – 783 с.
127. Маршалл Джон Ф., Кэпнер К.Р. Рынок операций своп [Текст]. – Miami: Kolb Publishing Company, 1993.
128. Мэнкью Г. Макроэкономика [Текст] / Г. Мэнкью. – М.: Изд-во МГУ, 1994. – 732 с.
129. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения [Текст]: учебник / под ред. Л.Н. Красавиной. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2000. – 608 с.
130. Международные экономические отношения [Текст]. – М.: Интел-Синтез, 1998. – 368 с.
131. Миклошевская Н.А., Холопов А.В. Международная экономика [Текст]: учебник / Н.А. Миклошевская, А.В. Холопов. – М.: МГУ им. М.В. Ломоносова, Дело и сервис, 1998. – 272 с.
132. Михайличенко С. Лібералізація валютного ринку України [Текст] // Вісник Національного банку України. – 1999. – № 5. – С. 18-22.
133. Михайличенко С. Механізм курсоутворення та деякі аспекти його застосування до гривні [Текст] // Вісник Національного банку України. – 2004. – № 4. – С. 10-19.
134. Михайличенко С. Проблеми та перспективи розвитку валютно-курсової політики в Україні [Текст] // Вісник Національного банку України. – 1999. – № 2. – С. 10-15.
135. Михайлів З.В., Гаталяк З.П., Горбаль Н.І. Міжнародні кредитно-розрахункові відносини та валютні операції [Текст]: навч. посібник / З.В. Михайлів, З.П. Гаталяк, Н.І. Горбаль. – Львів: Львівська політехніка, 2004. – 244 с.
136. Мишкін Ф.С. Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків [Текст] / Ф.С. Мишкін; пер. з англ. – К.: Основи, 1998. – 963 с.
137. Міжнародні валютно-кредитні відносини [Текст]: підручник / А.С. Філіпенко, В.І. Мазуренко, В.Д. Сікора [та ін.]; за ред. А.С. Філіпенка. – К.: Либідь, 1997. – 208 с.
138. Міжнародні фінанси [Текст]: підручник / О.І. Рогач, А.С. Філіпенко, Т.С. Шемет [та ін.]; за ред. О.І. Рогача. – К.: Либідь, 2003. – 784 с.

139. Міщенко В.І., Науменкова С.В. Валютне регулювання [Текст] / В.І. Міщенко, С.В. Науменкова. – Суми: Слобожанщина, 1995. – 52 с.
140. Міщенко В.І., Науменкова С.В. Організація ф'ючерсного валютного ринку [Текст] // Фінанси України. – 1998. – № 10. – С. 60-69.
141. Моисеев С.Р. Международные валютно-кредитные отношения [Текст]: учеб. пособие / С.Р. Моисеев. – М.: Дело и Сервис, 2003. – 576 с.
142. Мусієнко Т. Валютна політика та інвестиції [Текст] // Вісник Національного банку України (укр.). – 1999. – № 12. – С. 11-15.
143. Мусієнко Т. Необхідні передумови і форми взаємодії країн – учасниць ЄЕП у сфері грошово-кредитної та валютної політики [Текст] // Вісник Національного банку України. – 2005. – № 1. – С. 22-25.
144. Мусієнко Т. Особливості валютного регулювання в Україні [Текст] // Вісник Національного банку України. – 1999. – № 5. – С. 22-25.
145. Мусієнко Т. Проблеми курсоутворення в Україні [Текст] // Вісник Національного банку України. – 1999. – № 1. – С. 10-13.
146. Наговицин А.Г. Валютная политика [Текст] / А.Г. Наговицин. – М.: Экзамен, 2000. – 512 с.
147. Наговицин А.Г., Иванов В.В. Валютный курс. Факторы. Динамика. Прогнозирование [Текст] / А.Г. Наговицин, В.В. Иванов. – М.: ИНФРА-М, 1995. – 176 с.
148. Науменкова С.В., Андреев А.В., Журавка Ф.О. Фінансовий ринок та інвестиції [Текст]: збірник тестових вправ та завдань / С.В. Науменкова, А.В. Андреев, Ф.О. Журавка. – К.: Знання, 2000. – 214 с.
149. Науменкова С.В., Журавка Ф.О., Міщенко В.І. Валютне регулювання [Текст]: навчальний посібник / С.В. Науменкова, Ф.О. Журавка, В.І. Міщенко. – Суми: УАБС НБУ, 1997. – 92 с.
150. Науменкова С.В. Проблемы сбалансированности денежного рынка Украины [Текст] / С.В. Науменкова. – К.: Наукова думка, 1997. – 55 с.
151. Ніколенко О.В., Лупін О.Б. Реформування системи управління золотовалютними резервами Національного банку України [Текст] // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: збірник наукових праць. – Суми: Мрія-1 ЛТД; УАБС, 2003. – Т. 7. – С. 26-31.
152. Носкова И.Я. Международные валютно-кредитные отношения [Текст] / И.Я. Носкова. – М.: ЮНИТИ, 1995. – 208 с.

153. Носкова И.Я. Финансовые и валютные операции [Текст] / И.Я. Носкова. – М.: ЮНИТИ, 1996. – 175 с.
154. Нужная В.М. Тенденции развития механизмов регулирования международных финансовых отношений [Текст] // Банковские услуги (рус.). – 2001. – № 9. – С. 2-8.
155. Овчинников Г.П. Международная экономика [Текст]: учебное пособие / Г.П. Овчинников. – СПб.: Полиус, 1998. – 620 с.
156. Основні засади грошово-кредитної політики на 2006 рік [Електронний ресурс]. Затверджені рішенням Ради Національного банку України від 9 вересня 2005 р. № 17 // www.rada.gov.ua.
157. Основы международных валютно-финансовых и кредитных отношений [Текст]: учебник. – М.: ИНФРА-М, 1998. – 432 с.
158. Пасічник О.В. Валютно-курсова політика та механізм її реалізації в Україні [Текст]: автореф. дис. канд. екон. наук: 08.02.03 / О.В. Пасічник; Нац. екон. ун-т. – К., 2004. – 19 с.
159. Пасічник О.В. Про розмежування понять “валютно-курсова” та “валютна політика” [Текст] // Формування ринкових відносин в Україні (укр.). – 2003. – № 11. – С. 7-9.
160. Пахомов Ю., Лук’яненко Д., Губський Б. Національні економіки в глобальному конкурентному середовищі [Текст] / Ю. Пахомов, Д. Лук’яненко, Б. Губський. – К.: Україна, 1997. – 237 с.
161. Пашко Е.А. Интеграция Украины в мировой валютный рынок [Текст] // Економіка: проблеми теорії та практики: збірник наукових праць. – Дніпропетровськ: Дніпропетровський національний університет, 2002. – Вип. 163. – С. 224-231.
162. Пашко Е.А. Современное состояние мирового валютного рынка [Текст] // Вісник Донецького університету. Серія “Економіка і право”. – Донецьк: ДонНУ, 2001. – № 2. – С. 183-188.
163. Пашко Є.О. Механізм інтеграції України до світового валютного ринку [Текст] / Є.О. Пашко; Донецький нац. ун-т. – Донецьк, 2004. – 226 с.
164. Пашко Є.О. Оцінка тенденцій та передумов інтеграції України до світового валютного ринку [Текст] // Проблеми розвитку зовнішньоекономічних зв’язків та залучення іноземних інвестицій: регіональний аспект: збірник наукових праць. – Донецьк: ДонНУ, 2004. – Ч. 2. – С. 591-597.
165. Пешро М. Международные экономические, валютные и финансовые отношения [Текст] / М. Пешро. – М.: Прогресс, Универс, 1994. – 496 с.
166. Перспективи економічних відносин між Україною та Європейським Союзом [Електронний ресурс] // www.case.com.pl/upload/publikacja_plik/12615455_brochure.pdf.

167. Петрашко Л.П. Валютні операції [Текст]: навч. посіб. / Л.П. Петрашко. – К.: КНЕУ, 2001. – 214 с.
168. Петрик О. Недооцінка гривні та її наслідки для монетарної політики [Текст] // Вісник Національного банку України. – 2005. – № 2. – С. 3-5.
169. Петрик О. Перехід до більшої гнучкості обмінного курсу – виклик часу [Текст] // Вісник Національного банку України. – 2005. – № 6. – С. 4-11.
170. Петрик О., Половнєв Ю. Проблема вибору цільового показника монетарної політики Національного банку України [Текст] // Вісник НБУ. – 2003. – № 7. – С. 8-14.
171. Петрик О. Якою має бути стратегічна ціль монетарної політики? [Текст] // Вісник Національного банку України. – 2004. – № 1. – С. 20-24.
172. Петрук О.М. Банківська справа [Текст] / О.М. Петрук. – К.: Кондор, 2004. – 461 с.
173. Пискулов Д.Ю. Теория и практика валютного дилинга [Текст]. – М.: ИНФРА-М, 1996. – 224 с.
174. Плеханов Д.А. Мониторинг бивалютной политики Банка России [Текст] // Финансы и кредит (рус.). – 2006. – № 27. – С.9-13.
175. Покровская В.В. Международные коммерческие операции и их регламентация. Внешнеторговый практикум. [Текст] / В.В. Покровская. – М.: ИНФРА-М, 1996. – 326 с.
176. Поланські З. Досвід Польщі по лібералізації потоків капіталу і політиці гнучкого обмінного курсу [Електронний ресурс] / Національний банк Польщі, Варшавська Школа економіки. – Мінськ, 16 грудня 2005 р. // research.by/pdf/Seminars/2005/20051216/09Polanski_ru.pdf.
177. Положення про встановлення офіційного курсу гривні до іноземних валют та курсу банківських металів [Електронний ресурс]. Затверджене постановою Правління Національного банку України від 12 листопада 2003 р. № 496 // www.rada.gov.ua.
178. Попов Є.Є. Нова валютно-курсова політика України: переваги та недоліки [Текст] // Формування ринкових відносин в Україні. – 2006. – № 8. – С. 20-22.
179. Порядок роботи з портфелями фінансових інструментів у вільноконвертованій валюті у Національному банку України [Текст]. Затверджений постановою Правління Національного банку України від 09.09.97 № 297. – К.: НБУ, 1997. – 11 с.

180. Правила використання готівкової іноземної валюти на території України [Текст]. Затверджені постановою Правління Національного банку України від 26.03.98 № 119. – К., 1998. – 16 с.
181. Правила здійснення операцій на міжбанківському валютному ринку України. Затверджені постановою Правління Національного банку України від 15.04.98 № 150 [Текст]. – К., 1998. – 5 с.
182. Правила проведення торгів у секції термінового ринку Української міжбанківської валютної біржі [Текст]. – К., 1997. – 48 с.
183. Пресняков В., Соколов В. Валютное регулирование в зарубежных странах [Текст] / В. Пресняков, В. Соколов. – М.: Год планеты, 1995. – 386 с.
184. Про банки і банківську діяльність [Електронний ресурс]: Закон України від 7 грудня 2000 року № 2121-III // www.rada.gov.ua.
185. Про валютне регулювання [Електронний ресурс]: проект Закону України від 23.05.97 № 921 // www.rada.gov.ua.
186. Про заходи щодо запобігання легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом [Електронний ресурс]: Указ Президента України від 10 грудня 2001 року № 1199/2001 // www.rada.gov.ua.
187. Про зовнішньоекономічну діяльність [Електронний ресурс]: Закон України від 16 квітня 1991 року № 959-XII // www.rada.gov.ua.
188. Про Національний банк України [Електронний ресурс]: Закон України від 20 травня 1999 року № 79-XIV // www.rada.gov.ua.
189. Про систему валютного регулювання і валютного контролю [Текст]: Декрет Кабінету Міністрів України від 19 лютого 1993 р. № 15-93 (з наступними змінами та доповненнями) // Відомості Верховної Ради України. – 1993. – № 17.
190. Рэдхэд К., Хьюс С. Управление финансовыми рисками [Текст] / К. Рэдхэд, С. Хьюс. – М.: ИНФРА-М, 1996. – 288 с.
191. Резнікова О. Необхідність застосування валютних обмежень у період ринкової трансформації економіки [Текст] // Банківська справа. – 1999. – № 6. – С. 50-52.
192. Романенко О.Р. Фінанси [Текст]: підручник / О.Р. Романенко. – К.: Центр навчальної літератури, 2006. – 312 с.
193. Руденко Л.В. Міжнародні кредитно-розрахункові і валютні операції [Текст]: підручник / Л.В. Руденко. – К.: ЦУЛ, 2003. – 616 с.
194. Руденко Л.В. Розрахункові та кредитні операції у зовнішньоекономічній діяльності підприємства [Текст]: підручник / Л.В. Руденко. – К.: Лібра, 2002. – 304 с.
195. Рут Ф.Ю. Міжнародна торгівля та інвестиції [Текст] / Ф.Ю. Рут; пер. з англ. – К.: Основи, 1998. – 389 с.

196. Рязанова Н.С. Міжнародні фінанси [Текст] / Н.С. Рязанова. – К.: КНЕУ, 2001. – 119 с.
197. Савельєв Є.В. Міжнародна економіка [Текст]: підручник / Є.В. Савельєв. – Тернопіль: Економічна думка, 2001. – 504 с.
198. Савченко А.Г. Макроекономічна політика [Текст]: навч. посіб. / А.Г. Савченко. – К.: КНЕУ, 2001. – 108 с.
199. Савченко А. Мы собираемся переходить к более гибкому курсообразованию [Текст] // Бізнес. – 2006. – № 47(722). – С. 56-61.
200. Сало І.В. Фінансово-кредитна система України та перспективи її розвитку [Текст] / І.В. Сало. – К.: Наукова думка, 1995. – 178 с.
201. Сапожников Н.В. Валютные операции коммерческих банков. Правовое регулирование [Текст] / Н.В. Сапожников. – М.: Юристъ, 1999. – 256 с.
202. Саркисянц А.Г. Либерализация валютного регулирования: мировой опыт [Текст] // Вопросы экономики. – 2002. – № 5. – С. 7-10.
203. Семенов К.А. Международные валютные и финансовые отношения [Текст] / К.А. Семенов. – М.: ТЕИС, 2000. – 175 с.
204. Сенищ П.М. Організація роботи з валютними ф'ючерсами на Українській міжбанківській валютній біржі [Текст] / П.М. Сенищ. – Суми: Ініціатива, 1998. – 33 с.
205. Симионов Ю.Ф., Носко Б.П. Валютные отношения [Текст] / Ю.Ф. Симионов, Б.П. Носко. – Ростов-на-Дону: Феникс, 2001. – 320 с.
206. Сколотяний Ю. Стабільна гривня: головне не злякати [Текст] // Дзеркало тижня. – 2006. – № 7(586) – С. 9-10.
207. Сохацька О.М. Ф'ючерсні ринки: Історія, сучасність, перспективи становлення в Україні [Текст] / О.М. Сохацька. – Тернопіль: Економічна думка, 1999. – 408 с.
208. Стельмах В., Петрик О. Обмінний курс, інфляція та конкурентоспроможність економіки [Текст] // Вісник НБУ. – 2001. – № 9. – С. 3-6.
209. Узлюк Т.А. Державне регулювання валютної системи в Україні [Текст] // Фінанси України. – 1999. – № 8. – С. 114-120.
210. Унковська Т., Данилова К. Моделювання впливу валютних та цінових шоків на формування експорту. Ефект гістерезису [Текст] // Вісник Національного банку України. – 2006. – № 8. – С. 59-63.
211. Унковська Т. Моделювання впливу змін обмінного курсу національної валюти на підприємства експортного, імпортного та внутрішнього секторів економіки [Текст] // Вісник Національного банку України. – 2005. – № 6. – С. 12-16.
212. Фельдман А.Б. Основы рынка производных ценных бумаг [Текст] / А.Б. Фельдман. – М.: ИНФРА-М, 1996. – 96 с.

213. Финансовое право [Текст]: учебник / под ред. О.Н. Горбуновой. – М.: Юристъ, 1996. – 400 с.
214. Хисайнов С.Д. Развитие валютных, расчетных и платежных отношений в условиях интеграционных процессов в СНГ [Текст] // Деньги и кредит (рус.). – 2001. – № 11. – С. 31-35.
215. Центральний банк та грошово-кредитна політика [Текст]: підручник / за ред.: А.М. Мороза, М.Ф. Пуховкіної. – К.: КНЕУ, 2005. – 556 с.
216. Цимбал М.А. Валютні ризики та їх мінімізація [Текст] // Фінанси України. – 1998. – № 10. – С. 70-73.
217. Цыганков П.А. Международные отношения [Текст] / П.А. Цыганков. – М.: Новая школа, 1996. – 320 с.
218. Черной Л. Об оптимальной валютной политике [Текст] // Экономист (рус.). – 2004. – № 8. – С. 46-53.
219. Шамшетдінов Ю. Пріоритети валютно-курсової політики НБУ [Текст] // Вісник Національного банку України. – 2004. – № 8. – С. 9-11.
220. Шаповалова М., Єрліна Т. Становлення монетарної та фіскальної політики в Україні [Текст] // Вісник Національного банку України. – 2004. – № 10. – С. 4-7.
221. Шаповалов А. Стратегічні напрямки курсової політики України в умовах сталого економічного розвитку [Текст] // Дзеркало тижня. – 2005. – № 43(571) – С. 8-9.
222. Шаров О. Деякі уроки валютної кризи [Текст] // Вісник Національного банку України. – 1999. – № 1. – С. 8-10.
223. Щербакова О. Валютна політика Національного банку України [Текст] // Вісник Національного банку України. – 2007. – № 6. – С. 6-9.
224. Щербаков С.Г. Обзор валютной политики и платежного баланса России [Текст] // Деньги и кредит (рус.). – 1999. – № 10. – С. 40-44.
225. Шпиг Ф.І. Перспективи лібералізації доступу іноземного капіталу в банківській системі [Текст] // Банки та банківські системи. – 2006. – № 1. – С. 15-29.
226. Юрлова Н. Окремі наслідки вступу до ЄС нових європейських держав [Текст] // Україна: аспекти праці. – 2006. – № 5. – С. 41-45.
227. Юровский Б. Деривативы – взгляд в будущее [Текст] // Бухгалтерия. Налоги. Бизнес. – 1999. – № 19. – С. 32-33.
228. Юрчишин В.В. Валютні кризи [Текст]: монографія / В.В. Юрчишин. – К.: УАДУ, 2000. – 204 с.

229. Ющенко В.А., Міщенко В.І. Валютне регулювання [Текст]: навчальний посібник / В.А. Ющенко, В.І. Міщенко. – К.: Знання, 1999. – 359 с.
230. Ющенко В.А., Міщенко В.І. Управління валютними ризиками [Текст]: навчальний посібник / В.А. Ющенко, В.І. Міщенко. – К.: Знання, 1998. – 444 с.
231. Ющенко В. Ключові проблеми монетарної та валютно-курсової політики в Україні [Текст] // Вісник Національного банку України. – 2000. – № 2. – С. 3-5.
232. Ющенко В., Лисицький В. Гроші: розвиток попиту та пропозиції в Україні [Текст] / В. Ющенко, В. Лисицький. – К.: Скарби, 1998. – 288 с.
233. Ющенко В., Лисицький В. Курсоутворення в Україні та уроки інших країн із перехідною економікою [Текст] // Вісник Національного банку України. – 1997. – № 7. – С. 2-8.
234. Ariyoshi A. [et al]. Capital Controls [Text]: Country Experiences with Their Use and Liberalization // IMF Occasional Paper. – № 190.
235. Balassa B. The Purchasing Power Parity Doctrine [Text]: A Reappraisal // Journal of Political Economy. – 1964. – № 72. – P. 584-596.
236. Barth, Richard, and Chong-Huey Wong [eds.]. Approaches to Exchange Rate Policy [Text] / International Monetary Fund. – Washington, 1994.
237. Baxter Marianne, and Alan C. Stockman. Business Cycles and the Exchange Rate System [Text]: Some Internal Evidence // National Bureau of Economic Research. – Cambridge, Massachusetts, 1988.
238. Calvo G.A. & Reinhart C.M. Fear of Floating [Electronic resource] // NBER Working Paper. – November 2000. – № 7993 // www.nber.org/papers.
239. Fatum R. On the effectiveness of sterilized foreign exchange intervention [Text] // Working paper – № 10. – ECB, 2000.
240. Fischer, Stanley. Exchange rate regimes: Is the bipolar view correct? [Electronic resource]: paper prepared for the meetings of the American Economic Association. – New Orleans, 2001 // www.imf.org.
241. Frankel J.A. No Single Currency Regime is Right for All Countries or at All Times [Electronic resource] // NBER Working Paper. – September. – 1999. – № 7338 // www.nber.org/papers.
242. Friedman Milton. The Case For Flexible Exchange Rates, in Essays in Positive Economics [Text]. – Chicago: University of Chicago Press, 1953.

243. Ghosh Atish, Anne-Marie Gulde. Jonathan Ostry, and Holger Wolf. Does the Nominal Exchange Rate Regime Matter? [Text] // IMF Working Paper. – 1995. – Vol. 121.
244. Ghosh Atish, Anne-Marie Gulde. Jonathan Ostry, and Holger Wolf. Does the Exchange Rate Regime Matter for Inflation and Growth? [Text] // Economic Issue. – 1997. – Vol. 2.
245. Jakubiak M. Design and Operation of Existing Currency Board Arrangements [Text] // CASE Studies and Analyzes. – 2000. – № 203. – P. 7-14.
246. Kohler Horst. New Challenges for Exchange Rate Policy [Electronic resource]: Remarks by the Managing Director of the International Monetary Fund at the Asia-Europe (ASEM) // Meeting of Finance Ministers. – Kobe, Japan. – January 13. – 2001 // www.imf.org.
247. Krugman Paul. Exchange Rate Instability [Text] // MIT Press. – Cambridge: Massachusetts, 1989.
248. 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 [Text]. Edited by Karl Brunner and Alan Meltzer. – North-Holland, Amsterdam, 1986.
249. Natenberg S. Option Volatility and Pricing Strategies [Text]. – Chicago, 1988.
250. Noland M. Restructuring Korea's financial Sector for Greater competitiveness [Text] // Institute for International Economics Working Paper 96-14. – P. 1-37.
251. Nurkse Ragnar. International Currency Experience [Text] // League of Nations. – Geneva, 1944.
252. Obstfeld Maurice. Floating Exchange Rates [Text]: Experience and Prospects // Brookings Papers on Economic Activity. – 1985. – Vol. 2.
253. Pringle R., Carver N. RBS Reserve Management Trends [Text] // Central banking publications. – 2007. – 169 p.
254. Quirk Peter. Fixed or Floating Exchange Regimes [Text]: Does It Matter For Inflation? // IMF Working Paper. – 1994. – Vol. 134.
255. Rogoff. The Purchasing Power Parity Puzzle [Text] // Journal of Economic Literature. – 1996. – Vol. 34. – P. 647-668.
256. Rogoff Kenneth and others. Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes [Text] // IMF Occasional paper. – 2004. – № 229.
257. Sachs, Jeffrey D. Economic Transition and the Exchange-Rate Regime [Text] // American Economic Review. – May 1996. – Vol. 86, Issue 2. – P. 147-152.
258. Sound Practices in the Management of Foreign Exchange Reserves [Text]: Approved by International Monetary Fund. – Washington: D.C., 2007.

259. The Choice of Exchange Rate Regime for a Smaller Economy [Text]: 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.
260. Tiffin A. Competitiveness, Convergence, and the Equilibrium Real Exchange-Rate 2004-2012 [Text]. Draft Selected Issues. Ukraine / IMF. – 2004.
261. Williamson, John. A Survey of the Literature on the Optimal Peg [Text] // Journal of Development Economics. – 1982. – Vol. 2.
262. <http://www.bank.gov.ua> [Электронный ресурс].
263. <http://www.me.gov.ua> [Электронный ресурс].
264. <http://www.ukrstat.gov.ua> [Электронный ресурс].
265. <http://www.bba.org.uk> [Электронный ресурс].
266. <http://www.privatbank.com.ua> [Электронный ресурс].
267. <http://www.iparegistr.com> [Электронный ресурс].
268. <http://www.case-ukraine.com.ua/index.php/mode/publications> [Электронный ресурс].
269. <http://www.federalreserve.gov/pf/pdf/frspurp/pdf> [Электронный ресурс].
270. www.rada.gov.ua [Электронный ресурс].

Наукове видання

Журавка Федір Олександрович

ВАЛЮТНА ПОЛІТИКА
В УМОВАХ ТРАНСФОРМАЦІЙНИХ ЗМІН
ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ

Монографія

Редактор

І.О. Кругляк

Комп'ютерна верстка

Н.А. Височанська

Дизайн обкладинки

Ю.М. Хиженяк

Підписано до друку 29.04.2008. Формат 60x90/16. Гарнітура Times.
Обл.-вид. арк. 17,4. Умов. друк. арк. 21,0. Тираж 300 пр. Вид. № 1. Зам. № 807

ТОВ “КВК “Ділові перспективи”.

40022, м. Суми, пров. Дзержинського, 10.

Свідоцтво про внесення до Державного реєстру: серія ДК, № 1456 від 07.08.2003

Державний вищий навчальний заклад

“Українська академія банківської справи Національного банку України”.

40030, м. Суми, вул. Петропавлівська, 57.

Свідоцтво про внесення до Державного реєстру видавців, виготівників
і розповсюджувачів видавничої продукції: серія ДК, № 3160 від 10.04.2008

Надруковано на обладнанні Державного вищого навчального закладу

“Українська академія банківської справи Національного банку України”

40030, м. Суми, вул. Петропавлівська, 57

