Ф.О. Журавка

ВАЛЮТНО-КУРСОВА ПОЛІТИКА НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ В УМОВАХ ТРАНСФОРМАЦІЙНОЇ ЕКОНОМІКИ

Монографія

Суми
ТОВ “КВК “Ділові перспективи”
УАБС НБУ
2007

УДК 336.748.7
ББК 65.26
Ж91

Рекомендовано до друку вченою радою
Державного вищого навчального закладу
“Українська академія банківської справи
Національного банку України”,
протокол № 4 від 02.02.2007

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
О.М. Теліженко

Журавка Ф.О.
Ж91 Валютно-курсова політика Національного банку України в умовах трансформаційної економіки: Монографія. – Суми: ТОВ “КВК “Ділові перспективи”; УАБС НБУ, 2007. – 70 с.

ISBN 966-29-65-02-5

У монографії досліджується процес реалізації валютно-курсової політики центрального банку, відображаються її методологічні і методичні засади та механізми практичного застосування на прикладі Національного банку України.
Досліження рекомендовано для фахівців у галузі монетарної та грошово-кредитної політики, а також для студентів і аспірантів економічних спеціальностей, викладачів і науковців.

УДК 336.748.7
ББК 65.26

ISBN 966-29-65-02-5
© Журавка Ф.О., 2007
© ТОВ “КВК “Ділові перспективи”, 2007
© ДВНЗ “Українська академія банківської справи Національного банку України”, 2007

ЗМІСТ

ВСТУП 4

Розділ 1. ОБМІННИЙ КУРС ЯК ОСНОВА ВАЛЮТНО-КУРСОВОЇ ПОЛІТИКИ ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКУ 5

Розділ 2. МЕТОДОЛОГІЧНІ ПІДХОДИ ДО КЛАСИФІКАЦІЇ РЕЖИМІВ ВАЛЮТНИХ КУРСІВ 18

Розділ 3. ПРОГНОЗУВАННЯ ОБМІННОГО КУРСУ В СИСТЕМІ ЗАХОДІВ ВАЛЮТНОЇ ПОЛІТИКИ 33

Розділ 4. АНАЛІЗ ВАЛЮТНО-КУРСОВОЇ ПОЛІТИКИ НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ 43

Розділ 5. ПРОБЛЕМНІ АСПЕКТИ ЗАПРОВАДЖЕННЯ МЕХАНІЗМУ ПЕРЕХОДУ ДО БІЛЬШОЇ ГНУЧКОСТІ ВАЛЮТНОГО КУРСУ В УКРАЇНІ 52

ВИСНОВКИ 62

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ 66

ВСТУП

Валютно-курсова політика центрального банку держави є складовою його грошово-кредитної політики, а отже, і загальної державної макроекономічної політики. Валютний курс – це ключова ланка, яка зв'язує економіку України зі світовою економікою. Основним завданням валютно-курсової політики держави є забезпечення стабільної зовнішньої купівельної спроможності національної грошової одиниці. Це виражається, зокрема, в підтримці стабільного обмінного курсу національної валюти країни.

Перехід до системи ринкових відносин передбачає кардинальні зміни у валютно-курсовій політиці держави. Це пов'язано з появою принципово нових підходів до визначення обмінного курсу національної валюти, що відрізняються від умов планової економіки з притаманними їй жорсткими методами регулювання валютних відносин. Тому для правильного розуміння ролі валютно-курсової політики в умовах перехідної економіки необхідно з'ясувати ті принципові зміни, що відбуваються у процесах валютного регулювання при переході від адміністративно-командної до ринкової економіки. Це, власне, визначає якісно нову роль валютно-курсової політики з погляду суттєвого зростання її впливу на діяльність практично всіх суб'єктів ринку.

На сьогодні Національний банк України намагається додержуватися політики стабільності обмінного курсу гривні, тобто таргетує саме валютний курс. Разом з тим чимало фахівців є прихильниками введення таргетування інфляції як альтернативного номінального "якоря", перегляду основ грошово-кредитної політики з метою її коригування за відмови від використання валютного курсу як головного об'єкта монетарної політики. При цьому на перший план виходить питання щодо впровадження механізму переходу до більшої гнучкості обмінного курсу з урахуванням необхідності збереження стабільності грошово-кредитної системи України.

Таким чином, проблеми вибору оптимального режиму валютного курсу, організації ефективної валютно-курсової політики НБУ та забезпечення стабільності національної валюти є надзвичайно важливими для країн із трансформаційною моделлю економіки, до яких належить і Україна. Отже, саме даній проблематиці присвячена монографія.

Розділ 1

ОБМІННИЙ КУРС ЯК ОСНОВА ВАЛЮТНО-КУРСОВОЇ ПОЛІТИКИ ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКУ

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 [9].

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, головні 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 [39].

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/UAH = 5,05, то це є прикладом прямого котирування. Саме цей вид валютного котирування використовується у більшості країн світу.

Зворотне котирування (indirect quotation) – це прирівнювання одиниці (10, 100, 1000 одиниць) національної валюти до певної кількості іноземної. Прикладом зворотного котирування буде прирівняння однієї гривні до певної кількості доларів США. Так, якщо UAH/USD = = 0,1980 (1 до 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:

$$M = \frac{OR - BR}{BR} \cdot 100\ \%, \qquad (1)$$

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 [39].

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. 1.

Таблиця 1

Класифікація валютних курсів

№ пор.	Вид обмінного курсу	Характеристика
1	Офіційний	Курс, який встановлюється державою (найчастіше центральним банком)
2	Номінальний	Валютний курс, що діє (діяв) протягом певного періоду часу на валютному ринку країни
3	Реальний	Номінальний валютний курс з урахуванням показника інфляції
4	Номінальний ефективний	Зміна курсу національної валюти визначається як середня величина щодо валют країн – головних торгових партнерів
5	Реальний ефективний	Індекс валютного курсу, розрахований як середньозважена арифметична величина на базі кошика валют країн – торгових партнерів та їх частки в загальному обсязі товарообігу з урахуванням динаміки внутрішніх цін країни та її головних зовнішньоекономічних партнерів за відповідний період
6	Поточний (спот-курс)	Курс, що діє на поточний момент часу (розрахунки за угодами на придбання валюти за спот-курсом здійснюється на другий робочий (банківський) день після укладання угоди)
7	Форвардний (“аутрайт”)	Курс, за яким валюта однієї країни продається чи купується за валюту іншої країни на певну дату в майбутньому
8	Крос-курс	Співвідношення між двома валютами, яке визначається на основі курсу цих валют 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

Продовж. табл. 1

№ пор.	Вид обмінного курсу	Характеристика
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
20	Регульований	Валютний курс, що при встановленні на валютному ринку регулюється центральним банком країни
21	Готівковий	Курс, за яким учасник валютного ринку (обмінний пункт) купує або продає готівкову іноземну валюту
22	Безготівковий	Курс, за яким учасник валютного ринку (банк) купує або продає безготівкову іноземну валюту
23	Ринковий	Валютний курс, що встановлюється, діє та використовується на валютному ринку
24	Середньо-арифметичний	Валютний курс, що розраховується як середньоарифметичне значення
25	Середньозважений	Валютний курс, що встановлюється як середньозважене значення
26	Біржовий	Курс, що встановлюється і діє на біржовому ринку
27	Міжбанківський	Курс, що встановлюється і діє на міжбанківському ринку
28	Множинний	Валютний курс, що використовується центральним банком для різних трансакцій, наприклад, для купівлі валюти у експортерів та її продажу для імпортерів
29	Подвійний	Полягає в подвійному котируванні курсу національної грошової одиниці: окремо за комерційними та фінансовими операціями

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.

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 [30].

Номінальний валютний курс (nominal exchange rate) – це ціна одиниці іноземної валюти, виражена в одиницях національної валюти. Номінальний валютний курс виражає обмінний курс валют, який діє у певний період на валютному ринку країни. Він розраховується за формулою:

$$N_{er} = \frac{Q_{dc}}{Q_{fc}}, \qquad (2)$$

де N_{er} – величина номінального валютного курсу;
Q_{dc} – кількість національної валюти;
Q_{fc} – кількість іноземної валюти.

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

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

Реальний валютний курс (real exchange rate) – це курс, який розраховують з огляду на співвідношення цін на національному

і зарубіжному ринках. Реальний валютний курс визначається як співвідношення індексів цін товарів і послуг двох країн, узятих у відповідній валюті. Він визначається за допомогою формули

$$R_{er} = \frac{P_d}{P_f} \cdot N_{er}, \qquad (3)$$

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, випереджальні темпи зростання цін усередині країни у порівнянні із 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 [9; 48].

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:

$$RE_{er} = \frac{\sum_{i=1}^{n} (N_{er} \cdot P_d)^{W_i}}{P_f}, \qquad (4)$$

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 [19].

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

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

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

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

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

Як правило, маркет-мейкери визначають не тільки спот-курси іноземних валют до національної, але й проводять котирування іноземних валют між собою. Провідні маркет-мейкери за певними валютами знаходяться в країнах-емітентах цих валют. Винятком є маркет-мейкери за резервними валютами (наприклад, долар США, євро, англійський фунт стерлінгів 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 йдеться про форвардну премію. У разі, якщо спред наводиться у порядку зменшення, наприклад, 220-180, то учасник ринку враховує 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 (*П*) чи дисконту (*Д*) можна подати у вигляді формули. Для розрахунку премії чи дисконту за визначення форвардного курсу на купівлю валюти вона буде такою:

$$П(Д)_{куп.} = \frac{К_{с.куп.} \cdot (С_{д.в.} - С_{кр.б.}) \cdot Т}{360 \cdot 100 + (С_{кр.б.} \cdot Т)}, \qquad (5)$$

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

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

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

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

$Т$ – термін форвардної угоди у днях.

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

$$П(Д)_{пр.} = \frac{К_{с.пр.} \cdot (С_{кр.в} - С_{д.б.}) \cdot Т}{360 \cdot 100 + (С_{д.б.} \cdot Т)}, \qquad (6)$$

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

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

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

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

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

$$К_{ф.куп.} = К_{с.куп.} + П(-Д), \qquad (7)$$

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

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

$П$ – форвардна премія;

$Д$ – форвардний дисконт.

$$К_{ф.прод.} = К_{с.прод.} + П(-Д), \qquad (8)$$

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

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

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

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

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

Враховуючи ту обставину, що основний обсяг 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 котировки 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) із 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 [39].

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

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

Протягом 90-х років XX століття загальноприйнятою серед економістів-науковців та радницьких інституцій, таких як МВФ, була думка про те, що лише так звані "кутові рішення" (corner solutions) – єдині, тобто або зовнішні валюти або валютні ради – з одного боку, або повністю гнучкі валютні курси – з іншого – можуть запобігати валютним кризам, що однаково вражають як 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..." [44; 47].

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. 1).

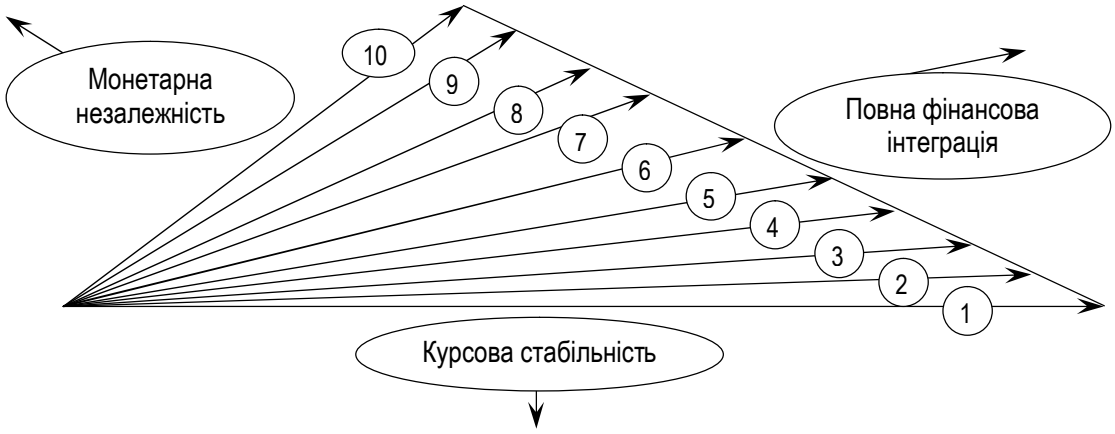

Рис. 1. "Кутові та проміжні рішення" в системі валютних режимів:

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).

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).

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.

Таблиця 2

Класифікація режимів валютних курсів

№ пор.	Вид режиму обмінного курсу	Характеристика
1	Фіксований, у тому числі:	- офіційний фіксований курс, який вводять державні органи (центральний 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	- 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)	- 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); - зміни в грошовій базі відбуваються винятково в результаті змін у міжнародних активах
1.3	Доларизація (євроїзація)	повна заміна національної валюти іноземною, наприклад, доларом США або євро
2	Вільно плаваючий	- рівень офіційного валютного курсу визначається виключно на валютному ринку під впливом попиту та пропозиції, які залежать від стану платіжного балансу країни, співвідношення відсоткових ставок і темпів інфляції, очікувань учасників ринку, офіційних валютних інтервенцій тощо; - центральний банк не втручається в процес курсоутворення

Продовж. табл. 2

№ пор.	Вид режиму обмінного курсу	Характеристика
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 ±1 %
3.2	Горизонтальна валютна прив'язка	"прив'язка" із коридором більш ніж ±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 ±1 %
3.6	Кероване плавання	плавання без наперед оголошеного руху валютного курсу: активні інтервенції центрального банку без готовності слідувати наперед визначеній цілі або руху валютного курсу

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 імпортних 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 операції з внутрішніми активами (стерилізації); це означає, що зміни в грошовій базі відбуваються винятково в результаті змін у міжнародних активах.

При використанні механізму валютного бюро країна формально зберігає свою грошову одиницю, центральний банк як емісійний центр і можливість одержувати емісійний дохід (seigniorage) від розміщення валютних резервів на міжнародних ринках (цього немає при заміні національної валюти іноземною). Головна небезпека – це питання стійкості цього механізму і довіри економічних суб'єктів, побоювань, що раптом хтось захоче скасувати його або поміняти фіксований обмінний курс. Міжнародний досвід демонструє приклади режиму валютного бюро, що користується як повною довірою (Болгарія, Боснія та країни Прибалтики), так має і певні сумніви у стійкості цього механізму (наприклад, Аргентина наприкінці 90-х років минулого століття).

Режим валютного бюро можна ввести в Україні досить швидко, і він не буде радикально відрізнятися 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 [32].

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 % [36].

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 обстави 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. 3).

Таблиця 3

Переваги та недоліки режиму фіксованого валютного курсу [39]

Основні переваги	Основні недоліки
1. Режим фіксованого курсу, якщо він стабільний, забезпечує надійну основу для ефективного планування та ціноутворення, допомагаючи, тим самим, розвитку інвестиційної діяльності та міжнародної торгівлі	1. Якщо даному режиму не повністю довіряють, то він може піддатися спекулятивним атакам. Це матиме негативні наслідки для монетарної стабільності економіки країни в цілому та її валютних резервів зокрема. В кінцевому результаті арбітражні операції можуть зумовити відмову від фіксованого курсу
2. Режим фіксованого валютного курсу обмежує внутрішню грошово-кредитну політику: даний стримуючий фактор у сфері грошово-кредитної політики часто розглядається як дисциплінуючий захід проти прийняття економічної політики, яка суттєво відрізняється від політики країни, до валюти якої прив’язана національна валюта	2. Не існує надійного способу, щоб визначити, чи є вибраний курс оптимальним та стабільним. Ні уряд, ні центральний банк не можуть з впевненістю стверджувати, що вони краще за ринок знають, в якій точці знаходиться курс рівноваги
3. Фіксований режим є оптимальним, якщо правильно визначити рівноважний валютний курс та підтримувати його на певному рівні	3. Хоча фіксований валютний курс є важливим для монетарних цілей, він дуже часто не відповідає реальному (реальному ефективному) курсу, який в більшості випадків є більш об’єктивним ринковим індикатором
4. Режим фіксованого курсу, який дисциплінує грошово-кредитну політику, може застосовуватись у випадках, коли фінансові інструменти та фінансові ринки є недостатньо розвинутими для проведення ринкової грошово-кредитної політики	4. Фіксований режим вимагає, щоб центральний банк був завжди готовий до проведення інтервенцій на валютному ринку з метою його підтримки. Після цього необхідно прийняти рішення про те, що робити з внутрішніми наслідками інтервенцій (наприклад, чи потрібно робити “валютну стерилізацію”)
–	5. Центральному банку необхідно мати достатню кількість валютних резервів
–	6. Орієнтація на грошово-кредитну політику іншої країни не завжди буває вигідною

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 виключає можливості впливу валютної політики центрального банку на механізми курсоутворення. У зв'язку з цим такий режим валютного курсу може набувати різних форм залежно від масштабів і способів втручання регулятивних органів держави у процес встановлення валютного курсу.

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

1. Вільне плавання, за якого на зміну валютного курсу впливає лише ринкова кон'юнктура. Це передбачає визначення обмінного курсу виключно під впливом попиту і пропозиції на ринку і, як правило, без активного втручання держави. Якщо попит на валюту зростає, 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 можливостей їх порушення 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, ±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 ±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 контрольовано 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-курсової політики.

Іноді механізми курсоутворення при плаваючому режимі валютного курсу поділяють лише на два підвиди: "чисте плавання", тобто курсоутворення без участі центрального банку, і "брудне плавання", за якого центральний банк вдається до активних інтервенцій на валютному ринку. Однак такий підхід є надто спрощеним і не відображає різноманітності основних форм реалізації валютно-курсової політики [9].

Хоча більшість країн Європи не застосовує плаваючих режимів обмінних курсів (табл. 4), в останнє десятиліття усе більше країн світу переходить до гнучких валютних режимів (наприклад, Бразилія, Ізраїль, Польща, Туреччина, Чилі).

Таблиця 4

Режими валютних курсів у деяких країнах Європи [11]

№ 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
17	Туреччина	Вільно плаваючий курс
18	Угорщина	Валютний коридор
19	Україна	Фіксований курс
20	Хорватія	Фіксований курс
21	Чехія	Керований плаваючий курс

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

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

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

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

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

Вперше режим множинних валютних курсів використали у період світової економічної кризи 1929-1933 рр. після скасування золотого стандарту. Після Другої світової війни деякі країни, порушуючи статут МВФ, продовжували застосовувати множинні обмінні курсі. Так, у Франції до середини 60-х років XX ст. діяло десять валютних курсів. Туреччина використовувала завищений офіційний курс і диференційовані курси за окремими операціями у 70-х роках XX 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 [9].

Оцінюючи рівень поширеності різних режимів валютного курсу і факторів, що впливають на вибір того чи іншого напряму 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 найімовірніше 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 унеможливлюють 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 у її головних зовнішньоторгових партнерів. Суттєва різниця між темпами інфляції потребує перегляду значення обмінного курсу з боку регулятивних органів із метою забезпечення належного рівня конкурентоспроможності країни на зовнішніх ринках, а 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 можливості міжнародного руху капіталів і їхню мобільність. Чим менші обмеження, тим вищим є ступінь мобільності капіталів, більші масштаби валютних угод, що є чинником впливу на зміну попиту і пропозиції на валютному ринку, а 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 певною мірою "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 [20].

Розділ 3

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 [9].

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. Інтерес до проблем 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 (Кінгстон, Ямайка) було офіційно визнано демонетизацію золота, скасовано його офіційну ціну і золотий паритет валют. Крім того, поряд 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 були успішними. Більшість фахівців прийшли до 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 [49].

Найбільш показовим прикладом є 1979 рік, коли курси основних світових валют щодо долара США змінилися в набагато більшому ступені, ніж це прогнозувалося. Ці розбіжності були викликані побоюваннями з приводу зростання інфляції у США через Іранську революцію і ситуацію, що склалася в результаті захоплення американських заручників у Тегерані. Але ці події 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. 5).

Таблиця 5

Прогнозні та дійсні зміни обмінних курсів деяких світових валют до долара США у 1979 р., % [25]

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

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;
- степеневих функцій;
- динамічних рядів;
- аналітичних залежностей.

Розглянемо особливості цих моделей.

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

$$B_к = k_1 Ч_1 + k_2 Ч_2 + ... + k_n Ч_n, \quad (9)$$

де $B_к$ – валютний курс;

$Ч_1, Ч_2, ..., Ч_n$ – чинники, що впливають на формування валютного курсу;

$k_1, k_2, ..., k_n$ – 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 $k_1, ..., k_n$. Цей процес є досить складним і вимагає великої кількості часу навіть із використанням найсучаснішої обчислювальної техніки.

Для підвищення надійності прогнозу валютного курсу потрібен аналіз якомога 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 степеневих функцій.

Степеневі функції узагальнено мають такий вигляд:

$$B_к = k_0 \, Ч_1^{k_1} Ч_2^{k_2} ... Ч_n^{k_n}, \quad (10)$$

де $B_к$ – валютний курс;

$Ч_1, Ч_2, ..., Ч_n$ – чинники, що впливають на формування валютного курсу;

$k_0, k_1, ..., k_n$ – 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.

Показниками 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 – зіставність та порівнянність елементів. Щодо валютного курсу це означає, що якщо в характері його зміни в часі довільно виявлятиметься 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:

$$B_к = (M/ВВП) / (M_з/ВВП_з), \qquad (11)$$

де $B_к$ – валютний курс;

M – пропозиція грошей усередині країни;

$M_з$ – пропозиція грошей за кордоном;
$ВВП$ – реальний валовий внутрішній продукт у постійних цінах усередині країни;
$ВВП_з$ – реальний валовий внутрішній продукт у постійних цінах за кордоном.

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

$$В_к = [(МЧ_1, + Ч_2) / (Ч_3 – ВВП/Ч_4)] / [(М_з + Ч_5)/(ВВП_з Ч_6)], \qquad (12)$$

де $В_к$ – валютний курс;
$М$ – пропозиція грошей усередині країни;
$М_з$ – пропозиція грошей за кордоном;
$ВВП$ – реальний валовий внутрішній продукт у постійних цінах усередині країни;
$ВВП_з$ – реальний валовий внутрішній продукт у постійних цінах за кордоном;
$Ч_1, Ч_2,..., Ч_6$ – 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 виконати величезну аналітичну роботу з пошуку чинників, виявлення закономірностей у їхній динаміці, характеру впливу на валютний курс у різних можливих ситуаціях, урахування часових лагів між початком змін у чинниках, що визначають динаміку валютного курсу, і зміною самого валютного курсу, а також з урахування 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, її виконання під силу або великій державній установі, або крупним фінансово-кредитним центрам.

Як уже зазначалося, поряд 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 досліджені 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, і так далі, 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, зокрема, 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:

$$В_к = Ц_в / Ц_з, \tag{13}$$

де $В_к$ – валютний курс;
$Ц_в$ – рівень цін усередині країни;
$Ц_з$ – 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:

$$М = k \cdot Ц \cdot ВВП; \tag{14}$$

$$М_з = k_з \cdot Ц_з \cdot ВВП_з, \tag{15}$$

де $М$ – внутрішня пропозиція грошей;
$М_з$ – зовнішня пропозиція грошей;
$Ц$ – рівень цін усередині країні;
$Ц_з$ – рівень цін за кордоном;
$ВВП$ – валовий внутрішній продукт у даній країні;
$ВВП_з$ – валовий внутрішній продукт за кордоном;
$k, k_з$ – коефіцієнти, що обумовлюються рівнем цін.

Тепер можна визначити співвідношення рівнів цін між країнами:

$$Ц / Ц_з = (М / М_з)\cdot(ВВП_з / ВВП)\cdot(k_з / k). \tag{16}$$

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

$$Ц / Ц_з = (М / М_з)\cdot(ВВП_з / ВВП). \qquad (17)$$

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:

$$В_к = [(М + Ч^к) / (М_з + Ч^к_з)]\ [(В^с_з + І^н_з + Ч^е_з) / (В^с + І^н + Ч^е)], \qquad (18)$$

де $В_к$ – валютний курс;
$М, М_з$ – внутрішня та зовнішня пропозиція грошей;
$Ч^к, Ч^к_з$ – чистий експорт капіталів у країнах;
$В^с, В^с_з$ – витрати на споживання у країнах;
$І^н, І^н_з$ – розміри інвестицій;
$Ч^е, Ч^е_з$ – чистий експорт товарів.

У моделі регульованого стабільного процесу міжнародного економічного обміну, що застосовується у країнах зі стабільною економікою, до утворюючих чинників додаються регулюючі чинники, які 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 [13].

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, 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.

Розділ 4

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 ±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 імпортних енергоносіїв. Крім того, згідно з Указом Президента від 2 листопада 1993 р. “Про додаткові заходи щодо вдосконалення системи валютного регулювання” були

зупинені торги на Українській міжбанківській валютній біржі, і валютний ринок у країні фактично перестав функціонувати.

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

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

- зменшення експорту продукції з оплатою в іноземній валюті;
- загострення проблеми дефіциту платіжного балансу (в 1993 р. від'ємне сальдо зовнішньої торгівлі становило близько 1,5 млрд. дол. США);
- збільшення частки бартерних операцій у загальному обсязі експортно-імпортних угод;
- збільшення обсягів відтоку капіталів за кордон;
- формування "тіньового" валютного ринку внаслідок виникнення розриву між офіційним та реальним обмінним курсом;
- обмеження валютних надходжень на внутрішній валютний ринок країни (за даними експертів МВФ обсяг валютних надходжень, що не були повернуті в Україну, за 1993 р. становив майже 1,3 млрд. дол. США);
- зростання обсягів спекулятивних операцій і зловживань, пов'язаних із різницею між офіційним фіксованим курсом національної валюти та його реальним ринковим значенням.

Враховуючи дію цих негативних факторів, згідно з Указом Президента України від 22 серпня 1994 р. "Про вдосконалення валютного регулювання" було відновлено торги на Українській міжбанківській валютній біржі, а Національному банку і Кабінету Міністрів було доручено забезпечити поступове зближення та 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 неконфіскаційний характер і зводилася до деномінації українського карбованця, який обміняли на гривню у співвідношенні 1 грн. = 100 тис. крб. Загальний порядок встановлення офіційного обмінного курсу після проведення грошової реформи залишався незмінним.

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

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 рамки валютного коридору: 2,5-3,5 грн. за 1 американський долар. Це було пов'язано із серпневою фінансовою кризою в Російській Федерації, а також нестабільністю на внутрішньому фінансовому ринку в Україні внаслідок нераціональної політики державних запозичень. Суттєве підвищення попиту на іноземну валюту, а 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 виключно за рахунок валютних резервів Національного банку України, що з урахуванням зазначених негативних факторів призводило лише до їх вичерпання. Незважаючи на всі зусилля, девальвація офіційного курсу за 1998 р. сягнула майже 50 % (з 1,89 до 3,42 грн. за 1 дол. США).

Зрозуміло, що така ситуація потребувала вжиття комплексу антикризових заходів, спрямованих на забезпечення фінансової стабілізації,

тимчасове припинення функціонування міжбанківського валютного ринку, обов'язковий продаж валютних надходжень, жорсткий контроль за купівлею іноземної валюти.

З 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, на думку НБУ, створити певний запас міцності гривні з тим, щоб невдовзі не оголошувати нові параметри коридору. Вже в березні 1999 року було взято курс на лібералізацію валютного ринку, а більшість валютних обмежень (окрім обов'язкового продажу 50 % валютної виручки) було скасовано.

Проте 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) [9].

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

По-перше, підтримуваний НБУ курс гривні виявився не завищеним, як раніше, а заниженим. Це надало значні цінові переваги вітчизняним експортерам, і на фоні поліпшення світової кон'юнктури на традиційні товари українського експорту вони змогли швидко наростити обсяги виробництва. Занижена вартість гривні сприяла також і розвитку імпортозаміщуючих виробництв. Спираючись на стабільний валютний курс як "номінальний якір" та цінові переваги, вітчизняні підприємства почали вкладати дедалі більше коштів у розвиток виробництва, нарощувати його обсяги. Замість хронічного дефіциту рахунку поточних операцій платіжного балансу, починаючи з 1999 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 зробила свою справу:

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

Як бачимо, успіх чи неуспіх по суті аналогічних кроків у валютно-курсовій сфері в різні періоди значною мірою визначався іншими умовами – бюджетною політикою, наявністю структурних змін

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

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

Іншими негативними "ефектами" такої політики стали:

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

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

Курс іноземної валюти де-факто став основним "номінальним якорем" для економіки, а всі економічні суб'єкти – і підприємства, і населення – призвичаїлися до його стабільності і не мали ні 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. [15; 22; 29; 32].

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

Позитивними моментами ревальвації є: можливість стримувати інфляційні процеси, зниження вартості обслуговування зовнішнього

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

Протягом 2005-2007 рр. НБУ 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).

Динаміку обмінного курсу долара США щодо гривні за період 1996-2006 рр. наведено на рис. 2.

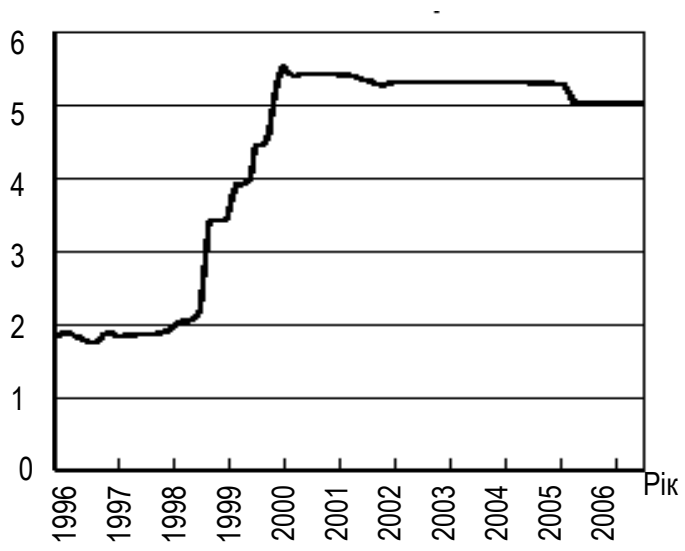

Рис. 2. Динаміка валютного курсу долара США щодо гривні за період 1996-2006 рр.

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 [38].

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 надзвичайно 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.

Розділ 5

ПРОБЛЕМНІ 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 [32].

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

Перш за все у країні має бути створений великий за обсягом і ліквідністю валютний ринок для визначення і встановлення валютного курсу. Валютні ринки більшості країн з трансформаційною економікою є незначними за обсягами, неліквідними та неефективними, що 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, що 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 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;
- 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 [17].

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 р. було скасовано двовідсоткове обмеження щодо граничного відхилення курсу купівлі та продажу готівкових іноземних валют від їхнього офіційного курсу, з 1 квітня скасовано вимогу обов'язкового продажу 50 % надходжень в іноземній валюті на користь резидентів України. З 24 квітня 2005 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 [36].

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

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

За режимів фіксованих курсів терміни й обсяги інтервенцій, як правило, є непідконтрольними центральним банкам. За гнучких режимів інтервенції здійснюються за розсудом центрального банку, коли це необхідно для усунення незбалансованості валютних курсів, підтримки спокою на валютному ринку, збільшення офіційних

резервів і забезпечення пропозиції іноземної валюти. Таким чином, валютні інтервенції повинні бути вибірковими й обмеженими.

З огляду на розмаїтість методологій оцінки рівноважного валютного курсу, іноді буває важко знайти і виміряти 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. Більш того, незважаючи на широко розповсюджену думку про те, що мінливість валютного курсу може призводити до реальних економічних втрат, емпіричні дослідження цього не підтверджують.

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

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

Позитивним фактором є прозора політика інтервенцій. Багато країн, зокрема Туреччина та Філіппіни, підтвердили свою прихильність 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 [18].

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 рамок [36].

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 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 XX 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 [18].

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 рахунка 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 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 коригування 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 при пруденційній грошово-кредитній політиці швидкий перехід є більш доречним, ніж поступовий підхід. Він також забезпечує велику дискреційність валютних інтервенцій: відсутність зобов'язань дотримуватися визначеної траєкторії або коридору валютного курсу дозволяє центральному банку обмежити інтервенції і зберегти валютні резерви.

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

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

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

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. 3).

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.

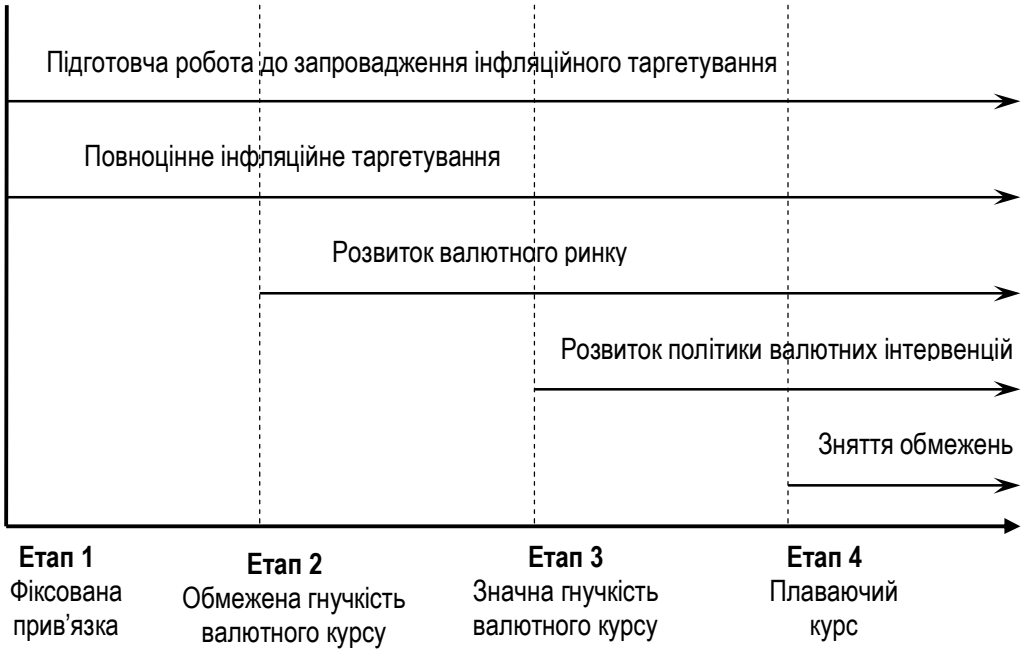

Рис. 3. Схема поступового (поетапного) переходу до режиму плаваючого валютного курсу

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 [17].

Як швидко зможе пройти цей шлях Україна, 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.

ВИСНОВКИ

Однією з найважливіших складових валютної політики центрального банку є політика обмінного курсу, або валютно-курсова політика. Метою цього напряму 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. Замість власне поняття валютного курсу може вживатися його синонім – "обмінний курс", 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 національної та світової валютних систем. Рівень обмінного курсу відображає динаміку основних макроекономічних показників розвитку країни і може сам активно впливати на їх зміну.

Необхідність вивчення обмінного курсу пов'язана, зокрема, з такими основними причинами:

1) розвитком міжнародної торгівлі, що потребує обміну валют різних країн при переміщенні між ними товарів, послуг, капіталів, кредитів;
2) порівнянням цін на товари і послуги в різних країнах з метою забезпечення еквівалентного обміну результатами праці національних виробників;
3) потребою оцінки економічними агентами країни вартості й рівня дохідності своїх активів за кордоном.

В економічній теорії та практиці використовують велику кількість різних видів валютних курсів, основними серед яких є: офіційний, номінальний, реальний, реальний ефективний, ринковий, крос-курс, курс покупця та курс продавця 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. Необхідність установлення 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.

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.

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).

Але 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.

На підставі детального розгляду валютно-курсової політики Національного банку України за весь період ринкового реформування економіки можна 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.

Щодо проблеми запровадження механізму переходу до більшої гнучкості валютного курсу в Україні, то необхідними стартовими передумовами для його ефктивного забезпечення 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.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Банківські операції: Підручник / За ред.: В.І. Міщенка, Н.Г. Слав'янської. – К.: Знання, 2006. – 727 с.
2. Береславська О. Курсова стабільність і макроекономічні досягнення в Україні // Вісник Національного банку України. – 2004. – № 2 – С. 18-23.
3. Береславська О. Тенденції розвитку фінансових ринків у 2002 році та їх вплив на економіку України. // Вісник НБУ. – 2003. – № 2. – С. 54-57.
4. Боринець С.Я. Міжнародні валютно-фінансові відносини: Підручник. – К.: Знання, 1999. – 305 с.
5. Вахненко Т. Визначальні фактори формування обмінних курсів // Вісник Національного банку України. – 2004. – № 8. – С. 31-36.
6. Гальчинський А.С. Сучасна валютна система. – К.: LIBRA, 1993. – 96 с.
7. Гальчинський А.С. Макроекономічні та монетарні передумови політики зростання // Вісник Національного банку України. – 2004. – № 8. – С. 7-8.
8. Декрет Кабінету Міністрів України "Про систему валютного регулювання і валютного контролю" від 19 лютого 1993 р. № 15-93 (з наступними змінами та доповненнями) // Відомості Верховної Ради України. – 1993. – № 17.
9. Дзюблюк О.В. Валютна політика: Підручник. – К.: Знання, 2007. – 422 с.
10. Домбровски Марек. Перспективы либерализации счета финансовых операций в Украине // CASE и CASE Украина. – 9 марта. – 2006 // http://www.case-ukraine.kiev.ua.
11. Домбровски Марек. Режим денежной политики в условиях открытой экономики: выводы для Украины // CASE и CASE Украина. – 13 марта. – 2006 // http://www.case-ukraine.kiev.ua.
12. Домбровски Марек. Таргетирование инфляции в переходной экономике // http://www.case-ukraine.kiev.ua.
13. Журавка Ф.О., Русаненко І.С. Прогнозування валютного курсу як один з інструментів хеджування валютного ризику // Фінанси України. – 2000. – № 9. – С. 49-59.
14. Журавка Ф.О. Деякі пропозиції щодо вдосконалення системи валютного контролю в Україні // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: Збірник наукових праць. – Т. 8. – Суми: ВВП "Мрія-1" ЛТД; УАБС, 2003. – С. 166-167.

15. Журавка Ф.О. Валютно-курсова політика НБУ як фактор цінового впливу на конкурентоспроможність українських підприємств // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: Збірник наукових праць. – Т.18. – Суми: УАБС НБУ, 2006. – С. 73-81.
16. Журавка Ф.О. Проблемні аспекти вибору оптимального режиму валютного курсу в Україні // Вісник Української академії банківської справи (укр.). – 2007. – № 1. – С. 14-18.
17. Журавка Ф.О. Ключові аспекти впровадження механізму переходу до більшої гнучкості обмінного курсу в Україні // 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.
18. Карачадаг Чем, Дуттагупта Рупа, Фернандес Гилда, Ишии Шого. От фиксированного курса к плавающему: нет причин для опасений // Финансы & развитие. – 2004. – № 12. – С. 20-23.
19. Крючкова І. Фундаментальні чинники зміцнення реального ефективного обмінного курсу гривні // Вісник Національного банку України. – 2005. – № 1. – С. 16-21.
20. Лэттер Т. Выбор режима валютного курса. – Лондон: Центр по изучению деятельности центральных банков Англии, 1996. – 33 с.
21. Лютий І.О. Грошово-кредитна політика в умовах перехідної економіки. – К.: Атака, 1999. – 240 с.
22. Михайличенко С. Проблеми та перспективи розвитку валютно-курсової політики в Україні // Вісник Національного банку України. – 1999. – № 2. – С. 10-15.
23. Михайличенко С. Механізм курсоутворення та деякі аспекти його застосування до гривні // Вісник Національного банку України. – 2004. – № 4. – С. 10-19.
24. Мусієнко Т. Необхідні передумови і форми взаємодії країн – учасниць ЄЕП у сфері грошово-кредитної та валютної політики // Вісник Національного банку України. – 2005. – № 1. – С. 22-25.
25. Наговицин А.Г., Иванов В.В. Валютный курс. Факторы. Динамика. Прогнозирование. – М.: ИНФРА-М, 1995. – 176 с.
26. Пебро М. Международные экономические, валютные и финансовые отношения. – М.: Прогресс, Универс, 1994. – 496 с.
27. Петрик О. Якою має бути стратегічна ціль монетарної політики? // Вісник Національного банку України. – 2004. – № 1. – С. 20-24.
28. Петрик О. Недооцінка гривні та її наслідки для монетарної політики // Вісник Національного банку України. – 2005. – № 2. – С. 3-5.

29. Петрик О. Перехід до більшої гнучкості обмінного курсу – виклик часу // Вісник Національного банку України. – 2005. – № 6. – С. 4-11.
30. Постанова Правління Національного банку України “Положення про встановлення офіційного курсу гривні до іноземних валют та курсу банківських металів” від 12 листопада 2003 р. № 496 // http://www.rada.gov.ua.
31. Резнікова О. Необхідність застосування валютних обмежень у період ринкової трансформації економіки // Банківська справа. – 1999. – № 6. – С. 50-52.
32. Савченко А. Мы собираемся переходить к более гибкому курсообразованию // Бізнес. – 2006. – № 47(722). – С. 56-61.
33. Саркисянц А.Г. Либерализация валютного регулирования: мировой опыт // Вопросы экономики. – 2002. – № 5. – С. 7-10.
34. Сколотяний Ю. Стабільна гривня: головне не злякати // Дзеркало тижня. – 2006. – № 7(586) – С. 9-10.
35. Шамшетдінов Ю. Пріоритети валютно-курсової політики НБУ // Вісник Національного банку України. – 2004. – № 8. – С. 9-11.
36. Шаповалов А. Стратегічні напрямки курсової політики України в умовах сталого економічного розвитку // Дзеркало тижня. – 2005. – № 43(571) – С. 8-9.
37. Шаров О. Деякі уроки валютної кризи // Вісник Національного банку України. – 1999. – № 1. – С. 8-10.
38. Щербакова О. Валютна політика Національного банку України // Вісник Національного банку України. – 2007. – № 6. – С. 6-9.
39. Ющенко В.А., Міщенко В.І. Валютне регулювання: Навчальний посібник. – К.: Знання, 1999. – 359 с.
40. Ющенко В.А., Міщенко В.І. Управління валютними ризиками: Навчальний посібник – К.: Знання, 1998. – 444 с.
41. Ющенко В. Ключові проблеми монетарної та валютно-курсової політики в Україні // Вісник Національного банку України. – 2000. – № 2. – С. 3-5.
42. Balassa B.The Purchasing Power Parity Doctrine: A Reappraisal // Journal of Political Economy. – 1964. – № 72. – P. 584-596.
43. Calvo G.A. & Reinhart C.M. Fear of Floating // NBER Working Paper. – November. – 2000. – № 7993 // www.nber.org/papers.
44. Fischer, Stanley. Exchange rate regimes: Is the bipolar view correct? paper prepared for the meetings of the American Economic Association. – New Orleans. – January 6. – 2001 // www.imf.org.
45. Frankel J.A. No Single Currency Regime is Right for All Countries or at All Times // NBER Working Paper. – September. – 1999. – № 7338 // www.nber.org/papers.

46. Jakubiak M. Design and Operation of Existing Currency Board Arrangements // CASE Studies and Analyzes. – 2000. – № 203. – P. 7-14.
47. Kohler, Horst. New Challenges for Exchange Rate Policy, Remarks by the Managing Director of the International Monetary Fund at the Asia-Europe (ASEM) Meeting of Finance Ministers, Kobe, Japan. – January 13. – 2001 // www.imf.org.
48. Mussa, Michael. Nominal Exchange Rate Regimes and the Behavior of Real Exchange Rates, Evidence and Implications, in Real Business Cycles, Real Exchange Rates, and Actual Policies. Edited by Karl Brunner and Alan Meltzer. – North-Holland, Amsterdam, 1986.
49. Rogoff R. The Purchasing Power Parity Puzzle // Journal of Economic Literature. – 1996. – Vol. 34. – P. 647- 668.
50. Sachs, Jeffrey D. Economic Transition and the Exchange-Rate Regime // American Economic Review. Issue 2. – May 1996. – № 86. – P. 147-152.
51. http://www.bank.gov.ua.

Наукове видання

Журавка Федір Олександрович

ВАЛЮТНО-КУРСОВА ПОЛІТИКА НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ В УМОВАХ ТРАНСФОРМАЦІЙНОЇ ЕКОНОМІКИ

Монографія

Редактор
І.О. Кругляк

Комп'ютерна верстка і дизайн обкладинки
Н.А. Височанська

Підписано до друку 29.05.2007. Формат 60х90/16. Гарнітура Times.
Обл.-вид. арк. 3,52. Умов. друк. арк. 4,5. Тираж 300 пр. Вид. № 72. Зам. № 783

ТОВ "КВК "Ділові перспективи"
40022, м. Суми, пров. Дзержинського, 10.
Свідоцтво про внесення до Державного реєстру: серія ДК, № 1456

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, № 2316

Надруковано на обладнанні Державного вищого навчального закладу
"Українська академія банківської справи Національного банку України"
40030, м. Суми, вул. Петропавлівська, 57