

**ТЕРНОПІЛЬСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ
УНІВЕРСИТЕТ**

На правах рукопису

Мелих Оксана Юріївна

УДК 336.748:339.9

**ВАЛЮТНО-КУРСОВА ПОЛІТИКА ТА ЇЇ ВПЛИВ НА
ФІНАНСОВУ БЕЗПЕКУ ДЕРЖАВИ**

Спеціальність 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит

**Дисертація на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук**

**Науковий керівник:
доктор економічних наук, професор
Луцишин Зоряна Орестівна**

Тернопіль - 2010

ЗМІСТ

ВСТУП.....	4
РОЗДІЛ 1. ФУНКЦІОНАЛЬНА ДЕТЕРМІНОВАНІСТЬ ВАЛЮТНО-КУРСОВОЇ ПОЛІТИКИ ТА ФІНАНСОВОЇ БЕЗПЕКИ ДЕРЖАВИ.....	13
1.1. Концептуальні засади валютно-курсової політики.....	13
1.2. Теоретичні основи фінансової безпеки держави.....	36
1.3. Валютно-курсова політика – індикатор фінансової безпеки держави.....	51
Висновки до розділу 1.....	71
РОЗДІЛ 2. ВАЛЮТНО-КУРСОВА ПОЛІТИКА УКРАЇНИ У ПРАКТИЧНІЙ ПЛОЩИНІ МАКРОЕКОНОМІЧНОЇ СТАБІЛІЗАЦІЇ ТА ФІНАНСОВОЇ БЕЗПЕКИ ДЕРЖАВИ.....	74
2.1. Особливості формування валютно-курсової політики України у контексті основних фаз фінансової трансформації.....	74
2.2. Валютно-курсова політика та монетарні ефекти її реалізації.....	94
2.3. Фіскальні ефекти від реалізації валютно-курсової політики.....	117
Висновки до розділу 2.....	138
РОЗДІЛ 3. ВАЛЮТНО-КУРСОВА ПОЛІТИКА УКРАЇНИ У КОНТЕКСТІ РЕАЛІЗАЦІЇ СТРАТЕГІЧНИХ НАЦІОНАЛЬНИХ ІНТЕРЕСІВ.....	141
3.1. Ефективна валютно-курсова політика як інструмент зміцнення міжнародної ліквідної позиції України.....	141
3.2. Макроекономічна динаміка та її вплив на варіативність валютного курсу та формування валютно-курсової політики держави.....	157
3.3. Політико-економічні інтереси та їх узгодження у контексті формування валютно-курсової політики.....	179
Висновки до розділу 3.....	202
ВИСНОВКИ.....	205
ДОДАТКИ.....	210
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	252

СПИСОК УМОВНИХ СКОРОЧЕНЬ

- ВВП – Валовий внутрішній продукт
ІСЦ – Індекс споживчих цін
ІЦВ – Індекс цін виробників
КМУ – Кабінет Міністрів України
МВФ – Міжнародний валютний фонд
НБУ – Національний банк України
НГО – Національна грошова одиниця
ОВДП – Облігації внутрішньої державної позики
ПКС – Паритет купівельної спроможності
РЕОК – Реальний ефективний обмінний курс
СПЗ – Спеціальні права запозичення
США – Сполучені Штати Америки
УМВБ – Українська міжбанківська валютна біржа
УМВР – Український міжбанківський валютний ринок

ВСТУП

Актуальність теми. XXI століття характеризується відчутним прискоренням процесів інтеграції та глобалізації господарського життя. Попри це кожна суверенна держава відстоює власні інтереси, дбаючи про економічну і, зокрема, фінансову безпеку в умовах жорсткої конкуренції.

У сучасних умовах виходу та подолання наслідків світової фінансової кризи, валютно-курсова політика держави є не лише невід'ємною детермінантою, але й важливим аспектом впливу на фінансову безпеку країни. Лібералізація зовнішньоекономічних зв'язків, прискорення фінансової глобалізації, послаблення державного контролю за розвитком грошово-кредитних відносин, зростання міжнародної мобільності капіталу забезпечило підвищення значущості валютних відносин і посилення впливу валютної сфери на процеси, що відбуваються в реальному секторі економіки.

За таких умов курсова нестабільність виступає однією з домінуючих загроз національним інтересам і фінансовій безпеці держави, оскільки курс національної грошової одиниці є важливою ланкою, яка пов'язує народногосподарський комплекс з глобальною економікою та впливає на стан зовнішньоторговельного й платіжного балансів, рівень споживчих цін, сукупний попит і пропозицію, дохідну та видаткову частини державного бюджету.

Дослідження вищезазначеної проблематики в останні роки було актуальним як для зарубіжної, так і вітчизняної науки. Зовнішньоекономічні, й зокрема, валютні відносини завжди були в центрі уваги економічної теорії, а теоретичним засадам валютного курсоутворення, проблемам валютного регулювання та валютного контролю, впливу курсу національної грошової одиниці на темпи економічного зростання і макроекономічні показники загалом, підвищення ефективності валютно-курсової політики та шляхам її оптимізації присвячені праці як зарубіжних, так і вітчизняних провідних економістів теоретиків і практиків. Серед зарубіжних вчених найбільшої уваги заслуговують наукові дослідження Р. Дорнбуша, Г. Касселя, Р. Лукаса, Р. Манделла, А. Маршала, Р. Міза, М. Мусси, М. Обсфельда, К. Рогоффа, А. Стокмена, Я. Тінбергена, М. Флемінга, Я. Френкеля. Аналіз проблем і особливостей реалізації

валютної політики держави здійснювали такі вітчизняні науковці і практики, як А. Барсегян, О. Береславська, Я. Белінська, С. Боринець, Т. Вахненко, А. Гальчинський, В. Геєць, А. Гриценко, О. Дзюблук, С. Кораблін, І. Крючкова, Б. Лапчук, З. Луцишин, О. Пасічник, О. Плотніков, О. Рогач, І. Співак, А. Філіпенко, О. Шаров, Т. Шемет, О. Щербакова, С. Юрій, В. Ющенко та російські вчені М. Єршов, А. Качаліч, О. Кіреєв, Л. Красавіна, С. Моїсеєв, А. Наговіцин. Значний внесок у дослідження проблематики економічної та фінансової безпеки зробили науковці О. Барановський, І. Бінько, О. Василик, Т. Вахненко, Є. Ведута, А. Гальчинський, В. Геєць, В. Горбулін, М. Єрмошенко, А. Качинський, Н. Кравчук, В. Мунтіян, Г. Пастернак – Таранушенко, В. Шлемко та ін. Як чинник валютної та економічної безпеки загалом, валютно-курсова політика знайшла своє висвітлення в роботах: О. Барановського, О. Ладюк, А. Сухорукова. Однак у вітчизняній фінансово-економічній літературі бракує ґрунтовних науково-практичних розробок, присвячених питанням впливу курсової динаміки на соціально-економічні показники, які є факторами дестабілізації фінансової системи та дій центральних банків у сфері валютно-курсowego регулювання на фінансову безпеку держави. Водночас недостатньо уваги учені приділяють вивченню монетарних і фіскальних наслідків реалізації валютно-курсовой політики Національним банком України з подальшим визначенням викликів стабільності фінансової системи держави як необхідної передумови для забезпечення фінансової безпеки країни. З огляду на це, визначення впливу валютно-курсовой політики центрального банку на фінансову безпеку держави як напряму дослідження, зумовлено необхідністю розширення меж наукового пізнання та визначається потребами сучасної фінансової практики. Вагомість зазначеної проблематики, її актуальність і необхідність узгодження валютно-курсовой політики із вимогами забезпечення фінансової безпеки держави зумовили вибір теми дисертаційного дослідження та окреслили коло питань, які в ньому вивчаються.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертаційне дослідження є складовою держбюджетних науково-дослідних робіт кафедри фінансів “Фінансова політика в стратегії соціально-економічного розвитку України” (номер державної реєстрації 0105U000861) та кафедри міжнародних фінансів

Тернопільського національного економічного університету “Міжнародні фінанси в XXI столітті: глобальна парадигма та доміанти розвитку” (державний реєстраційний номер 0109U000043). Внесок автора полягає у розробці пропозицій щодо удосконалення механізму курсоутворення в Україні у контексті забезпечення фінансової безпеки держави.

Мета і завдання дослідження. Метою дисертації є поглиблення теоретичних і методологічних засад валютно-курсової політики, з’ясування та виокремлення її фундаментальних детермінант і впливу на фінансову безпеку держави.

Досягнення поставленої мети зумовило необхідність вирішення низки завдань:

- з’ясувати суть та місце фінансової безпеки в системі економічної безпеки держави, що дасть змогу класифікувати виклики та загрози у валютно-фінансовій сфері;

- обґрунтувати концептуальні основи формування та реалізації валютно-курсової політики держави;

- виявити і простежити вплив курсової динаміки на показники соціально-економічного розвитку та умови, за яких вони чинять дестабілізуючий вплив на фінансову систему;

- з’ясувати вплив фінансово-економічного розвитку України на курсову динаміку національної грошової одиниці;

- проаналізувати механізм впливу валютно-курсової політики на фінансову безпеку держави;

- виявити особливості формування та реалізації валютно-курсової політики України у контексті основних фаз фінансової трансформації;

- виокремити виклики та загрози фінансовій безпеці України у процесі аналізу впливу валютно-курсової політики на динаміку монетарних показників;

- розкрити фіскальні ефекти реалізації валютно-курсової політики Національним банком України з подальшим визначенням викликів стабільності фінансової системи держави;

- проаналізувати індикатори, що характеризують вплив валютно-курсової політики на міжнародну ліквідність України, яка виступає однією з необхідних умов забезпечення фінансової безпеки держави;

- визначити напрями вдосконалення існуючої практики реалізації валютно-курсової політики у коротко-, середньо- і довгостроковій перспективі з використанням факторного аналізу.

Об'єктом дослідження є валютно-курсва політика України в умовах ринкової трансформації економіки.

Предметом дослідження є механізм реалізації валютно-курсової політики та її вплив на фінансову безпеку держави.

Методи дослідження. Методична основа дослідження базується, як на загальнонаукових, так і спеціальних методах. У дисертації використано методи: наукової індукції та дедукції, порівняння, групування, синтезу, історичний та системний метод наукового пізнання – при вивченні концептуальних засад формування й реалізації валютно-курсової політики, теоретичних основ фінансової безпеки держави, дослідженні механізму впливу валютно-курсової політики на соціально-економічні показники та умови, за яких вони чинять дестабілізуючий вплив на фінансову систему (перший розділ); аналізу, синтезу, порівняння, групування і графічного зображення даних – при вивченні валютно-курсової політики України у практичній площині макроекономічної стабілізації та фінансової безпеки держави (другий розділ); кореляційного й факторного аналізу, логічного узагальнення результатів, економічного моделювання та оптимізації – при розробленні висновків і пропозицій щодо забезпечення фінансової безпеки України у процесі реалізації валютно-курсової політики (третій розділ).

Теоретичною базою дисертаційного дослідження є напрацювання світової економічної та фінансової науки, праці вітчизняних і зарубіжних вчених з питань обмінного курсу, валютного регулювання, проблем економічної і фінансової безпеки держави.

Інформаційну основу дослідження становлять законодавчі та нормативно-правові акти, звітні дані й аналітичні матеріали Національного банку України, Міністерства фінансів України, Державної митної служби України, Державного комітету статистики України.

Наукова новизна одержаних результатів полягає у поглибленні концептуальних засад валютно-курсової політики та фінансової безпеки, ідентифікації ключових викликів і загроз фінансовій безпеці України на основі аналізу фіскальних і монетарних ефектів реалізації валютно-курсової політики Національним банком України; визначенні стратегічних заходів щодо мінімізації негативного впливу дестабілізуючих чинників на стабільність фінансової системи. У процесі дослідження автором було отримано низку наукових результатів, які розкривають його особистий внесок у розробку досліджуваної проблеми, і характеризують новизну роботи:

вперше:

- розкрито механізм впливу валютно-курсової політики на фінансову безпеку держави з використанням системи індикаторів стану валютної складової фінансової безпеки держави, їхніх порогових значень і тісноти кореляційної залежності з урахуванням тріади кватерніону: національні цінності – національні інтереси – національні цілі. При цьому доведено, що центральний банк, застосовуючи ринкові й адміністративні інструменти з метою регулювання попиту і пропозиції на валютному ринку, впливає не лише на курсову динаміку, але й, через механізм реалізації валютно-курсової політики, на фінансову систему держави;

- обґрунтовано та доведено, незважаючи на семантичну схожість, не лише концептуальну різницю між поняттями “валютна політика” та “валютно-курсова політика”, а й необхідність розмежування цих двох понять, виходячи із функціонально-методологічного підґрунтя механізму й інструментарію реалізації. Це дало змогу запропонувати авторське трактування валютно-курсової політики як комплексу заходів стратегічного та тактичного характеру, які здійснює держава в особі центрального банку через складові національної валютної системи (щодо вироблення механізму встановлення валютного курсу, прогнозування та оперативного управління ним, контролю за дотриманням валютного законодавства) з метою недопущення кон’юнктурно-структурних дисбалансів валютного ринку;

удосконалено:

- класифікацію викликів і загроз фінансовій безпеці держави, з запровадженням чіткого поділу на внутрішні, з необхідністю виокремлення таких, які безпосередньо

пов'язані з кризовими проявами вітчизняної економіки, та зовнішні, що безпосередньо пов'язані з процесом міжнародного економічного обміну й співробітництва. Водночас виокремлено найбільш впливові чинники, які порушують стабільність фінансової системи, а саме: курсова нестабільність, незбалансованість попиту і пропозиції на валютному ринку, недостатній обсяг золотовалютних резервів; *набули подальшого розвитку:*

- визначення механізму забезпечення фінансової безпеки держави, під яким слід розуміти систему комплексних, широкомасштабних державно-політичних рішень і вироблених напрямів діяльності з використанням якісних фінансових інструментів щодо забезпечення стабільності фінансової системи, захисту ключових інтересів держави (регіонів, громадян, підприємницьких структур, установ, організацій) у сфері національних і міжнародних фінансів, спроможності країни реалізовувати власну фінансову політику та нарощувати фінансовий потенціал, повноцінно виконувати завдання і функції у сучасних умовах посилення фінансової глобалізації й зіткнення національних інтересів;

- аргументація впливовості курсової та цінової динаміки в Україні на зміцнення вартості національної грошової одиниці. На основі критичного аналізу доведено, що практика регулювання валютного курсу не виступає дієвим інструментом боротьби із зростанням цін, оскільки спонукає виведення валютних заощаджень на внутрішній ринок, зростання попиту й, отже, спричиняє нові витки інфляції, незважаючи на те, що ревальвація гривні в умовах значної доларизації економіки підриває довіру населення до іноземної валюти, як засобу нагромадження;

- аналітична оцінка системних дисбалансів вимог і зобов'язань банківського сектору в іноземній валюті. При цьому, виявлено, що основна проблема дисбалансів полягає у проведенні фіксованої курсової політики при лібералізації валютного ринку. Доведено, що нагромадження ревальваційного потенціалу внаслідок активної участі НБУ на міжбанківському валютному ринку, пов'язаної із купівлею надлишкової пропозиції іноземної валюти, в умовах вільного доступу до іноземних ресурсів, низьких відсоткових ставок за кредитами в іноземній валюті, зумовивши зміцнення очікувань економічних агентів щодо стабільності обмінного курсу національної

грошової одиниці в майбутньому, спричинило дисбаланс у співвідношенні вимог і зобов'язань банківського сектору в іноземній валюті та, відповідно, стало викликом для стійкості фінансової системи України внаслідок появи загрози неплатоспроможності позичальників, особливо в умовах девальвації гривні;

- обґрунтування причинно-наслідкової залежності курсової динаміки та податкових надходжень. Водночас, доведено, що макроекономічна стабільність, за якої спостерігались девальваційні та ревальваційні коливання обмінного курсу національної грошової одиниці, як результат регулюючих заходів НБУ і впливу макроекономічних факторів, забезпечивши стрімке зростання зовнішньоторговельного обороту, зумовила щорічне зростання податкових надходжень від оподаткування міжнародної торгівлі та зовнішніх операцій і їх частки у доходах Державного бюджету України. Попри це з'ясовано, що у структурі податкових надходжень зросла частка податку на прибуток підприємств металургії та машинобудування, що пов'язано зі зміною світової кон'юнктури і зростанням, більше ніж удвічі, цін на метали на світових ринках.

Практичне значення одержаних результатів. Теоретичні положення і висновки дисертаційної роботи щодо оцінки стану та визначення стратегічних напрямів мінімізації загроз фінансовій безпеці держави у процесі реалізації валютно-курсової політики мають практичне значення щодо її забезпечення.

Окремі наукові результати дисертаційного дослідження використовуються у практичній роботі Підкомітету з питань міжнародної економічної політики Комітету Верховної Ради України з питань економічної політики (довідка № 05 – 171 від 30.06.2009 р.), науково-дослідній роботі Інституту проблем національної безпеки Ради національної безпеки і оборони (довідка № 10/6 – 318 від 17.07.2009 р.) і Центру наукових досліджень НБУ (довідка № 53 – 108/287 від 25.06.2009 р.). Результати дисертаційної роботи впроваджені у навчальний процес Тернопільського національного економічного університету (довідка № 126-24/2376 від 21.10.2009 р.).

Особистий внесок здобувача. Сформульовані у роботі наукові результати, що виносяться на захист, висновки, рекомендації та пропозиції одержані дисертантом самостійно та є його науковим доробком.

Апробація результатів дисертації. Основні положення дослідження доповідались і отримали позитивну оцінку на міжнародних і всеукраїнських наукових та науково-практичних конференціях і семінарах, зокрема на: IV Міжнародній науково-практичній конференції студентів, аспірантів та молодих вчених “Соціально-економічні та культурні оцінки та прогнози на рубежі двох тисячоліть” (м. Тернопіль, 2006 р.); науковій конференції професорсько-викладацького складу Тернопільського державного економічного університету “Проблеми фінансової теорії і практики в постстабілізаційний період” (м. Тернопіль, 2006 р.); IV Міжнародній науково-практичній конференції молодих вчених “Економічний і соціальний розвиток України в XXI столітті: національна ідентичність та тенденції глобалізації” (м. Тернопіль, 2007 р.); науковій конференції професорсько-викладацького складу Тернопільського національного економічного університету “Методологічні проблеми фінансової теорії та практики в постстабілізаційний період” (м. Тернопіль, 2007 р.); Міжнародній науково-практичній конференції “Фінансові ринки та інститути” (м. Харків, 2007 р.); V Ювілейній міжнародній науково-практичній конференції молодих учених “Економічний і соціальний розвиток України в XXI столітті: національна ідентичність та тенденції глобалізації” (м. Тернопіль, 2008 р.); науковій конференції студентів та молодих вчених “Проблеми розвитку фінансової системи України на сучасному етапі” (м. Тернопіль, 2008 р.); науковій конференції професорсько-викладацького складу Тернопільського національного економічного університету “Економічні, правові, інформаційні та гуманітарні проблеми розвитку України в постстабілізаційний період” (м. Тернопіль, 2008 р.); науковій конференції професорсько-викладацького складу, докторантів, аспірантів та здобувачів наукового ступеня Тернопільського національного економічного університету “Економічні, правові, інформаційні та гуманітарні проблеми розвитку України в постстабілізаційний період” (м. Тернопіль, 2009 р.).

Публікації. За результатами дослідження опубліковано 14 наукових праць, загальним обсягом 5,6 д.а., у тому числі 2 – у співавторстві (особисто автору належить 5,2 д.а.), серед яких – 5 статей у фахових виданнях (4,0 д.а.) та 9 публікацій у збірниках наукових праць за матеріалами конференцій (1,6 д.а.).

Обсяг і структура роботи. Дисертація складається зі вступу, трьох розділів, висновків, 28 додатків, на 41 сторінці, та списку використаних джерел з 267 найменувань на 26 сторінках. Основний текст дисертаційної роботи охоплює 208 сторінок, що містять 20 аналітичних таблиць і 43 рисунки.

РОЗДІЛ 1

ФУНКЦІОНАЛЬНА ДЕТЕРМІНОВАНІСТЬ ВАЛЮТНО-КУРСОВОЇ ПОЛІТИКИ ТА ФІНАНСОВОЇ БЕЗПЕКИ ДЕРЖАВИ

1.1. Концептуальні засади валютно-курсової політики

Сучасний етап розвитку світової економіки характеризується посиленням процесів інтернаціоналізації та глобалізації господарського життя, відкритості та взаємозалежності національних економік, при яких зростає роль валютних відносин, як органічної ланки фінансової системи, яка забезпечує здійснення зовнішньоекономічних зв'язків між державами та включення їх до глобального відтворювального процесу.

За таких умов зростає роль валютного курсу, як інструмента макроекономічної політики держави та регулятора зовнішньоекономічних і валютно-фінансових відносин. Він виступає одним із основних комплексних індикаторів макроекономічної стабільності, який у значній мірі впливає на стан платіжного балансу, конкурентоспроможність національної економіки країни та її соціально-економічний розвиток і фінансову безпеку в цілому.

У даному контексті доволі красномовними є слова відомого філософа Вольтера, який, ще за часів існування золотого стандарту, не будучи фінансистом, констатував: "Ціна монети – пульс держави і дуже надійний спосіб дізнатися про її сили" [цитата за 241]. Вищезазначений афоризм є актуальним і сьогодні та відображає зв'язок між економічною могутністю держави та статусом її валюти.

Саме тому ефективне управління валютним курсом є ключовою проблемою економічної політики держави, і валютно-курсової політики зокрема, від якості, чіткості та дієвості якої залежать кінцеві практичні результати впливу валютних відносин на соціально-економічні процеси, що відбуваються в країні. Від характеру та моделі валютно-курсової політики залежить не лише стабільність національної валюти, але й бюджетна дієздатність держави, стан платіжного балансу, валютних резервів, інвестиційний клімат, обсяг заощаджень

та купівельна спроможність населення, обсяг експортно-імпортних операцій і виробництва, рівень зайнятості, ефективність грошово-кредитної та бюджетно-податкової політик.

У сучасних умовах поглиблення та інтенсивності прямого й опосередкованого впливу валютного курсу на процеси, що протікають у реальному секторі економіки, зростання його волатильності, підвищується роль валютно-курсової політики в системі макроекономічної політики держави і зростає потреба її переосмислення.

За таких умов виникає необхідність оцінки існуючих теоретичних і методологічних підходів до трактування її сутності, визначення цілей, завдань, форм, методів, інструментів, принципів реалізації та ролі політики валютного курсу у сучасних умовах, а також привертає до себе увагу проблема розробки валютно-курсової політики, адекватної глобальним тенденціям.

Актуальність вищезазначеної проблематики вимагає наукового осмислення економічної сутності валютно-курсової політики, вивчення теоретичних основ курсоутворення та концептуальних засад її формування з метою розробки ефективної курсової політики держави та стимулювання економічного зростання. Підвищена увага у 20-х роках ХХ століття до грошово-кредитної політики і політики обмінного курсу, як інструментів досягнення макроекономічної рівноваги та процвітання, після кризових потрясінь 30-х років переросла у недовіру до їх ефективності, що спонукало активізацію досліджень даної проблематики.

І в нинішніх умовах теоретичні проблеми валютно-курсової політики виступають об'єктом наукових дискусій. Головне протистояння, перш за все, полягає між кейнсіанським підходом, який втілює ідеї оперативного використання грошей, як інструмента щоденного управління економічною кон'юнктурою, активної участі центрального банку на валютному ринку для стимулювання економічного зростання, і монетаризмом, який засуджує подібні маніпуляції, що на думку представників даної течії, ведуть до посилення макроекономічних диспропорцій.

Так, у сучасних умовах розвитку ринкової економіки окрім державного, має місце ринкове регулювання валютних відносин, які взаємодоповнюють одне одного, а теоретичні основи їх організації визначаються кейнсіанською та монетаристською доктринами монетарного регулювання. Прихильники монетаристської концепції¹ (Мілтон Фрідмен, Карл Брунер, Гарі Джонсон, Алан Мельтцер, Генрі Кольверт Саймонс, Анна Шварц) зазначали, що ринкова економіка є стійкою системою та має внутрішні властивості саморегулювання і відновлення рівноваги через дію механізмів конкуренції й ціноутворення.

Зокрема, одним із головних елементів концепції основоположника монетаризму М. Фрідмена є відстоювання впровадження системи плаваючих обмінних курсів, що сприятиме саморегуляції зовнішньоекономічної рівноваги [255 – 256].

Представники вищезазначеної теорії стверджують, що диспропорції в економічному розвитку країни є результатом прорахунків у реалізації регулюючих заходів органів державного управління, тому, на їх глибоке переконання, рівень державного втручання у господарські процеси повинен бути зведений до мінімуму. Як ключову ідею формування та реалізації валютно-курсової політики прихильники монетаризму пропонують не лише відмову від валютних обмежень, як факторів розвитку прихованої інфляції та фіксованого режиму валютного курсу на користь плаваючого, а й повну лібералізацію валютного ринку і зовнішньої торгівлі [76].

Починаючи із 70-х років ХХ століття, теорію монетаризму практично було втілено в багатьох країнах світу, а основними представниками цієї школи стали А. Шварц, К. Брунер, А. Мельтцер, Д. Лейдлер, Ф. Кейген [69, с.37].

Принципу повного невтручання в економічні процеси дотримувався і представник неокласицизму Фрідріх Август фон Хайек та значна частина сучасних економістів, не лише теоретиків, але й практиків. Так, зокрема Дж. Сорос. Ф.А. Хайек, що відстоював ідеї А. Маршала, К. Менгера, був

¹ Монетаризм виник у США в 50 – х роках ХХ століття та мав назву “чиказької монетарної школи”, а його основоположником став Мілтон Фрідмен – Лауреат Нобелівської премії з економіки 1976 року.

прихильником вільного вибору валют, скасування валютного контролю, а також проти використання облікової ставки й інших інструментів грошово-кредитного та валютно-курсового регулювання [233, с.47].

Однак, враховуючи важливу роль валютних відносин у світогосподарських зв'язках, держава здавна здійснювала прямий та опосередкований вплив на них. Так, незважаючи на те, що в економічній літературі превалює думка, згідно якої валютне регулювання, валютний контроль та валютні обмеження – явища відносно сучасні, проте ще за часів правління Лікурга у Спарті, Платона в Афінах та Птолемея у Єгипті, не лише проводився державний валютний контроль, але і використовувались валютні обмеження [2]. Адміністративні важелі, що застосовувались у 1247 році в Іспанії мають місце і в наші дні у більшості країн світу, і зокрема в державах, що розвиваються¹.

Світова економічна криза 1929 – 1933 рр. та невиправданість ідей представників неокласичної школи сприяли зародженню кейнсіанської теорії регульованої валюти. В 50–60–ті роки, кейнсіанство зайняло ключові позиції у західній економічній науці та практиці, прихильники якого виступали за активне використання державними органами влади, з метою регулювання валютного курсу та забезпечення макроекономічної рівноваги, інструментів грошово-кредитної політики, і зокрема таких, як фіксований режим курсоутворення, валютні інтервенції, девальвація (ревальвація), маніпулювання відсотковою ставкою.

Саме принципи кейнсіанської доктрини в частині валютно-курсової політики лягли в основу Бреттон – Вудської угоди (1944 рік), що створила ефективне на той час регулятивне середовище, яке не допускало гострих фінансових криз упродовж наступних тридцяти років із дня її укладення.

Починаючи з 70-х років ХХ століття, ознаменованих розпадом Бреттон – Вудської валютної системи і переходом від фіксованих паритетів до режиму плаваючого валютного курсу, що виступає однією із ключових ознак Ямайської

¹ Згідно указу, прийнятого у м. Венеція в 1247 р., власники іноземних монет зобов'язувались обмінювати авуари у сорокаденний термін на місцеві паперові гроші за офіційно встановленим курсом.

(Кінгстонської) валютної системи (1976 рік), державне регулювання процесу курсоутворення не втратило своєї актуальності та, окрім того, виникла потреба у прогнозуванні валютних курсів, аналізі факторів, що продукують його динаміку.

У контексті світової фінансової кризи ХХІ століття, варто зазначити, що провідний економіст сучасності Дж. Сорос [220], хоча і є прибічником відкритого суспільства та неутручання держави в економічні процеси, дослідивши циклічні коливання і дійшовши висновку, що кризові явища є наслідком глобалізації фінансових ринків, висловлює думку щодо необхідності посилення монетарного та валютного регулювання з боку міжнародних фінансових інституцій, зокрема МВФ, який після реформування міг би функціонувати як міжнародний центральний банк, виконуючи всі регулятивні та контрольні функції, притаманні центральному банку держави.

Реалізація тактичних та стратегічних завдань валютно-курсової політики, і зокрема необхідність прогнозування тенденцій в динаміці валютного курсу, визначає потребу теоретичного обґрунтування вибору необхідної концепції курсової політики. Тому формування теоретичних концепцій регулювання валютного курсу пов'язане з необхідністю обґрунтування наукових засад реалізації державної економічної політики у сфері валютних відносин. Теорії валютного курсу дають змогу з'ясувати механізм визначення реального обмінного курсу і фактори його відхилення від рівноважного значення, а також обрати його оптимальний режим з погляду вимог забезпечення макроекономічної рівноваги. Враховуючи, що на зміну валютного курсу впливають багато різних факторів, то залежно від того, які з них визначаються як пріоритетні і які саме механізми впливу на динаміку валютних курсів пропонується використовувати, розрізняють відповідні теорії регулювання валютного курсу. Ці теоретичні концепції лежать в основі формування відповідних напрямів валютно-курсової політики [76, с.239 – 340].

Основними теоріями валютного курсу, що визначають той чи інший пріоритет серед факторів впливу на механізм курсоутворення можна вважати:

- теорію паритету купівельної спроможності;

- монетаристський підхід до визначення обмінних курсів;
- модель портфельного балансу;
- новітні теорії курсоутворення.

Здавна економісти намагались дослідити закони, за якими відбувається формування валютних курсів національних грошових одиниць, знання яких дозволяє прогнозувати їх динаміку, що, у свою чергу, дає можливість державному апарату усувати кризові ситуації, які виникають в економіці.

Так, однією із найдавніших моделей визначення валютного курсу є теорія паритету купівельної спроможності. Її основоположником вважається шведський економіст Густав Кассель, який в її основу заклав ідеї Д. Рікардо, Дж. С. Мілля, А. Маршала, згідно з якими між валютним курсом і внутрішньою купівельною спроможністю грошових одиниць існує чітка взаємозалежність.

Ввівши в науковий обіг у 1918 р. термін “паритет купівельної спроможності” (ПКС), вчений запропонував використовувати значення індексів споживчих цін країн для розрахунку співвідношень між їх валютами. Згідно з переконаннями Г. Касселя, під ПКС слід розуміти такий рівень обмінного курсу, за якого купівельна спроможність валют, що порівнюються є однаковою [48, с.21]. Автор вищезазначеної концепції виділив дві її форми – теорію абсолютного та відносного паритету купівельної спроможності.

Згідно із концепцією абсолютного паритету купівельної спроможності, яка передбачає дію закону єдиної ціни, обмінний курс визначається співвідношенням рівня цін у країнах, валюти яких котируються:

$$S(t) = \frac{P_1(t)}{P_2(t)}, \quad (1.1)$$

де $S(t)$ – валютний курс;

$P_1(t); P_2(t)$ – рівень цін всередині країни та за кордоном;

t – момент часу.

Теорія відносного паритету купівельної спроможності передбачає, що інфляція виступає одним із факторів, які визначають динаміку валютного курсу:

$$\% \Delta S = \% \Delta P_1 - \% \Delta P_2, \quad (1.2)$$

де $\% \Delta S$ – зміна обмінного курсу;
 $\% \Delta P_1$ – темп інфляції всередині країни;
 $\% \Delta P_2$ – темп інфляції за рубежом [105].

Дієвість теорії Г. Касселя на практиці має місце і в даний час. Проте, емпіричні дослідження свідчать, що гіпотеза паритету купівельної спроможності підтверджується лише в довгостроковому періоді та відносно обмінних курсів індустриальних країн. У даному контексті слід згадати Дж. М. Кейнса, який зазначав, що “теорія паритету купівельної спроможності навіть у недосконалій формі знаходить практичне підтвердження” [105].

Формула паритету купівельної спроможності валют встановлює зв’язок курсів валют з темпами інфляції.

Виходячи з того, що ціна товару у національній валюті P_1 повинна дорівнювати ціні товару в іноземній валюті P_2 , помноженої на курс іноземної валюти:

$$P_1 = P_2 \kappa_0 \quad (1.3)$$

З цього рівняння отримано:

$$\frac{P_1}{P_2} = \kappa_0 \quad (1.4)$$

де κ_0 – спот-курс іноземної валюти при прямому¹ котируванні.

Звідки випливає, що для прогнозованого спот-курсу з врахуванням інфляції в двох країнах повинно виконуватись співвідношення:

$$\frac{P_1 \left[1 + \frac{\% \mathcal{A}_1}{100} \right]}{P_2 \left[1 + \frac{\% \mathcal{A}_2}{100} \right]} = \kappa_T, \quad (1.5)$$

де $\% \mathcal{A}_1$ – очікуваний національний темп інфляції;

$\% \mathcal{A}_2$ – очікуваний іноземний темп інфляції;

κ_T – прогнозний спот-курс на час T .

¹ При прямому котируванні за одиницю чи кратне число одиниць приймається іноземна валюта, яка порівнюється з національною. І навпаки (зворотне – Великобританії; Австралія, Нова Зеландія і частково у внутрішньому обороті США до: крон скандинавських країн, японської єни, мексиканського песо, євро).

Останнє співвідношення відображається для $T = 1$ зв'язок цін товарів із зміною курсу іноземної валюти. З рівняння (1.5) отримаємо:

$$\frac{\kappa_T - \kappa_o}{\kappa_o} = \frac{1 + \frac{\wp_1}{100}}{1 + \frac{\wp_2}{100}} - 1 = \frac{\wp_1 - \wp_2}{100 + \wp_2} \quad (1.6)$$

Формула паритету купівельної спроможності говорить про те, що курси валют змінюються, щоб компенсувати різницю у рівнях інфляції у двох країнах. У країні з високим темпом інфляції курс іноземної валюти буде зростати.

У короткостроковому періоді теорія паритету купівельної спроможності (ПКС) валют спрацьовує погано. Різниця в темпах інфляції показує всього лише напрям і приблизні параметри курсових змін.

Перехід до режиму вільного плавання у 70-х роках ХХ століття та зростання міжнародної мобільності капіталу, зумовленої розвитком фінансової глобалізації, стали поштовхом до пошуку нових детермінант курсоутворення, результатом яких була розробка монетаристських підходів до аналізу обмінного курсу, серед яких слід виділити монетарну модель з гнучкими та жорсткими цінами.

Так, у 1976 році Я. Френкель [257] та М. Мусса [259] зробили вагомий внесок у розвиток теорій валютного курсоутворення, розробивши так звану монетарну модель з гнучкими цінами, в основу якої була закладена гіпотеза непокритого паритету процентних ставок¹, яка знайшла своє відображення у постбреттонвудських роботах Дж. Білсона, Дж. Лонгворта, а також Р. Міза та К. Рогоффа.

Розглядаючи валютний курс як відносну ціну двох грошових одиниць, автори вищезазначеної моделі стверджували, що за умов гнучких цін курс національної грошової одиниці визначається грошовою пропозицією, а також рівнем національного доходу та короткостроковими процентними ставками, які визначають попит на неї. Скорочене рівняння можна записати:

¹ Згідно гіпотези непокритого паритету процентних ставок, за умов абсолютної мобільності капіталу і рівного рівня ризику національних та іноземних облігацій, перевищення внутрішньої відсоткової ставки над зовнішньою зумовлюють знецінення обмінного курсу національної грошової одиниці на суму перевищення:

$$Es = r_1 - r_2,$$

де Es – величина очікуваного знецінення обмінного курсу;

r_1, r_2 – вітчизняна та іноземна процентні ставки.

$$S = (m - m^*) - \eta(y - y^*) + \delta(r - r^*), \quad (1.7)$$

де S – обмінний курс двох валют, який дорівнює кількості одиниць національної валюти за одиницю іноземної;

$m; m^*$ – логарифм внутрішньої та іноземної грошової маси;

$y; y^*$ – логарифм вітчизняного та іноземного реального доходу;

$r; r^*$ – вітчизняна та іноземна номінальна процентна ставка [241].

Модель гнучкої ціни ґрунтується на припущеннях, що приріст грошової маси в обігу призводить до розкручування інфляції та зростання інфляційних очікувань, які зумовлюють збільшення витрат на придбання товарів і послуг, що продукують зростання рівня внутрішніх цін та девальвацію національної грошової одиниці згідно із теорією ПКС. У свою чергу, збільшення реального доходу породжує додатковий попит на реальні грошові залишки і, таким чином, веде до ревальвації курсу національної грошової одиниці. Що ж стосується рівня внутрішніх відсоткових ставок, то його зростання веде до падіння попиту на національну валюту в межах національної економіки, що проявляється у зниженні обмінного курсу національної грошової одиниці.

Проте, надзвичайна мінливість реальних обмінних курсів у 1970 – 1980 роки, яку неможливо було спрогнозувати за монетаристською моделлю з гнучкими цінами, що було зумовлено перш за все зосередженням уваги її засновників лише на грошовому ринку, стимулювала розробку монетаристської моделі з жорсткими цінами та загальної ринкової рівноваги.

Динамічним аспектам поведінки обмінного курсу велику увагу приділяв Р. Дорнбуш. Ще у 1976 році вчений запропонував спрощену макроекономічну модель, в якій обґрунтував тривалі відхилення валютного курсу від паритету купівельної спроможності (ПКС). Модель ґрунтується на гнучкому обмінному курсі та твердих цінах товарного ринку, які повільно реагують на зміну низки факторів. Згідно моделі твердої ціни, коливання обмінного курсу за умов незмінності товарних цін, викликає відхилення від паритету купівельної спроможності (ПКС). Як зазначав Р. Дорнбуш, непокритий процентний паритет дотримується завжди, тобто внутрішня процентна ставка є нижчою за іноземну, тому існує потреба еквівалентного подорожчання національної валюти. Це відбувається через досконалий процентний арбітраж на

ринках капіталів. У свою чергу, очікування зниження курсу національної грошової одиниці викликає зростання внутрішньої відсоткової ставки [264]:

$$r_1 = r_2 + x, \quad (1.8)$$

де r_1 ; r_2 – вітчизняна та іноземна процентні ставки;
 x – очікуване знецінення національної грошової одиниці.

Згідно моделі Р. Дорнбуша очікуваний рівень знецінення спот – курсу пропорційний різниці між довгостроковим рівнем обмінного курсу і поточним значенням спот – курсу:

$$x = \Theta (e' - e), \quad (1.9)$$

де x – очікуване знецінення спот – курсу;
 Θ – коефіцієнт адаптації;
 e' – довгостроковий рівень обмінного курсу;
 e – поточне значення спот – курсу.

Зв'язок змін у спот – курсі валюти з форвардним дисконтом відображає теорія сподівання (очікування) (див. Додаток А).

Головна особливість моделі твердої ціни полягає в тому, що паритет купівельної спроможності дотримується лише в довгостроковому періоді.

Так, зростання відсоткових ставок у відповідь на проведення жорсткої грошово-кредитної політики стимулює приплив капіталу, що, у свою чергу, зумовлює ревальвацію номінального обмінного курсу. Таким чином, обмінний курс встановлюється на рівні вищому за рівноважний. Проте, у довгостроковому періоді, ціни на товари починають знижуватися і їх рівень пристосовується до нових обсягів грошової маси. За даних умов відбувається зростання грошової пропозиції, що призводить до девальвації обмінного курсу, і досягнення ним рівноважного значення.

Засновники моделі загальної рівноваги А. Стокмен та Р. Лукас, на відміну від представників монетаристської моделі з гнучкими цінами, розглядали рівновагу на ринках двох країн, яка визначалась балансом на ринку товарів, праці, грошовому, валютному ринках та ринку іноземних і вітчизняних облігацій [165, с.55].

У 1976 році В. Берсон та П. Коурі, на протиположність засновникам монетаристських моделей, заснували теорію портфельного балансу валютного курсу. Вчені заперечували гіпотезу представників монетаристської доктрини про те, що вітчизняні

та іноземні облігації є субститутами та запропонували так звану концепцію премії за ризик, яка лягла в основу новітньої теорії, та, згідно якої, в умовах фіксованих цін та статичних очікувань в динаміці обмінного курсу, останній визначатиметься не лише рівнем відсоткових ставок в державі та за кордоном, але і величиною премії за ризик за вітчизняними облігаціями:

$$r_1 - r_2 = E_S + RP, \quad (1.10)$$

r_1 ; r_2 - внутрішня та іноземна процентні ставки;

E_S – очікувана величина знецінення курсу національної валюти;

RP – величина премії за ризик за вітчизняними облігаціями, яка може бути як додатною, так і від'ємною [241, с.192].

Вищезазначене і необхідність котирування валюти з різними курсами на форвардному ринку і на спот – ринку вимагає вивчення зв'язку валютних курсів з процентними ставками та темпами інфляції у двох країнах. Цей зв'язок сумарно можна зобразити через базові співвідношення (див. табл. 1.1).

Таблиця 1.1

Взаємозв'язок валютних курсів з процентними ставками та темпами інфляції у двох країнах

Різниця у процентних ставках $\frac{r_1 - r_2}{100 + r_2}$	Ефект Фішера	Різниця в темпах очікуваної інфляції $\frac{\wp_1 - \wp_2}{100 + \wp_2}$
Паритет процентних ставок	Інтернаціональний ефект Фішера	Паритет купівельної спроможності валют
Різниця між спот-курсом і форвардним курсом $\frac{\kappa_T^f - \kappa_o}{\kappa_o}$	Теорія очікування	Очікувані зміни в спот-курсі $\frac{\kappa_T - \kappa_o}{\kappa_o}$

де κ_o – спот-курс іноземної валюти;

κ_T^f – форвардний курс на даний момент (теперішній розрахунок форвардного курсу);

r_1 – національна банківська % ставка;

r_2 – іноземна банківська % ставка;

\wp_1 – очікуваний національний темп інфляції;

\wp_2 – очікуваний іноземний темп інфляції;

κ_T – прогнозний спот-курс на час T .

Фундамент новітньої теорії курсоутворення був закладений М. Обсфельдом та К. Рогоффом [258] у 1995 році, яка прийшла на зміну класичній теорії Манделла - Флемінга. У ході власних досліджень вчені дійшли висновку, що девальвація курсу національної грошової одиниці не призводить до скорочення обсягів імпорту, оскільки, як стверджували економісти, ціни встановлюються не у валюті виробника, що відповідає манделівській парадигмі відкритої економіки та державній політиці переключення витрат, а як правило у грошових одиницях споживачів.

Неабияке теоретичне й практичне значення має з'ясування питання економічного змісту дефініції валютно-курсова політика, наслідки реалізації якої виступають одним із найважливіших індикаторів стану фінансової безпеки країни та є першочерговою умовою її ефективності.

Незважаючи на те, що зовнішньоекономічні, і зокрема валютні відносини, завжди були в центрі уваги економічної теорії, а теоретичним засадам валютного курсоутворення, проблемам валютного регулювання та валютного контролю, впливу курсу національної грошової одиниці на економіку держави, ролі валютно-курсового регулювання в економічному зростанні, ефективності валютно-курсової політики та шляхам її оптимізації присвячені праці, як зарубіжних, так і вітчизняних провідних економістів і практиків, на сьогодні в економічній літературі не існує загально визначеного підходу та не досягнуто консенсусу щодо трактування сутності валютно-курсової політики і практично відсутні роботи, присвячені дослідженню теоретичних основ її формування (визначення цілей, завдань, методів та інструментів реалізації), що негативно позначається на системі її провадження.

Так, вагомий внесок у розробку фундаментальних питань теорії валютного курсу та валютного регулювання зробили зарубіжні вчені: Р. Дорнбуш, Г. Кассель, Р. Лукас, Р. Манделл, А. Маршал, Р. Міз, М. Мусса, М. Обсфельд, К. Рогофф, А. Стокмен, Я. Тінберген, М. Флемінг, Я. Френкель. Важливу роль у теоретичному та емпіричному дослідженні проблематики валютної політики та курсової динаміки відіграють праці сучасних вітчизняних науковців: А. Барсегіяна, О. Береславської, Я. Белінської, Т. Вахненко, Н. Горшкової, А. Гальчинського, В. Гейця, А. Гриценка, О. Дзюблюка, С. Корабліна, І. Крючкової, З. Луцишин, І. Лютого, О. Пасічника,

О. Плотнікова, Ф. Рогача, І. Співак. Різні аспекти із проблематики валютного регулювання розкриті у роботах російських вчених: М. Єршова, Л. Красавіної, С. Щербакова.

Проблема, насамперед, полягає в ототожненні, як зарубіжними, так і вітчизняними вченими – дослідниками понять валютно-курсова та валютна політика держави, що породжено, в першу чергу, недосконалістю законодавчої бази, відсутністю в нормативних документах трактування сутності валютної політики та валютно-курсової, як складової останньої, що реалізується в рамках грошово-кредитної та зовнішньоекономічної політик, які виступають невід’ємними елементами загальнодержавної макроекономічної політики.

У зарубіжній економічній літературі найпоширенішим є визначення валютної політики. Так, російські економісти Мовсесян О.Г., Огнівцев С.Б. подають таке тлумачення поняття валютна політика, згідно якого це – “...сукупність заходів, які здійснюються державою в сфері валютно-кредитних відносин для виконання поставлених перед країною цілей і завдань”¹ [164, с.164].

Аналогічним є погляд на валютну політику Л. Красавіної. Вона вбачає сутність валютної політики у “...сукупності заходів, що здійснюються у сфері міжнародних валютних та інших економічних відносин у відповідності із поточними і стратегічними цілями країни” в рамках “магічного багатокутника” [139, с.177].

Подібне модифіковане трактування у праці “Валютная политика стран с трансформируемой экономикой в условиях финансовой глобализации” наводить Качалич О.Г., який стверджує, що: “Валютна політика є комплексом цілей і завдань, а також методів їх забезпечення, здійснюваних органами державної влади в сфері взаємодії національної економіки і світового господарства” [106, с.11].

Підсумовуючи позитивний аспект, а саме розкриття російськими економістами змісту валютної політики через сукупність заходів держави, одночасно вважаємо, що подібне визначення є узагальненим, не відображає її економічної суті і може

¹ Згідно переконань вчених, основними цілями валютної політики виступають досягнення стійкого економічного росту, високого рівня зайнятості (низького рівня безробіття – не більше 5-6% на рік), стабільності цін (низьких темпів інфляції – не більше 10% в рік), зовнішньоекономічної рівноваги. Вищезазначену систему рівноправних та взаємопов’язаних цілей в економічній літературі прийнято називати “магічним багатокутником”.

стосуватись як валютної, так і зовнішньоекономічної політики, оскільки не містять чітко визначених цілей, методів і форм досягнення та суб'єктів реалізації.

Більш конкретизованими є підходи до інтерпретації сутності валютної та валютно-курсової політик вітчизняних вчених – дослідників.

На думку вітчизняних економістів Козика В.В., Шемет Т.С., Філіпенка А.С. валютна політика це – “...невід’ємна складова грошово-кредитної політики держави, сукупність економічних, правових та організаційних заходів, що здійснюються державними органами влади, центральними банками та фінансовими закладами, міжнародними валютно-фінансовими організаціями у сфері міжнародних валютних відносин” на національному, регіональному рівнях та у глобальному масштабі на основі валютного законодавства у двох формах – структурній та поточній [108; 241, с.275; 162, с.68].

На наш погляд, в цілому не можна погодитись із даним твердженням, оскільки визначення валютної політики як складової грошово-кредитної, викликає заперечення у зв’язку з тим, що здійснення заходів, як на національному, так і на міжнародному рівнях, спрямованих на досягнення поставлених стратегічних і тактичних цілей, зумовлює її вихід за рамки монетарної політики.

Ідентичними є визначення валютної політики авторами економічної енциклопедії за редакцією С. Мочерного та фінансового словника (А.Г. Загороднім, Г.Л. Вознюком, Т.С. Смовженко) [80; 91, с.351].

Досить узагальненим є підхід до трактування валютної політики Мороза А.М., Пуховкіної М.Ф. та валютної (курсової) політики Івасіва Б.С., Адамика Б.П. Вчені під валютною (курсовою) політикою розуміють “сукупність заходів, які проводяться державою у сфері міжнародних валютних відносин відповідно до її тактичних та стратегічних цілей” [96, с.467; 1, с.141; 173].

Проте, варто зазначити, що таке ототожнення є хибним, оскільки валютно-курсова політика (політика обмінного курсу), як складова валютної політики є вузьким поняттям.

Автори підручника “Міжнародна економіка” за редакцією А.П. Румянцева [161, с.224] трактують політику валютного курсу, як невід’ємну складову валютної політики

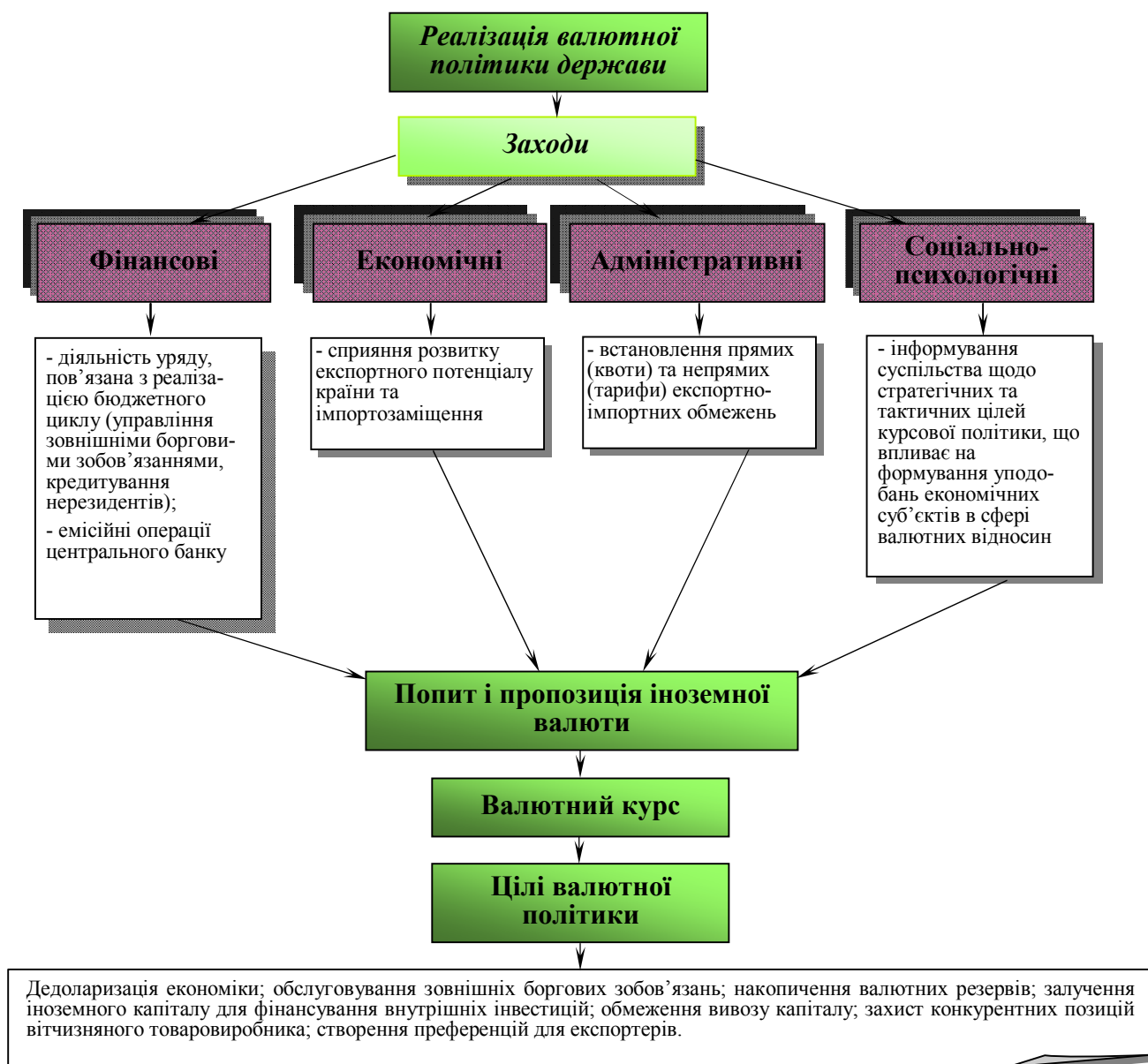
держави і ототожнюють її із режимом курсоутворення, залежно від якого виділяють два її види: фіксований та плаваючий. Однак вказане визначення викликає ряд заперечень, оскільки курсова політика центрального банку зводиться не лише до встановлення режиму валютного курсу, але і включає ряд заходів, які направлені на його регулювання з метою досягнення сталого економічного розвитку.

Дзюблюк О.В. зазначає, що: “Валютно-курсва політика (політика обмінного курсу) – це елемент валютної політики держави, спрямований на визначення порядку встановлення й особливостей регулювання курсу національної валюти стосовно інших валют” [76, с.197].

Таким чином, системність і використання дедуктивних підходів у діалектиці вивчення про валютне регулювання і контроль, дає можливість зробити висновок про те, що валютна політика – це розробка та реалізація органами державної влади, центральними банками, фінансовими установами, міжнародними валютно-фінансовими організаціями економічних, правових та організаційних заходів впливу на відносини економічних суб’єктів, які стосуються операцій з валютою.

Вперше в економічній науці спроба обґрунтування необхідності та доцільності розмежування дефініції валютна політика та валютно-курсва політика була зроблена Щербаковим С.Г. [248] та Пасічником О.В. [185]. Так, російський вчений – дослідник Щербаков С.Г. розглядає політику валютного курсу, як складову валютної політики держави, яка направлена на реалізацію її проміжної цілі – “досягнення необхідного рівня валютного курсу”, трактуючи курсову політику як “...періодичну діяльність монетарної влади із визначення та підтримки економічно виправданого поточного валютного курсу, очищеного від спекулятивних і емоційно-психологічних факторів” [248, с.44] (див. рис. 1.1.).

Згідно поглядів Щербакова С.Г., курсова політика на практиці реалізується через проведення валютних інтервенцій, які направлені на регулювання співвідношень між попитом і пропозицією на іноземну валюту, встановлення режиму курсоутворення та проведення масового інформування суспільства щодо бажаного рівня курсу національної грошової одиниці.



Примітка: розроблено автором на основі джерела: Щербаков С.Г. К вопросу о валютной и курсовой политике / С.Г. Щербаков // Деньги и кредит. – 2000. - №11. – С.43 – 44.

Рис. 1.1. Реалізація валютної політики держави

Вітчизняний економіст О.Пасічник [185] зазначає, що валютно-курсова політика виступає складовою як грошово-кредитної так і валютної політики, і реалізується центральним банком виключно на національному рівні, та направлена на досягнення стабільності національної грошової одиниці, як основного завдання Національного банку України (НБУ), визначеного статтею 99 Конституції України. Враховуючи підпорядкованість вищезазначеної цілі, цілям монетарної та макроекономічної політики, автор валютно-курсову політику трактує як – “...комплекс нормативно-правових, прогнозних, регулюючих та контролюючих заходів центрального банку щодо управління

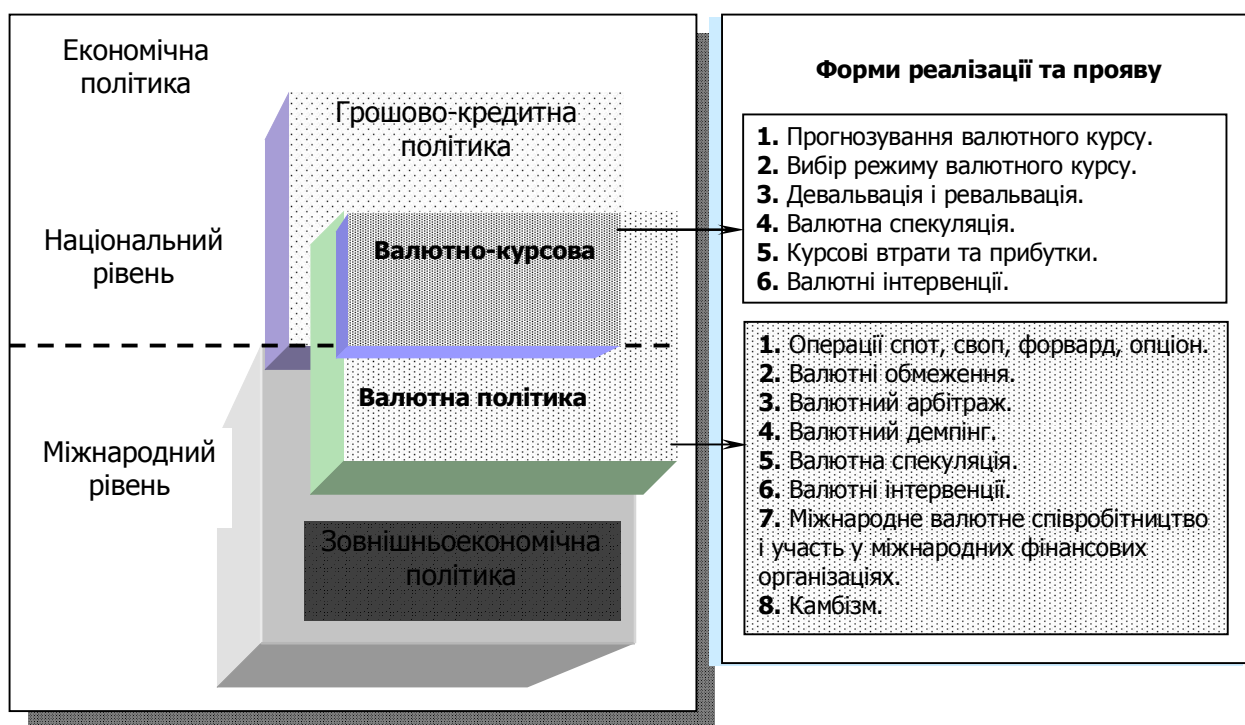
валютним курсом з метою забезпечення стабільності національної грошової одиниці та створення умов для економічного зростання” [185, с.8 – 9].

Яременко С.О. поділяє валютну політику, в залежності від її спрямування (змісту) та форм (засобів), на поточну та структурну. Згідно переконань економіста, поточна валютна політика передбачає оперативне регулювання обмінного курсу національної валюти, валютно-ринкової кон’юнктури, регламентацію ступеня конвертування національної валюти, управління валютними резервами країни, забезпечення безперебійності зовнішньоекономічних розрахунків, створення сприятливих умов для вкладів інвесторів та подолання валютних криз. Структурна валютна політика спрямована на забезпечення послідовних змін у світовій валютній системі в ході проведення валютних реформ в інтересах країн, що беруть участь у міжнародному обміні [81, с.117].

Проте, згідно із наведеним трактуванням, визначення поточної валютної політики є дещо звуженим і зводиться тільки до завдань валютно-курсowego регулювання, а структурну валютну політику можуть проводити лише країни маркет-мейкери світового валютного ринку, до яких Україна не належить.

Таким чином, відсутність єдиного підходу до трактування сутності валютної політики та валютно-курсовой, як її складової, свідчить про їх неоднорідність, складність, унікальність та особливість. Кожне із наведених визначень має право на існування, оскільки акцентує увагу на найважливіших, на думку автора, аспектах.

Врахування надбань економічної, фінансової науки та практики, недоліків та переваг розглянутих визначень, дало нам можливість виділити відмінні ознаки валютної та валютно-курсовой політик держави (див. Додаток Б) і схилитись до думки, що оскільки валютно-курсова політика є невід’ємною складовою валютної політики, що реалізується в рамках економічної політики країни (див. рис. 1.2.), то, окрім специфічних ознак, для неї будуть властиві й спільні з економічною політикою прикметні риси, тому дану дефініцію слід розглядати, як в широкому, так і у вузькому розумінні.



Примітка: Розроблено автором.

Рис. 1.2. Валютно-курсова політика як складова валютної політики держави та форми їх реалізації й прояву

Так, у широкому розумінні, під валютно-курсовою політикою слід розуміти комплекс економічних цілей та заходів центрального банку, що здійснюються через валютний механізм і спрямовані на регулювання суспільних відносин та забезпечують вирішення стратегічних й тактичних завдань розвитку економічної системи відповідно до інтересів країни, що втілюються в економічній програмі та направлені на забезпечення ефективного функціонування національної економіки, економічного зростання. А це ніщо інше, як діяльність держави щодо використання економічних, і зокрема валютних відносин для забезпечення соціально-економічного розвитку суспільства.

У вузькому розумінні під валютно-курсовою політикою, на наш погляд, слід розуміти сукупність заходів стратегічного та тактичного характеру, які здійснює держава в особі центрального банку через складові національної валютної системи (щодо вироблення механізму встановлення валютного курсу, прогнозування та оперативного управління ним, контролю за дотриманням валютного законодавства) з метою недопущення кон'юнктурно-структурних дисбалансів валютного ринку й досягнення цілей економічної політики держави.

Таким чином, процес формування і реалізації валютно-курсової політики охоплює кілька етапів (див. рис. 1.3.). Дієздатність політики валютного курсу залежить від ефективності діяльності держави (суб'єктів реалізації) на кожному етапі та правильності прийнятих рішень.



Рис. 1.3. Процес формування і реалізації валютно-курсової політики

Примітка: Розроблено автором.

Так, формування валютно-курсової політики починається з чіткого визначення цілей та постановки обґрунтованих завдань. Оскільки загальноприйнятим у науці є поділ політики, в тому числі і валютно-курсової, залежно від періоду і характеру завдань, що вирішуються, на стратегію і тактику, які в діалектичній єдності складають політику обмінного курсу держави, тому привертає до себе увагу проблема визначення їх сутності.

Так, під стратегією валютно-курсової політики слід розуміти цілісну систему дій центрального банку, спрямовану на реалізацію пріоритетів довгострокового характеру, що передбачає вирішення глобальних завдань, визначених економічною стратегією, з урахуванням впливу екзогенних та ендогенних факторів.

В даному контексті слід зазначити, що згідно переконань Я. Жаліла “...стратегічне рішення має виходити з того, що можна зробити з об’єктом стратегії, що здатні зробити суб’єкти стратегії, що вони виявляють бажання та політичну волю зробити і що вони повинні зробити під впливом комплексу зовнішніх чинників” [88].

Якщо валютно-курсова стратегія пов’язана із вирішенням перспективних завдань, то тактика охоплює переважно поточні питання та являє собою комплекс адаптивних заходів впливу держави, в особі центрального банку, на функціонування валютних взаємовідносин з метою надання їм параметрів, визначених завданнями стратегії (див. Додаток Б).

На другому етапі процесу формування й реалізації валютно-курсової політики, виходячи із поставлених завдань, здійснюється вибір режиму валютного курсу та визначається ступінь конвертованості національної валюти, яка може бути повно конвертованою (за поточними операціями, за операціями з капіталом, зовнішня, внутрішня), вільноконвертованою, частково конвертованою, або ж неконвертованою – національною грошовою одиницею.

Світова практика налічує близько десяти різновидів курсових режимів (див. Додаток В). 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 регуляторних 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 [90, с.18].

Впродовж 90 – х років ХХ століття провідні вчені – дослідники та представники МВФ відстоювали думку, що лише режими жорсткого фіксованого та вільно плаваючого обмінного курсу здатні запобігти валютним кризам, які вражають як розвинуті країни, так і держави з новоствореними ринковими

економіками. Проте, світова практика свідчить, що, окрім так званих “кутових”, широкого розповсюдження набуло використання і проміжних курсових режимів.

Варто зазначити, що жоден режим валютного курсу не є досконалим та має як переваги, так і недоліки (див. Додаток Г), тому вибір оптимального режиму вимагає врахування особливостей розвитку вітчизняної економіки.

Проблемі вибору оптимального валютного режиму значну увагу приділяли представники ортодоксальної економічної теорії, і зокрема Дж. Вільямсон (J. Williamson), який сформував чотири підходи до вибору режиму обмінного курсу.

Відповідно до першого підходу, що має назву “валютний курс у якості номінального якоря” (“nominal anchor approach”), фіксований режим обмінного курсу згідно переконань вченого виступає дієвим інструментом боротьби з інфляцією та зниження інфляційних очікувань.

Розглядаючи валютний курс, як фактор, що впливає на динаміку платіжного балансу, Дж. Вільямсон запропонував підхід, що отримав назву “реальних цілей” (“real targets approach”), й стверджував, що за умов порушення його рівноваги, країні доцільно використовувати режим плаваючого обмінного курсу. Згідно переконань прихильників вищезазначеного підходу, плаваючий обмінний курс гарантує зовнішню рівновагу (рівновагу платіжного балансу) і полегшує роботу органів державного регулювання з досягнення цілей монетарної політики.

Третій підхід “стабільного обмінного курсу” (“exchange rate stability approach”) вказує на негативні ефекти коливань валютного курсу, що зумовлені зміною очікувань учасників валютного ринку. У відповідності з даним підходом, виникає необхідність фіксації обмінного курсу, яка дозволить вплинути на формування очікувань учасників валютного ринку і гарантувати стабільність номінального обмінного курсу.

Згідно підходу “стратегії розвитку” Дж. Вільямсона до вибору курсового режиму, підтримка конкурентоспроможного обмінного курсу сприяє

підвищенню рентабельності експорту, виступає стимулом до здійснення інвестицій, розширення виробництва та зростання зайнятості [267].

В подальшому, на основі обраної форми валютно-курсової політики обираються інструменти реалізації і способи забезпечення скоординованості їх дії. У 60-х роках ХХ століття практика формування та реалізації економічної політики, і курсової зокрема, базувались на теорії Я. Тінбергена. У науковій праці “Теорія економічної політики” [266], виділивши і ввівши в науковий обіг поняття “ціль економічної політики” та “інструменти реалізації політики”, автор обґрунтував необхідність рівності кількості інструментів політики – кількості цілей, які поставлені перед нею. Поряд із цим, вчений зазначав, що цілі є лінійними функціями інструментів, а кожна із них зазнає впливу всієї сукупності важелів.

Приділивши значну увагу кількісним інструментам, Я. Тінберген дійшов висновку, що їх набір, який знаходиться у розпорядженні політиків, залежить від характеристик інституційного середовища. Наприклад, за умов прив'язки обмінного курсу і вільного руху капіталу, грошова політика зводиться до підтримання рівня першого з них. Якщо ж його вже встановлено, то грошова політика (в тому числі зміна внутрішньої пропозиції грошей) є значною мірою вичерпаною як засіб досягнення макроекономічних цілей. За умов плаваючого обмінного курсу внутрішня пропозиція грошей є ефективним політичним інструментом [77, с.82 – 83].

У 1964 році напрацювання Я. Тінбергена були доповнені Г. Тейлом, і знайшли своє відображення у моделі Тінбергена – Тейла. Згідно даної моделі – формування валютно–курсової політики та вибір інструментів досягнення поставлених цілей повинен залежати від співвідношення вигод та втрат, зумовлених використанням того чи іншого інструментарію з точки зору національного добробуту.

Проте, уже у 70 – х роках ХХ століття, теорія Я. Тінбергена зазнала критики з боку Р. Манделла, Р. Лукаса, В. Брейнарда, М. Фрідмена та ін.

Зокрема, Р. Манделл [261], дійшов висновку, що інструменти, які направлені на досягнення макроекономічних цілей, знаходяться у розпорядженні різних органів державної влади, які не координують своєї діяльності. Тому, розробивши концепцію ефективної ринкової класифікації, вчений запропонував прив'язку цілей до важелів, які здійснюють на них найбільший вплив. Окрім того, критики доктрини голландського економіста, вважали, що урядові органи стикаються із значно складнішими проблемами ніж достатня кількість інструментів, а цільові показники не є лінійно залежними від них [254].

З огляду на вище висвітлене вважаємо, що при виборі інструментів для досягнення поставлених цілей валютно-курсової політики, суб'єкти її реалізації повинні дотримуватись принципу ефективності, що передбачає досягнення максимального результату при використанні визначеного інструменту.

Після формування політики здійснюються конкретні заходи. При цьому дуже важливо забезпечити дієвість фінансових інструментів, адже результативність політики залежить як від її обґрунтованості, так і від того, як реалізуються механізми її здійснення. У зв'язку з цим, вкрай важливим є контроль за ходом реалізації виробленої політики. Валютні відносини настільки складні і багатофакторні, що будь-які зміни в економічному середовищі можуть або змінити дію інструментів, або спрямувати їх в інший бік. Це, у свою чергу, може призвести до зовсім інших результатів, порівняно із тими, які очікуються від даної політики.

Реалізація валютно-курсової політики базується на механізмі, який виступає інструментом її реалізації та є сукупністю форм, методів та валютно-фінансових важелів впливу на вартісні співвідношення між національною та іноземною валютами (див. Додаток Д).

Виступаючи складовою інституційної архітектури монетарної політики, механізм курсової політики відіграє важливу роль у вирішенні проблеми комунікації центрального банку із суспільством, у формуванні сталих очікувань економічних агентів та підвищенні їхньої довіри до дій монетарної влади як

необхідної умови ефективної реалізації валютно-курсової політики держави [19, с.22].

Таким чином, з метою підвищення дієвості валютно-курсової політики, виникає необхідність зваженого підходу до вибору форми та інструментів її реалізації із врахуванням масштабів економіки, темпів інфляції, ступеня відкритості економіки та ін.

1.2. Теоретичні основи фінансової безпеки держави

Незважаючи на те, що у XXI столітті геоекономічний простір характеризується стрімкими процесами глобалізації, інтеграції суспільного виробництва та державної політики, кожна суверенна країна має власні інтереси в політичній, економічній, науковій та інших сферах, тому між ними не припиняється жорстке суперництво у їх відстоюванні. За таких умов особлива роль відводиться системі безпеки держави.

Генезис безпеки бере свій початок у біологічній природі людини, а в подальшому і у формуванні державності та становленні національних інтересів.

Так, згідно із словником Робера, термін “безпека” набув поширення у 1190 році у Західній Європі, в основу якого було закладено спокійний стан духу людини, яка вважала себе захищеною від будь-якої небезпеки.

Проте у XVII – XVIII ст. дана дефініція отримує нове наповнення та у суспільних науках даного періоду трактується як “... стан, ситуація спокою, яка з’являється в результаті відсутності реальної небезпеки, а також матеріальні, економічні, політичні умови, відповідні органи та організації, що сприяють утворенню такої ситуації” [238, с.15].

Починаючи з 80-х років XX століття у зв’язку з необхідністю захисту національних інтересів у всіх сферах життєдіяльності, що сприяє збереженню суверенітету держави, соціально-політичної стабільності суспільства та

підвищенню життєвого рівня населення, зарубіжними та вітчизняними науковцями активно розроблялася проблема національної безпеки¹.

19 червня 2003 р. в Україні набрав чинності Закон України № 964 – IV “Про основи національної безпеки України” у Статті 1 якого зазначено: “Національна безпека – захищеність життєво важливих інтересів людини і громадянина, суспільства і держави, за якої забезпечується сталий розвиток суспільства, своєчасне виявлення, запобігання й нейтралізація реальних та потенційних загроз національним інтересам” [93].

Загалом, під національною безпекою мається на увазі стан і ступінь захищеності будь – якої держави від впливу внутрішніх і зовнішніх загроз. Структура національної безпеки складна і багатогранна (див. рис. 1.4.).



Примітка: Розроблено автором на основі джерел: Мартинюк В.П. Методологічні основи оцінки стану фінансової безпеки / В.П. Мартинюк // Фінанси України. – 2003. - №2. – С.120; Економічна безпека України: сутність і напрямки забезпечення / В.Т. Шлемко, І.Ф. Бінько: Монографія. – К.: НІСД, 1997. – 144с. – (Сер. “Нац. безпека”; Вип. 2); Калач Г. Фінансова безпека держави в умовах глобалізації / Г. Калач // Науковий вісник Національної академії державної податкової служби України. – 2004. – Вип. 4(26) – С.115 – 120.

Рис. 1.4. Структура національної безпеки держави

¹ Введення в науковий обіг терміну “національна безпека” приписують 26 – му президентові США Т. Рузвельту, який на початку ХХ ст. визначив її як сукупність умов, що надійно забезпечують національний суверенітет, захист стратегічних інтересів і повноцінний розвиток суспільства [238, с.15].

У наукових джерелах відсутній єдиний підхід до визначення її складових елементів. Проте, найбільш поширеним є виокремлення військової, геополітичної, економічної, демографічної, інформаційної та екологічної безпеки.

Лібералізація зовнішньоекономічних зв'язків, послаблення державного контролю за розвитком науково–технічних, грошово-кредитних відносин може призвести до відтоку капіталу, технологій та підірвати економічну безпеку держав. Тому питання економічної безпеки сьогодні відіграє базову роль у системі національної безпеки, будучи її органічним елементом та є дуже важливим для будь-якої країни¹.

Процес систематизації та концептуалізації економічної безпеки розпочався порівняно недавно, оскільки до 90 – х років ХХ століття світова спільнота стверджувала, що дана проблема є актуальною лише для держав, створених внаслідок розпаду “соціалістичного табору”, проте фінансові кризи, які мали місце у 1998 році і досі виникають у різних країнах світу довели хибність такого уявлення.

На пострадянському просторі і в Україні, зокрема 90-ті роки ХХ століття, були ознаменовані вибухом інтересу науковців, політичних та суспільних діячів до проблеми економічної безпеки. В практичному плані було досягнуто певних успіхів: поняття економічної безпеки ввійшло до нормативної лексики законодавчих документів і зайняло чітку позицію в політичних дискусіях з економічних питань. Зокрема, в Конституції України, прийнятій на п'ятій сесії Верховної Ради України 28 червня 1996 року, чітко зазначено, що “поряд із захистом суверенітету і територіальної цілісності України, забезпечення її економічної та інформаційної безпеки є найважливішими функціями держави, справою всього Українського народу” [114].

Даному питанню присвячені і праці вітчизняних науковців – економістів. Значний вклад у розвиток фундаментальних теоретичних основ економічної, в

¹ Термін “економічна безпека” був введений в науковий обіг науковцями США та Великої Британії, і зокрема Д. Олвеем, Дж. Р. Голденом та Р. Келлі, які у 1984 році опублікували працю “Економічна безпека держави”. Головним завданням забезпечення економічної безпеки держави, на відміну від представників східної економічної науки, які заклали в її основу формування сприятливих умов для стійкого імпорту сировини за якомога нижчими цінами та зміцнення національної валюти, західні вчені визначали збереження і зміцнення позицій країни у світовій господарській системі.

тому числі і фінансової, безпеки внесли О. Барановський, І. Бінько, О. Василик, Т. Вахненко, Є. Ведута, А. Гальчинський, В. Геєць, М. Єрмошенко, В. Мунтіян, Г. Пастернак – Таранушенко, В. Шлемко та ін.

Проте, незважаючи на значну кількість публікації як вітчизняних, так і зарубіжних учених, присвячених даній тематиці, сучасна парадигма економічної думки характеризується відсутністю єдиної системи загальнотеоретичних підходів щодо фундаментального розкриття глибинної сутності дефініції “економічна безпека”.

Так, зокрема російські дослідники А. Городецький, К. Іпполітов, В. Савін покладають в основу формування змісту економічної безпеки національні інтереси в економічній сфері, акцентують увагу на необхідності її забезпечення з метою підвищення загальнодержавного добробуту. Наприклад А. Городецький стверджує: “економічна безпека означає надійну і забезпечену всіма необхідними засобами держави захищеність національно-державних інтересів у сфері економіки від внутрішніх та зовнішніх втрат” [65].

Своєрідну позицію щодо розкриття сутності економічної безпеки займають О. Лепіхов [126], В. Медведєв [137], які розглядають її як стан економічної системи, що характеризується стійкістю до внутрішніх і зовнішніх негативних викликів і загроз, та при якому забезпечується їх локалізація та усунення.

Особливу думку щодо трактування дефініції економічна безпека висловлюють В. Шлемко та І. Бінько, у підході яких фігурують дві попередні точки зору. Вчені тлумачать дану категорію як “стан національної економіки, який дозволяє зберігати стійкість до зовнішніх та внутрішніх загроз і здатний задовольнити потреби особи, сім’ї, суспільства, держави” [244].

В. Мунтіян, здійснивши системне наукове дослідження проблеми економічної безпеки України, як провідної складової національної безпеки, дійшов висновку, що “економічна безпека – це загальнонаціональний комплекс заходів, спрямованих на постійний і стабільний розвиток економіки держави, що включає механізм протидії внутрішнім та зовнішнім загрозам” [171].

Дещо відмінне розуміння економічної безпеки держави висловлювали Л. Абалкін, Б. Губський, М. Єрмошенко, Я. Жаліло, Г. Пастернак – Таранушенко. Учені в центр визначення даного поняття заклали категорію економічного відтворення. Відтак економічна безпека держави, згідно переконань Я. Жаліла, - це "... складна багатофакторна категорія, що характеризує здатність національної економіки до розширеного самовідтворення з метою задоволення на визначеному рівні потреб власного населення і держави, протистояння дестабілізуючій дії чинників, що створюють загрозу нормальному розвитку країни, забезпечення конкурентоспроможності національної економіки у світовій системі господарювання" [87].

Отже, економічна безпека – це елемент цілісної системи нації і держави, яку характеризує стан економічної системи, для якого притаманна стійкість до дії екзогенних й ендогенних викликів і загроз, та при якому забезпечується захист національно-державних інтересів у сфері економіки.

Таким чином, слід зазначити, що основним завданням державної політики, спрямованої на забезпечення економічної безпеки держави, є впровадження системи заходів, спрямованих на забезпечення соціально-економічних інтересів суспільства та досягнення стабільності національної економіки, і особливо стійкості її фінансової складової, що зумовлено в першу чергу посиленням у ХХІ столітті інтеграції та консолідації фінансових ринків і формуванням глобальної фінансової системи.

Тому, базовою складовою в ієрархії економічної безпеки держави, є без сумніву, фінансова безпека.

Ще у 1997 році голова КНР Цзян Цземінь підкреслив, що економічна безпека країни не може бути забезпечена без фінансової безпеки [15, с.21].

У даному контексті доволі красномовними є слова доктора економічних наук М. Єрмошенка, який констатує: "... фінансова безпека є ґрунтовною складовою економічної безпеки держави. На фінансах базується будь-яка економіка, фінанси – кров економічної системи держави". В продовження цієї думки він зазначає: "... підтримка фінансової безпеки держави є

найактуальнішою. Вона зачіпає не лише державу в цілому, а й усі галузі національного господарства, приватних підприємців, усі прошарки населення, суспільство” [84, с.68].

Нехтування станом фінансової безпеки може призвести до підриву системи життєзабезпечення держави з подальшою втратою її фінансової незалежності та суверенітету. Фінансова безпека є досить новою як для науки, так і для практики та не отримала належного всеосяжного осмислення. Вона відноситься до категорії тих, які, з одного боку, усім зрозумілі, а з іншого, - важковизначальні у достатньо вичерпній формі.

Вітчизняні науковці В. Шлемко та І. Бінько під фінансовою безпекою розуміють такий стан фінансової, грошово-кредитної, валютної, банківської, бюджетної, податкової систем, який характеризується збалансованістю, стійкістю до внутрішніх і зовнішніх негативних впливів, здатністю забезпечити ефективне функціонування національної економічної системи та економічне зростання [244, с.44]. Займаючись вивченням проблем забезпечення економічної безпеки держави, і зокрема фінансової, як її складової, вчені акцентують увагу на внутрішніх викликах та загрозах, які виступають одними із ключових факторів, що зумовлюють дестабілізацію фінансової системи країни.

М. Єрмошенко при розкритті сутності фінансової безпеки також дотримується думки, що безпечним слід вважати такий “... стан фінансово-кредитної сфери, який характеризується збалансованістю, стійкістю до внутрішніх і зовнішніх негативних впливів, здатністю цієї сфери забезпечувати ефективне функціонування національної економічної системи та економічне зростання” [84, с.63].

Дещо інша точка зору щодо трактування дефініції “фінансова безпека” фігурує у Концепції економічної безпеки України: “Фінансова безпека – це захищеність фінансових інтересів суб'єктів господарювання на усіх рівнях фінансових відносин, забезпеченість домашніх господарств, підприємств, організацій і установ, регіонів, галузей, секторів економіки, держави

фінансовими ресурсами, достатніми для задоволення їх потреб і виконання існуючих зобов'язань” [119, с.122].

Проблему фінансової безпеки в українській економічній науці порушував і О. Барановський, який зазначав, що під фінансовою безпекою слід розуміти “... рівень забезпеченості громадянина, домашнього господарства, підприємства, регіону, держави, суспільства, міждержавних утворень фінансовими ресурсами, достатніми для задоволення їх потреб і виконання існуючих зобов'язань” [15, с.14].

Окрім того, звертаючись до проблеми фінансової безпеки та вивчаючи її сутнісно-теоретичні основи, вчений констатує, що “... фінансову безпеку держави визначає фінансова незалежність”. При цьому, як зазначає О.І. Барановський, великого значення набуває розмір зовнішньої допомоги з боку міжнародних фінансових інституцій, економічних угруповань, урядів окремих країн, обсяг іноземних інвестицій у національну економіку, тобто мова йде про оптимальне співвідношення між розмірами імпортного та експортного капіталу, підтримання національного платіжного балансу у позитивному стані [15].

Із посиленням тінізації економічних процесів у науковій літературі часто зустрічається трактування фінансової безпеки як створення таких умов функціонування фінансової системи, при яких, по-перше, фактично виключена можливість спрямувати фінансові потоки в незакріплені законодавчими нормативними актами сфери їх використання і, по – друге, до мінімуму знижена можливість зловживання фінансовими ресурсами.

Особливої уваги заслуговує своєрідний підхід С. Гордієнка та Г. Калача, які вважають за доцільне визначення поняття “фінансова безпека” через категорію відносин. Так, Г. Калач констатує, що “... фінансова безпека держави – це: специфічний вид суспільно-економічних відносин, які виникають між державою та суб'єктами соціально-економічних відносин щодо забезпечення оптимального стану фінансової системи держави та захисту її національних інтересів в умовах функціонування глобальної фінансової системи” [104].

Таким чином, з позицій багатостороннього підходу фінансова безпека – це захищеність фінансових інтересів на усіх рівнях фінансових відносин; певний рівень фінансової незалежності, стабільності і стійкості фінансової системи країни в умовах впливу на неї зовнішніх і внутрішніх дестабілізуючих факторів, що складають загрозу фінансовій безпеці; здатність фінансової системи держави забезпечити ефективне функціонування національної економічної системи та стале економічне зростання.

Отже, підсумовуючи вище висвітлене, слід виділити такі основні прикметні риси фінансової безпеки держави (див. табл. 1.2).

На фінансову безпеку держави впливає дія численних ендогенних та екзогенних умов і факторів, тому забезпечення її дієвої системи, перш за все, вимагає систематизації та класифікації явищ та подій, настання яких прямо чи опосередковано становить загрозу інтересам суб'єктів фінансових відносин, унеможлиблюючи їх реалізацію, чи елементу фінансово-кредитної сфери, виокремлення позитивних та негативних тенденцій, які ними зумовлені, що має важливе значення для розробки рекомендацій та прийняття рішень.

Таблиця 1.2

Прикметні риси фінансової безпеки держави

<i>Характерні риси</i>	<i>Зміст</i>
<i>Захищеність національних інтересів у фінансовій сфері</i>	Характеризує стан захищеності ключових інтересів держави, регіонів, громадян та підприємницьких структур у сфері національних та міжнародних фінансів від впливу широкого кола ендогенних та екзогенних негативних чинників.
<i>Стабільність та ефективність фінансової системи</i>	Передбачає її стійкість до впливу зовнішніх та внутрішніх факторів та здатність забезпечити досягнення стратегічних й тактичних цілей розвитку держави.
<i>Фінансова незалежність та конкурентоспроможність</i>	Здатність країни реалізовувати власну фінансову політику, повноцінно виконувати завдання і функції в сучасних умовах посилення фінансової глобалізації й зіткнення національних інтересів та визначати механізм і шляхи функціонування національної фінансової системи.
<i>Здатність до розширеного відтворення</i>	Забезпечення достатності фінансових ресурсів, які знаходяться у розпорядженні домашніх господарств, підприємців, підприємств, організацій, установ, галузей, секторів економіки, регіонів і держави і які необхідні для виконання покладених функцій та задоволення потреб, а також досягнення їх ліквідності та збалансованості, що є першочерговою умовою забезпечення розширеного відтворення.
<i>Сукупність заходів впливу на розвиток фінансової системи</i>	Сукупність суспільно-економічних відносин, що виникають з приводу забезпечення оптимального стану фінансової системи держави.

Примітка: систематизовано автором.

На сьогоднішній день не існує єдиної точки зору серед науковців – економістів щодо класифікації загроз фінансовій безпеці держави. Так за висновками О. Барановського, виклики фінансовій безпеці країни варто класифікувати за терміном дії, характером впливу, зумовленістю, ступенем стійкості, видом та ін. (див. рис. 1.5.).



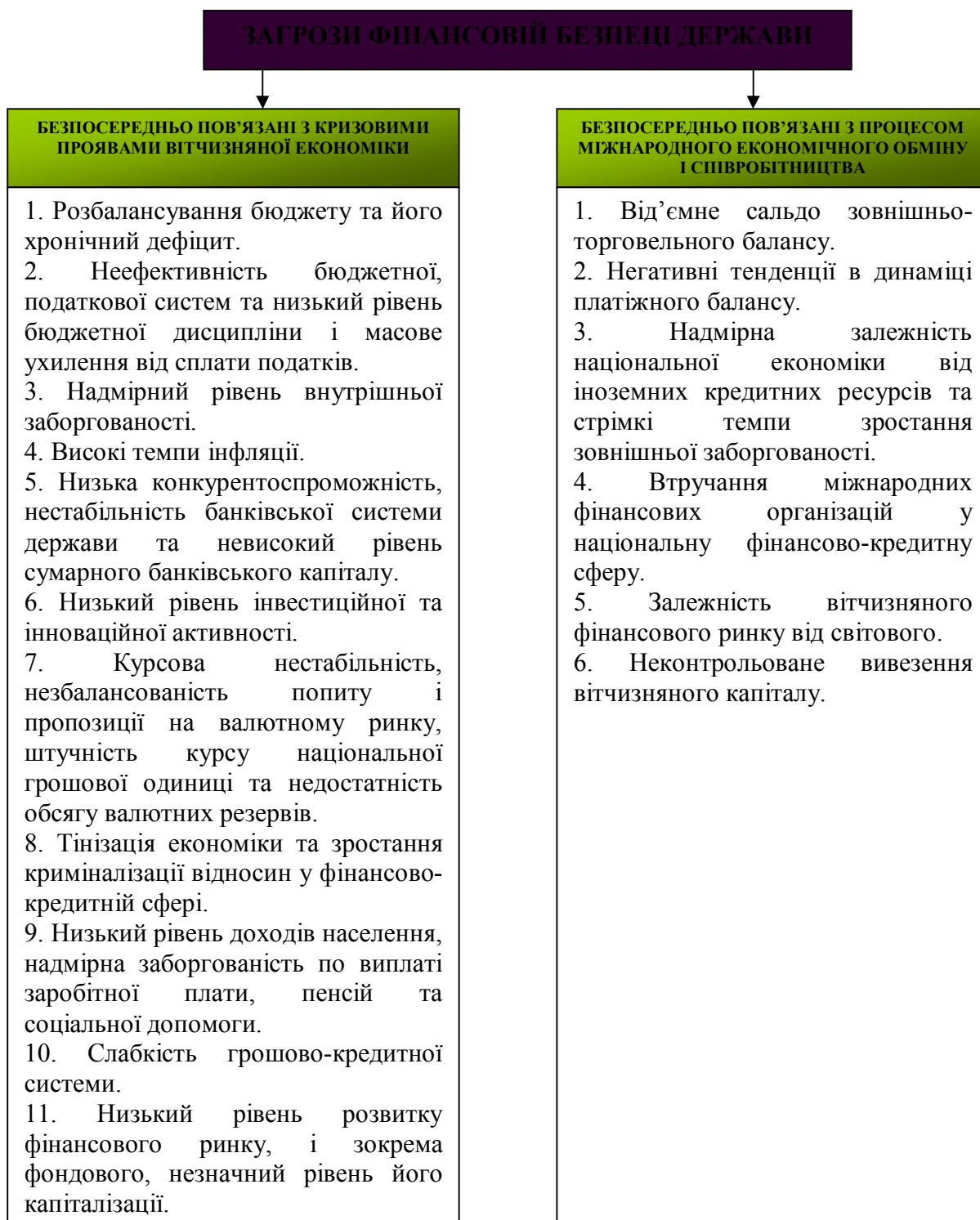
Примітка: Розроблено автором на основі джерела: Барановський О. І. Фінансова безпека: [монографія] / О.І. Барановський. - К.: Фенікс, 1999. - 338с.

Рис. 1.5. Класифікація загроз фінансовій безпеці держави

Згідно переконань М. Єрмошенка, загрози національним інтересам держави у фінансово-кредитній сфері слід класифікувати на зовнішні, внутрішні, існуючі та можливі.

Проте, найбільш поширеною у вітчизняній та зарубіжній практиці є їх класифікація за джерелом виникнення на зовнішні та внутрішні. Аналіз

досліджень та публікацій, а саме О. Барановського, І. Бінька, В. Шлемка, Г. Калача, надав можливість автору виділити найбільш небезпечні чинники, що порушують стабільність фінансової системи (див. рис. 1.6.).



Примітка: систематизовано на основі опрацювання джерел: Економічна безпека України: сутність і напрямки забезпечення / В.Т. Шлемко, І.Ф. Бінько: Монографія. – К.: НІСД, 1997. – 144с. – (Сер. “Нац. безпека”; Вип. 2); Барановський О. І. Фінансова безпека: [монографія] / Олександр Іванович Барановський. – К. : Фенікс, 1999. - 338с.; Калач Г. Фінансова безпека держави в умовах глобалізації / Г. Калач // Науковий вісник Національної академії державної податкової служби України. – 2004. – Вип. 4(26) – С.115 – 120.

Рис. 1.6. Види загроз фінансовій безпеці держави

Окрім того, на наш погляд, до факторів, що безпосередньо пов'язані із кризовими проявами вітчизняної економіки варто віднести і курсову нестабільність, незбалансованість попиту та пропозиції на валютному ринку, штучність курсу національної грошової одиниці, недостатність обсягу валютних резервів.

Так, серед внутрішніх факторів, що становлять найбільшу загрозу фінансовій безпеці держави, варто виділити бюджетний дефіцит, високі темпи інфляції, широкі коливання валютного курсу, недостатність золотовалютних резервів, тощо.

Головний зовнішній виклик фінансовій безпеці пов'язаний з тим, що об'єктивний процес інтеграції країни у світове співтовариство може супроводжуватися неконтрольованим зростанням зовнішньої заборгованості, обмеженням присутності держави на зарубіжних фінансових ринках, вивезенням за кордон валютних запасів, гальмуванням розвитку власної фінансової інфраструктури, послабленням фінансової самостійності у вирішенні найболючіших питань соціально – економічного розвитку країни, а також позицій вітчизняних підприємств, організацій і установ [15, с.27].

Розбалансування державних фінансів виступає одним із ключових факторів, що порушує стабільність та стійкість фінансової системи. Дефіцит бюджету, який виникає внаслідок розриву між законодавчо встановленими державними зобов'язаннями і обсягом наявних фінансових ресурсів спричиняє загрозу усім елементам фінансової безпеки держави та викликає негативні тенденції в динаміці державних боргових зобов'язань, недофінансування видатків й зниження рівня життя населення. Тому, згідно з вимогами фінансової безпеки, до найважливіших критеріїв формування та виконання бюджетів слід віднести: забезпечення цілісності і єдності бюджетної системи, реальність цілей бюджетної політики та її відповідність національним інтересам, розширення можливостей держави здійснювати зовнішню і внутрішню політику на основі забезпечення достатніми фінансовими ресурсами [171].

Вкрай негативно позначається на забезпеченні фінансової безпеки і нагромадження державної заборгованості, яка виступає джерелом наповнення

дохідної частини бюджету з метою покриття його дефіциту та надає можливість зміцнити фінансовий стан країни і уникнути розкручування інфляції. Проте, незважаючи на низку переваг, державний борг, як джерело додаткових фінансових ресурсів, за умов спрямування запозичень на задоволення поточних витрат, зумовлює перманентний бюджетний дефіцит та його зростання, що в подальшому призводить до зниження видатків у зв'язку з необхідністю обслуговування й погашення боргових зобов'язань, зниження рівня життя населення, зниження рівня довіри до уряду зі сторони інвесторів і зростання відсоткових ставок, втрати фінансової незалежності та банкрутства країни як позичальника.

З точки зору забезпечення фінансової безпеки, викликає занепокоєння і тенденція до постійного зростання зовнішньої заборгованості та залежність держави від іноземного кредитування. З одного боку, раціональне використання зовнішніх джерел фінансування сприяє зміцненню фінансової стабільності держави, а з іншого, створює загрозу втрати власної фінансової незалежності та банкрутства. Водночас, у разі використання запозичень, слід дотримуватися принципів, порушення яких суттєво впливає на фінансову безпеку держави. Розміщення короткотермінових боргових зобов'язань породжує нестабільність і постійне напруження у фінансуванні витрат бюджету, тому перевага має надаватися довготерміновим запозиченням. У свою чергу, такі запозичення можливі за наявності довіри до уряду і держави в цілому [207].

Не менш важливою загрозою фінансовій безпеці країни є втручання у національну фінансову сферу міжнародних фінансових організацій. Дана загроза впливає із попередньої. Значна залежність держави від іноземних кредиторів і нагромаджений зовнішній борг підвищують ризик у фінансовій сфері і для економіки країни, особливо у ракурсі нав'язування економічних програм і меморандумів, розроблених цими організаціями.

Одним із головних внутрішніх викликів фінансовій безпеці виступає рівень інфляції, яка є наслідком порушення рівноваги економічної системи, спаду виробництва і скорочення товарного забезпечення грошової маси. Незважаючи

на те, що низькі темпи інфляції (до 5%) є стимулом до економічного зростання й збільшення обсягів виробництва, перевищення вищезазначеного рівня викликає стрімке зростання цін, позбавлення підприємців стимулів, викривлення економічних орієнтирів, загострення соціальних та економічних суперечностей. Тому, з метою забезпечення фінансової стабільності та безпеки країни в цілому, основними завданнями антиінфляційної політики повинні стати: підтримка пріоритетних галузей виробництва, оздоровлення бюджетної та банківської систем, відбудова фондового ринку.

Одним із важливих індикаторів фінансової безпеки країни виступає курс національної грошової одиниці та рівень її конвертованості. Так, валютний курс, здійснюючи вплив на торговельний і платіжний баланс, рівень зовнішньої заборгованості та темпи інфляції, створює загрозу економічній безпеці, і зокрема її фінансовій складовій. Це вимагає удосконалення валютного законодавства, в сенсі чіткості й адекватності проведення валютно-курсової політики, яка в змозі збалансувати реальний попит на іноземну валюту з її пропозицією, урівноважити торговий баланс і рахунок, який відображає операції з капіталом, сприяти зростанню конкурентоспроможності українських товарів та нагромадженню валютних резервів.

До чинників, що впливають на фінансову безпеку країни, слід віднести і сальдо торговельного балансу. Тривалий спад виробництва, неконкурентоспроможність національних товарів, недостатні енергетичні ресурси, нераціональна структура та неналежне стимулювання експорту виступають тими факторами, які породжують від'ємне сальдо торгового балансу, призводячи до того, що іноземна валюта не надходить в країну, а навпаки, вилучається, фактично фінансуючи економіку країн – експортерів, що є істотною фінансовою небезпекою.

Залежність національного фінансового ринку від світового – дана загроза фінансовій безпеці стає об'єктивно неминучою в сучасних умовах глобалізації, яка супроводжується стрімким зростанням фінансових ринків (валютних, кредитних, фондових), що набувають все більш самостійного значення,

відриваючись від сфер виробництва і торгівлі; з небувалою швидкістю зростають масштаби фінансових спекуляцій.

Оскільки сальдо платіжного балансу є основним зведеним фінансовим критерієм функціонування країни, то воно виступає індикатором її міжнародної фінансової спроможності. Тому, позитивне сальдо платіжного балансу може означати відносно низький рівень фінансової небезпеки.

У сучасних умовах в Україні найбільший виклик фінансовій безпеці держави створюють:

- структурна незбалансованість фінансового сектору економіки;
- низький рівень капіталізації українських банків, який не відповідає вимогам політики зростання і структурно-інноваційної перебудови національної економіки;
- низький рівень розвитку фондового ринку, що не дозволяє зробити його ефективним інструментом мобілізації інвестиційних ресурсів;
- структурна розбалансованість державних фінансів, їх суто фіскальна спрямованість;
- пасивна участь в міжнародному русі капіталів, який стає характерною ознакою сучасних міжнародних інтеграційних процесів і матеріальною основою економічного зростання та структурної перебудови;
- волатильність курсової динаміки та стрімкі темпи інфляції, нарощення зовнішньої заборгованості.

Тому, враховуючи тенденції вітчизняної економіки, перед суб'єктами забезпечення фінансової безпеки постає необхідність досягнення таких цілей:

- недопущення зростання зовнішнього та внутрішнього боргу до порогових значень, при яких держава втрачає здатність обслуговувати і повертати борги;
- забезпечення збору податків на рівні, достатньому для формування збалансованого за доходами і видатками державного бюджету;

- формування бездефіцитного або низькодефіцитного державного бюджету, а в умовах наявності значних довгострокових зобов'язань – профіцитного бюджету;
- забезпечення прозорості фінансових потоків на всіх рівнях;
- запобігання відтоку валютних коштів за кордон, який не приносить економічної вигоди державі і не зумовлений реальними потребами власників коштів;
- підтримка валютного курсу гривні та рівня інфляції у вузьких межах, які зумовлені фінансовою та економічною доцільністю, недопущення необґрунтованого зростання грошової маси в обігу;
- забезпечення банківських гарантій збереження вкладів юридичних і фізичних осіб з боку держави;
- наявність стабілізуючих золотовалютних запасів і резервів Нацбанку;
- обов'язкова державна реєстрація доходів та майна юридичних і фізичних осіб;
- дотримання принципу бюджетного федералізму [62, с.90,129].

Таким чином, для створення надійної системи забезпечення фінансової безпеки держави потрібен ефективний механізм визначення загроз національним інтересам у фінансово – кредитній сфері, що створюють безпосередню небезпеку національним фінансовим інтересам і фінансовій безпеці держави, порушуючи цим самим нормальний хід суспільного відтворення. Постійний моніторинг і визначення основних загроз фінансовій безпеці значно полегшує її підтримання на належному рівні, а також дає можливість своєчасно розробляти і здійснювати практичні заходи щодо зниження негативного впливу загроз чи їх повної ліквідації.

Враховуючи вищевисвітлене, ми прийшли до висновку, що під фінансовою безпекою держави слід розуміти надійно захищену фінансову систему країни від внутрішніх та зовнішніх загроз, що перешкоджають ефективному використанню її фінансових ресурсів в інтересах окремої людини і суспільства. При цьому, забезпечення фінансової безпеки держави повинно базуватись на механізмі, що

являє собою систему комплексних, широкомасштабних державно-політичних рішень і вироблених напрямків діяльності з використанням якісних фінансових інструментів, щодо забезпечення стабільності та ефективності фінансової системи, захисту ключових інтересів держави (регіонів, громадян, підприємницьких структур, установ, організацій) у сфері національних та міжнародних фінансів, спроможності країни реалізовувати власну фінансову політику та нарощувати фінансовий потенціал, повноцінно виконувати завдання і функції в сучасних умовах посилення фінансової глобалізації й зіткнення національних інтересів та визначати механізм і шляхи функціонування національної фінансової системи.

Суттєве посилення фінансової безпеки, першочергове зміцнення фінансового потенціалу реального сектору економіки, суб'єктів господарювання, домашніх господарств, забезпечення збалансованого розвитку бюджетної сфери, надійної внутрішньої захищеності національної валюти та стабільності валютного курсу, інтересів вкладників, фінансового ринку, здійснення виваженої політики внутрішніх та зовнішніх запозичень держави, максимальне поліпшення інвестиційного клімату – виступають ключовим завданням забезпечення фінансової безпеки будь – якої держави.

1.3. Валютно-курсова політика – індикатор фінансової безпеки держави

У сучасних умовах прискорення глобалізації та посилення ролі валютних відносин, курс національної грошової одиниці виступає важливою ланкою, яка пов'язує народногосподарський комплекс з глобальною економікою. При цьому, волатильність курсової динаміки впливаючи на стан зовнішньоторговельного й платіжного балансів, рівень споживчих цін, сукупний попит та пропозицію, міжнародний рух капіталу, дохідну та видаткову частину державного бюджету,

рівень золотовалютних резервів, створює загрозу національним інтересам і фінансовій безпеці держави.

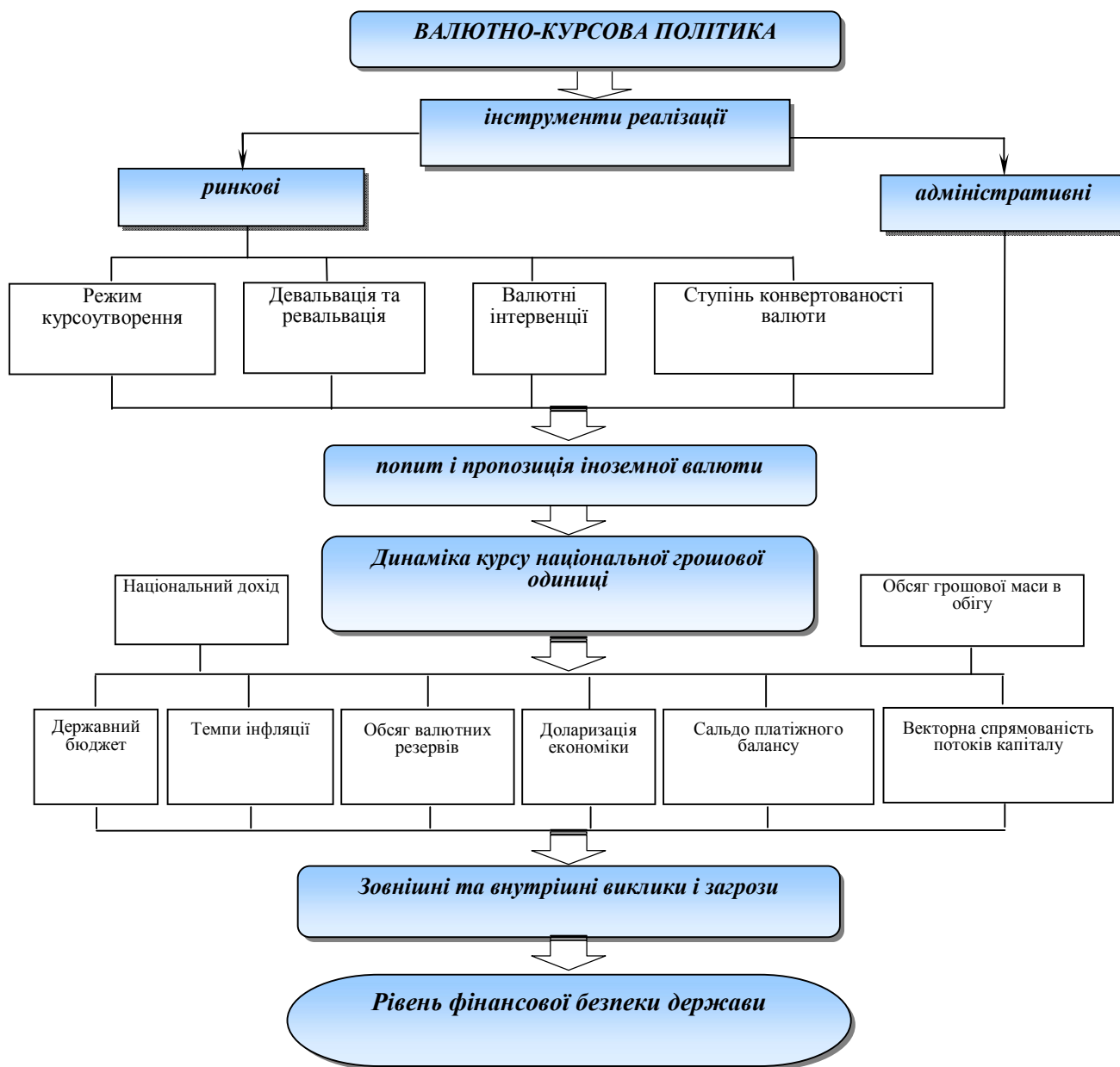
Тому, у забезпеченні фінансової безпеки країни важливу роль відіграє ефективність валютно-курсової політики, яка здійснюючи вплив на господарську систему держави в цілому, виступає одним із комплексних її індикаторів. Це, в свою чергу, зумовлено впливом курсу національної грошової одиниці на фактори, які становлять загрозу стабільності фінансово-кредитної сфери, і зокрема на такі економічні параметри, як рівень цін та темпи інфляції, обсяг валютних резервів, динаміку експортно-імпортних операцій і рух капіталу, а відповідно і сальдо зовнішньоторговельного та платіжного балансів, стан зовнішньої заборгованості, дохідні та видаткові статті державного бюджету (див. рис. 1.7.).

Так, апреціяція (депреціяція) обмінного курсу вітчизняної валюти, за умов високої гнучкості цін зумовлює їх зміну на продукцію, яка виступає об'єктом зовнішньої торгівлі та, відповідно, зміну динаміки експортно – імпортних потоків, що позначається на рівні внутрішніх цін й темпах інфляції.

Тобто, девальвація курсу національної грошової одиниці, стимулюючи експорт вітчизняної продукції, викликає зростання внутрішніх цін, зростання вартості імпортової продукції та розкручування інфляції в державі, після тривалого часового лагу (шість місяців – півтора року), а в умовах гіперінфляції і доларизації економіки, у першу чергу, зумовленої останньою, як стверджує А. Холопов, характерна стійка кореляція між заданими параметрами, оскільки ціни внутрішнього ринку без часового лагу реагують на зміну обмінного курсу.

Незважаючи на те, що в економічній науці превалує думка, згідно якої зростання вартості національної грошової одиниці та її купівельної спроможності забезпечує зниження цін та уповільнення темпів інфляції, накопичений практичний досвід свідчить, що ревальвація курсу вітчизняної грошової одиниці не сприяє процесам фінансового оздоровлення, оскільки породжує “ефект храповика”, згідно якого апреціяція не викликає зниження цін,

вони можуть залишатися незмінними або зростати, оскільки володіють високою гнучкістю лише в бік підвищення.



Примітка: Розроблено автором.

Рис. 1.7. Механізм впливу валютно-курсової політики на фінансову безпеку держави

Експерти (О. Береславська, С. Шумська), стверджують, що дефляція на рівні 2% спостерігається в країнах із ринковою економікою, та на рівні 1% - у країнах, що розвиваються, за умови ревальвації курсу національної грошової одиниці (НГО) на 10%. Тому, забезпечуючи курсову стабільність, центральні

банки сприяють помірним темпам інфляції і, таким чином, - підтримці фінансової безпеки держави.

Проте, як показує світовий досвід та згідно поглядів Стенлі Фішера, депреціація національної грошової одиниці, як правило, призводить до зміни та поліпшення умов торгівлі¹ у високорозвинутих країнах та у країнах, що розвиваються, за умов зростання експорту вітчизняних товарів і послуг; внутрішні ціни на дану продукцію можуть залишатися незмінними, що спричиняє погіршення умов торгівлі для них.

Зміна курсу національної грошової одиниці, окрім рівня внутрішніх цін, відчутно впливає на сальдо експортно-імпортних операцій та конкурентоспроможність країни на світових ринках. Так, зростання валютного курсу, зумовлюючи падіння рентабельності експорту, уповільнення темпів його зростання, здешевлення та розширення імпорту (зокрема технологічного, що сприяє модернізації виробничого апарату) спричиняє зниження цінової конкурентоспроможності і негативно впливає на зовнішньоторговельний баланс держави. Водночас, апреціація обмінного курсу сприяє зниженню відпливу капіталу та стимулює приплив іноземних інвестицій, оскільки полегшується доступ інвесторів до внутрішніх ресурсів, що частково нівелює її негативний вплив на сальдо платіжного балансу.

Девальвація курсу національної валюти надає вітчизняним товаровиробникам цінові конкурентні переваги, як на зовнішньому, так і на внутрішньому ринку, без потреби модернізацій виробництва та зумовлює зростання експорту товарів і послуг, покращення стану поточного рахунку платіжного балансу, отримання експортної виручки суб'єктами зовнішньоекономічної діяльності за рахунок зростання купівельної спроможності іноземної грошової одиниці. Проте, зниження курсу національної грошової одиниці забезпечує короткострокове посилення цінової конкурентоспроможності, яке тимчасово усуває потребу технічного

¹ Умови торгівлі – співвідношення індексів експортних та імпортних цін. Умови торгівлі вважаються сприятливими для держави за умов, якщо темпи зростання експортних цін перевищують темпи приросту імпортних, або знижуються повільніше за них.

переоснащення виробництва з метою підвищення якості продукції та згідно дохідно-абсорбційної концепції за умов високої граничної норми споживання викликає погіршення торговельного балансу, оскільки зростання реального доходу за рахунок розширення товарного експорту, призводить до підвищення попиту на імпорт і споживання продукції вітчизняного виробництва, орієнтованої на експорт, таким чином нейтралізуючи позитивний вплив на платіжний баланс.

Окрім того, варто зазначити, що інтенсивність впливу зміни рівня та динаміки курсу валюти на обсяги експорту і імпорту залежить від еластичності попиту на них. Велику увагу вивченню попиту і пропозиції на валютному ринку, їх еластичності та впливу на поведінку обмінного курсу приділяв один із найвідоміших фахівців у сфері міжнародних фінансів Фріц Махлуп, зробивши таким чином, вагомий внесок у розвиток теорії валютного курсоутворення. Згідно поглядів економіста, основними джерелами, які породжують попит і пропозицію на іноземну валюту виступають: торгівля товарами, послугами, золотом, односторонні платежі, довгострокові та короткострокові інвестиції.

Вчений наголошував, що сила впливу зміни обмінного курсу на попит і пропозицію іноземної валюти залежить від еластичності останніх. В результаті проведених досліджень, економіст сформулював низку фундаментальних принципів, які управляють еластичностями попиту і пропозиції на валютному ринку, зокрема:

- чим вища еластичність попиту за кордоном на товари, що експортуються, тим більша *еластичність пропозиції* іноземної валюти;
- чим вища еластичність пропозиції товарів, які виробляються за кордоном і виступають товарами – субститутами вітчизняних, тим більша *еластичність пропозиції* іноземної валюти;
- чим вища еластичність пропозиції товарів, що експортуються, тим більша *еластичність пропозиції* іноземної валюти;
- чим вища еластичність внутрішнього попиту на товари, надлишок яких може експортуватись, тим більша *еластичність пропозиції* іноземної валюти;

- чим більша еластичність попиту на товари, що імпортуються, тим більша *еластичність попиту* на іноземну валюту;
- чим більша еластичність пропозиції вітчизняних товарів, які виступають субститутами товарів, що імпортуються, тим більша *еластичність попиту* на іноземну валюту;
- чим більша еластичність пропозиції товарів, що імпортуються, тим більша *еластичність попиту* на іноземну валюту;
- чим більша еластичність попиту за кордоном на товари, що експортуються, тим більша *еластичність попиту* на іноземну валюту;
- проведення політики обмеження імпорту негативно впливає на *еластичність попиту і пропозиції* [136].

Згідно умови Маршалла – Лернера, девальвація національної грошової одиниці, зумовлюючи апреціацію курсу іноземної валюти, спричиняє зростання експорту та покращення сальдо торговельного балансу за умов високої еластичності попиту на імпорт на території країни – експортера та експорт – за її межами, гнучкості експортно-імпортних цін та їх одночасної і рівної реакції на зміну обмінного курсу:

$$r_x + r_{im} > 1 \quad (1.11)$$

$$dB = kX_f(r_x + r_{im} - 1), \quad (1.12)$$

де dB – зміна торгового балансу;

k – девальвація національної валюти (y %);

X_f - вартість експорту та імпорту, виражена в іноземній валюті;

$r_x; r_{im}$ – еластичність попиту на експорт та імпорт відповідно [235, с.26].

У даному контексті варто зазначити, що у короткостроковому періоді девальвація погіршує стан поточного рахунку платіжного балансу, а позитивна тенденція впливу знецінення національної грошової одиниці на торговельний баланс держави має місце лише після тривалого часового лагу (6 – 8 кварталів)¹.

¹ Вищезазначене явище в економічній літературі має назву “ефект кривої J”.

Волатильність валютного курсу, як результат реалізації валютно-курсової політики, впливає на бюджет держави, та зокрема його дохідну й видаткову частини. Змінна фізичних величин експорту та імпорту товарів і послуг позначається на дохідній частині бюджету, однією зі статей якої є податки на зовнішньоекономічну діяльність, а саме: експортне мито, імпортне мито, акцизний збір з імпортних товарів, ПДВ з операцій ввезення. Висхідні та низхідні тенденції в динаміці обмінного курсу, зумовлюючи зміну рівня внутрішніх цін, відображаються і на бюджетних надходженнях від податку з доходів. Адже зростання (зниження) споживчих цін внаслідок девальвації (ревальвації) курсу національної валюти по відношенню до грошових одиниць інших держав, призводить до зміни номінальних ставок заробітної плати. Видаткові статті державного бюджету країни зазнають змін внаслідок апреціації або депреціації курсу в частині державних закупівель, виплати заробітної плати державним службовцям та працівникам бюджетної сфери, обслуговування й погашення зовнішніх боргових зобов'язань.

Таким чином, реалізація валютно-курсової політики позначається і на державному бюджеті, а інтенсивність впливу регулятивних заходів центрального банку на основний фінансовий план держави залежить від обсягу та структури зовнішніх запозичень, частки надходжень від оподаткування зовнішньоекономічної діяльності у структурі доходів бюджету й імпорту у загальному обсязі державних закупівель товарів і послуг, тощо.

Політика обмінного курсу позначається і на міжнародних потоках капіталів, від векторної спрямованості яких залежить рівень фінансової безпеки держави. Маніпулюючи обліковою ставкою, яка виступає класичним інструментом реалізації монетарної політики, центральний банк забезпечує не лише зміну грошової маси в обігу, яка позначається на динаміці обмінного курсу, але й визначає рух інвестиційних ресурсів. Так, зростання облікової ставки центрального банку, незважаючи на падіння попиту резидентів на реальні грошові залишки за умов низьких темпів інфляції, сприяє припливу іноземних

інвестицій, що спонукає зміцнення позицій НГО і, відповідно, зростання її обмінного курсу.

Істотним недоліком застосування дисконтної політики для регулювання курсової динаміки є те, що підвищення або зниження процентних ставок впливає на монетарну масу в країні, а значні коливання пропозиції грошей можуть викликати негативні тенденції в ціновій динаміці.

Важливу роль у гарантуванні фінансової безпеки держави відіграє обсяг та достатність валютних резервів. Зростання їх кількісної величини та зміцнення показників, які характеризують їх достатність, і зокрема показників, які відображають покриття квартального обсягу імпорту товарів та послуг, грошової бази та зовнішнього боргу, гарантує не лише зміцнення та ревальвацію національної валюти по відношенню до грошових одиниць інших держав, але і зростання довіри до вітчизняної грошової одиниці.

Обсяг валових міжнародних резервів та їх достатність залежить від політики інтервенцій центрального банку. Здійснюючи інтервенції на валютному ринку, центральний банк забезпечує згладжування амплітуди курсових коливань та гарантує стабільність вітчизняної валюти, укріплення її курсу, зниження інфляційних і девальваційних очікувань та сприяє нагромадженню міжнародних валютних резервів. Пік інтересу науковців до вищезазначеної проблематики припадає на 1985 – 1999 роки, які характеризувались періодичними кризами світового валютного ринку, масовими інтервенціями центральних банків промислово розвинутих країн.

Проблема валютних інтервенцій та їх впливу на обмінний курс вагоме місце посідала у працях С. Базоні (S. Bassoni), С. Блека (S.W. Black), С. Джаджіка (S. Djajic), Н. Йіна (N. Yin), П. Мессона (P. Masson), Р. Морено (R. Moreno), Ф. Нейтвідеда (F. Natividad), Пауля де Грауве (P. Grauwe) та ін.

У 1981 році М. Мусса, вивчаючи наслідки проведення інтервенцій, запропонував “Сигнальну гіпотезу”, згідно якої стерилізована інтервенція виступає джерелом інформації для суб’єктів валютного ринку про характер монетарної політики, яка проводитиметься в майбутньому. Згідно гіпотези,

стерилізована купівля національної валюти у приватному секторі свідчить про експансійні орієнтири монетарної політики в майбутньому [262].

Точка зору одного із основоположників сучасної теорії інтервенцій на валютному ринку С. Блека (1985р.), полягає в тому, що нестерилізована валютна інтервенція здійснює опосередкований вплив на поведінку обмінного курсу. Згідно поглядів економіста, нестерилізована купівля іноземної валюти збільшує грошову базу в країні і зумовлює зниження процентної ставки у зв'язку із збільшенням маси грошей в обігу. Це, у свою чергу, призводить до зростання цін на ринку товарів та послуг, зростання попиту спекулянтів на іноземні активи, що негативно позначається на обмінному курсі НГО в майбутньому [252].

На думку засновника монетарної моделі з твердими цінами Р.Дорнбуша, нестерилізована купівля іноземної валюти у короткостроковому періоді зумовлює зростання грошової маси в обігу, зниження відсоткової ставки, а в подальшому і зниження привабливості облігацій номінованих в національній грошовій одиниці, зміну обмінного курсу, при цьому ціни на ринку товарів не реагують на зміни в економічній системі. Таким чином, досліджені фактори спричиняють тривале коливання обмінного курсу, яке зумовлює рух системи до стану рівноваги.

У 1992 році С. Джаджік та С. Базоні запропонували модель управління монетарною інтервенцією. Як зазначали вчені, зниження обмінного курсу національної грошової одиниці вимагає від центрального банку зменшення пропозиції грошової маси до величини нижчої за рівень, який відповідав докризовому періоду.

Згідно теорії Джаджіка – Базоні, покращення позицій національної грошової одиниці (зростання її обмінного курсу) за рахунок зростання попиту на експорт призводить до стрімкого скорочення останнього до величини нижчої за вихідну (початкову). Відповідно це вимагає обмеження зростання грошової маси в обігу, що призведе до зростання цін, попиту на гроші, а отже і процентної ставки. В кінцевому результаті виникне тиск на грошову масу і необхідність до її збільшення. Згідно переконань С. Джаджіка та С. Базоні, зменшення маси

грошей в обігу у зв'язку із зростанням зовнішньої процентної ставки проводиться у більших масштабах при фіксованому обмінному курсі порівняно з плаваючим [253].

Досліджуючи модель портфельного балансу та валютні інтервенції, як інструмент стабілізації валютного ринку Р. Морено і Н. Йін дійшли висновку, що зростання обмінного курсу національної грошової одиниці, зумовлюючи збільшення попиту на вітчизняні активи, вимагає від центрального банку проведення нестерилізованої інтервенції, шляхом купівлі облігацій, номінованих в іноземній валюті. Як зазначали економісти, це в свою чергу призводить до зростання пропозиції національної валюти, і одночасного падіння пропозиції іноземних активів, які знаходяться у розпорядженні резидентів. У короткостроковому періоді проведення такої політики зумовлює стабілізацію національної валюти, а у довгостроковому – скорочення валютних резервів, створюючи інфляційний ефект всередині країни [260].

А. Бланделл, П. Мессон, Ф. Нейтвідед виступали прихильниками стерилізованої інтервенції, розглядаючи її як поєднання нестерилізованої купівлі (продажу) іноземної валюти та операцій на валютному ринку, які носять обмежувальний або розширювальний характер. Так, нестерилізована купівля іноземної валюти призводить до зростання маси грошей в обігу, створюючи загрозу девальвації національної валюти, що згідно переконань економістів, вимагає проведення стерилізованого продажу вітчизняних цінних паперів (облігацій) з метою збереження фінансової стабільності.

Вивчення та аналіз поглядів дослідників щодо валютних інтервенцій, дає можливість зробити висновок про те, що як монетарна, так і чиста інтервенції призводять до зниження вартості національної валюти. Девальвація обмінного курсу проявляється у покращенні стану платіжного балансу, а зокрема рахунку поточних операцій. Профіцит балансу здійснює тиск на національну грошову одиницю, породжуючи її ревальвацію та рух до стану рівноваги.

Неефективна валютно-курсова політика, неспроможність центрального банку, як суб'єкта її реалізації протидіяти широким коливанням обмінного курсу

національної грошової одиниці, підбивають довіру до неї та загострюють проблему доларизації економіки. Обіг іноземної валюти, як свідчить практика, відіграє важливу економічну та політичну роль, а тенденція до його зростання підбиває національні інтереси країни, сприяє незаконному відпливу капіталу за кордон, призводить до втрати інвестиційного потенціалу, збіднює суспільство та державу, штучно знецінює та деформує структуру грошового обігу [204, с.16].

Тому, доларизація, спричиняючи зменшення маси національної валюти в обігу, загострює проблему неплатежів і банкрутств у реальному секторі економіки, ускладнює проведення національної бюджетної та грошово-кредитної політик і, таким чином, виступає одним із найважливіших викликів фінансовій безпеці держави.

Зміна обмінного курсу, як результат реалізації курсової політики центрального банку впливає також і на рівень національного доходу. Яскравим прикладом такого впливу виступає розроблена на основі напрацювань Джона Хікса у 1960 році модель Манделла – Флемінга. Канадський та англійський вчені – економісти Р. Манделл і М. Флемінг у ході власних досліджень дійшли висновку, що рівень обмінного курсу і національного доходу залежать від характеру фіскальної, грошово-кредитної, валютно-курсової та зовнішньоторговельної політик держави.

Згідно моделі Манделла – Флемінга, яку описують рівняння, що відображають рівновагу на товарному та грошовому ринках:

$$Y = C(Y - T) + I(r) + G + NX(e) \quad (1.13)$$

$$M/P = L(r, Y) \quad (1.14)$$

та яка передбачає стабільність цін і відповідність внутрішньої відсоткової ставки світовій, валютно-курсова політика спрямована на ревальвацію курсу НГО, зумовлюючи погіршення сальдо торговельного балансу, у зв'язку із зростанням попиту на дешевий імпорт призводить до скорочення національного доходу (див. рис. 1.8.).

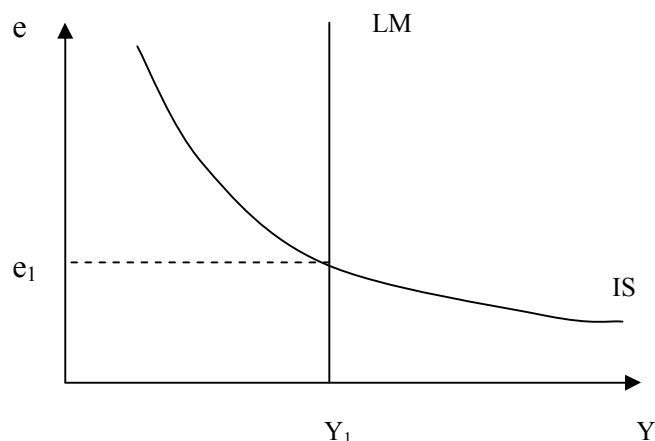


Рис. 1.8. Модель Манделла – Флемінга [134, с.343]

Згідно переконань економістів, динаміка курсу та обсягів виробництва визначається і характером фіскальної, монетарної та зовнішньоторговельної політик. Так, в умовах плаваючого режиму курсоутворення, стимулююча фіскальна політика, зумовлюючи зростання витрат, які у свою чергу призводять до підвищення рівня доходу, викликає зростання внутрішньої відсоткової ставки та приплив іноземних інвестицій, що сприяє зміцненню позицій національної грошової одиниці, і відповідно ревальвації її обмінного курсу. Проте, апresiasi курсу національної валюти, зумовлюючи зниження чистого експорту, нейтралізує позитивний вплив стимулюючої бюджетної політики на національний дохід.

На відміну від фіскальної політики, експансійна грошово-кредитна політика призводить не лише до покращення сальдо торговельного балансу, спричиненого девальвацією курсу національної валюти, але і забезпечує зростання реальних грошових залишків і національного доходу.

При проведенні політики підтримки фіксованого валютного курсу, стимулююча бюджетно-податкова політика та політика зовнішньоторговельних обмежень, які при режимі вільного плавання сприяють ревальвації обмінного курсу, призводять до зростання національного доходу.

Отже, діючий режим курсоутворення та показники, які відображають динаміку валютного курсу, девальвацію (ревальвацію) національної грошової одиниці, обсяг валютних резервів та їх достатність, рівень доларизації економіки, ступінь довіри до національної валюти, характеризують не лише ефективність

валютно-курсової політики країни, але і рівень фінансової безпеки в цілому та її валютної складової – зокрема й виступають індикаторами її оцінки (див. табл. 1.3).

Таблиця 1.3

Індикатори стану валютної складової фінансової безпеки держави

<i>№</i>	<i>Індикатор, одиниця виміру</i>	<i>Порогове значення</i>	<i>Характеристика</i>
1.	<i>Динаміка обмінного курсу національної грошової одиниці</i>		
1.1.	Темп зміни індексу офіційного курсу гривні до долара США до показників попереднього періоду, %	не більше 6*	Курс національної грошової одиниці впливає на рівень цін та темпи інфляції, обсяг валютних резервів, динаміку експортно-імпорتنних потоків, векторну спрямованість потоків капіталу, сальдо зовнішньоторговельного та платіжного балансів, стан зовнішньої заборгованості, дохідні та видаткові статті державного бюджету, національний дохід та обсяг грошової маси в обігу.
2.	<i>Рівень доларизації економіки</i>		
2.1.	Відношення обсягів депозитів в іноземній валюті до загальних обсягів депозитів, %	не більше 25*	Доларизація економіки являє собою заміну національної валюти іноземною, яка використовується у якості засобу обігу та нагромадження, а також міри вартості, що свідчить про низький рівень довіри до вітчизняної грошової одиниці.
2.2.	Відношення обсягів кредитів в іноземній валюті до загальних обсягів кредитів, %	не більше 25	
3.	<i>Рівень достатності валових міжнародних резервів держави</i>		
3.1.	Коефіцієнт покриття валовими міжнародними резервами імпорту товарів та послуг (місяці імпорту)	не менше 3*	Дані показники виступають індикаторами раннього попередження про зміну курсу національної валюти.
3.2.	Коефіцієнт покриття валовими міжнародними резервами держави грошової бази, %	не менше 100	
3.3.	Коефіцієнт покриття валовими міжнародними резервами зовнішнього боргу держави		

Примітка: Розроблено автором.

* - за даними “Методики розрахунку рівня економічної безпеки України” [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://www.me.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=97980&cat_id=38738.

Наведені граничні значення індикаторів стану валютної складової фінансової безпеки держави є обґрунтованими й не утворюють перекосів розвитку фінансової та економічної системи в цілому. У свою чергу,

перевищення порогових значень створює загрозу національним інтересам (низькі інфляційні очікування, прийнятний рівень доларизації економіки, тощо), які мають тісну кореляційну залежність виходячи із тріади кватерніону: Національні цінності – Національні інтереси – Національні цілі (детальніше див. 214, Додаток Е).

Кватерніон може бути записаний як лінійна комбінація елементів базису 1, i, j, k .

$$X = x_0 1 + x_1 *i + x_2 *j + x_3 *k, x_i \in \mathbb{R} \quad (1.15)$$

Окрім вивчення впливу ефектів реалізації валютно-курсової політики на фінансову безпеку держави, важливим є дослідження проблеми досягнення фінансової та загальноекономічної рівноваги за умов плаваючого та фіксованого режимів валютного курсу з метою забезпечення та підвищення рівня фінансової безпеки держави.

Щоправда, сучасні реалії вимагають перегляду праць Роберта Манделла та Маркуса Флемінга, які свого часу заклали фундамент сучасної макроекономічної політики і валютно-курсової політики зокрема.

Лауреат Нобелівської премії Р. Манделл під економічною стабільністю розумів досягнення рівноваги на валютному ринку та ринку товарів і послуг. Згідно поглядів вченого, факторами, які впливають на рівновагу вищезазначених ринків виступають: внутрішня відсоткова ставка та умови торгівлі, або рівень цін і обмінний курс.

Як правило, відсоткова ставка впливає на стан платіжного балансу, а рівень цін здійснює прямий вплив на сальдо торговельного балансу. Порушення рівноваги на ринку товарів і послуг характеризується надлишковим попитом або пропозицією. Надлишковий попит породжує інфляційний потенціал, а пропозиція – дефляційний, що у свою чергу проявляється у зростанні або падінні цін.

На сьогодні загально визнано, що стан платіжного балансу, який характеризує зовнішню рівновагу, є ключовим фактором впливу на рівень обмінного курсу. Приплив або відплив іноземної валюти за різними статтями платіжного балансу, змінює співвідношення між попитом та пропозицією валюти

і, таким чином, впливає на динаміку обмінного курсу. Отже, волатильність валютного курсу національної грошової одиниці залежить від стану платіжного балансу і навпаки. Профіцит останнього зумовлює його зростання, а дефіцит – падіння.

Порушення зовнішньої рівноваги при режимі фіксованого валютного курсу зобов'язує уряд та центральний (національний) банк знижувати процентну ставку при позитивному сальдо платіжного балансу і підвищувати при від'ємному. Слід зазначити, що при цьому, в умовах відкритості національної економіки, ціни на ринку товарів та послуг, який характеризує внутрішню рівновагу, вільно реагують на відхилення від рівноважного стану. Динамічна реакція такого типу відображена на рисунку 1.9.

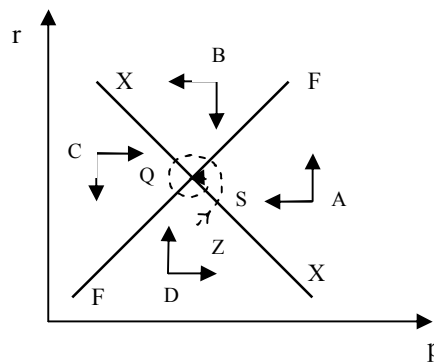


Рис.1.9. Макроекономічна динаміка в умовах фіксованого валютного курсу [133, с.125]

На рис. 1.9. точка Q характеризує рівновагу економічної системи, в тому числі і фінансової. Точки A, B, C, D відображають можливий стан економіки. У секторах A, D платіжний баланс дефіцитний, що зумовлено низькою відсотковою ставкою або завищеним обмінним курсом національної грошової одиниці. У точках B, C платіжний баланс активний. Сектори A, B, C, D характеризують також і порушення внутрішньої рівноваги. Так, в т. A, B пропозиція товарів перевищує попит, а в секторах C, D - попит перевищує пропозицію.

Якщо економіка країни перебуває в секторі D, держава окрім проведення політики дорогих кредитів, змушена підвищувати рівень цін з метою зниження

надлишкового попиту та приведення товарного ринку до стану рівноваги. Слід зауважити, що вищезазначені фактори, зростання відсоткової ставки та рівня цін, у секторі D, здійснюють прямий вплив на зменшення надлишкового попиту, тому внутрішня рівновага досягається швидше за зовнішню.

Таким чином, як видно на рис. 1.9., при фіксованому валютному курсі рух до стану рівноваги характеризується циклічністю. Одна із стрілок на графіку направлена в бік рівноваги, інша – відображає напрям циклічного руху до економічної стабільності.

Згідно теорії Р. Манделла, якщо центральний (національний) банк проводить політику плаваючого валютного курсу, останній виступає інструментом досягнення зовнішньої рівноваги, а грошово-кредитна політика внутрішньої.

Так, при режимі плаваючого обмінного курсу, підвищення відсоткової ставки національним банком спрямовуватиметься на зниження надлишкового попиту, а її зниження – на усунення надлишкової пропозиції товарів. За таких умов валютно-курсова політика центрального банку залежатиме від стану платіжного балансу. Зростання дефіциту (профіциту) платіжного балансу супроводжуватиметься зниженням (підвищенням) обмінного курсу національної грошової одиниці (див. рис. 1.10.).

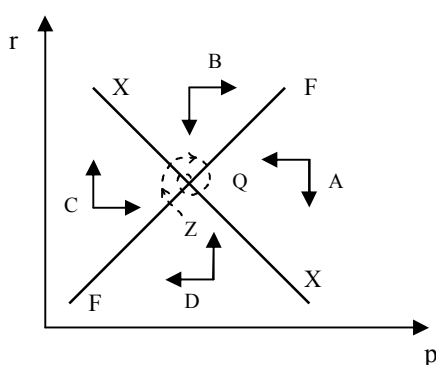


Рис. 1.10. Макроекономічна динаміка в умовах плаваючого обмінного курсу [133, с.127]

На глибоке переконання Р. Манделла, ефективність режиму фіксованого чи плаваючого валютного курсу залежить від ступеня мобільності капіталу. Він

наголошував, що в умовах абсолютної мобільності капіталу найбільш ефективною є система з фіксованим обмінним курсом, оскільки відсоткова ставка здійснює прямий вплив на ринок, який характеризується нестабільністю. За умов низької мобільності капіталу в системі виникає циклічне коливання, оскільки процентна ставка впливає на платіжний баланс завдяки взаємодії з рівнем цін на товарному ринку.

При плаваючому режимі валютного курсу та високій мобільності капіталу, відсоткова ставка безпосередньо впливає на платіжний баланс, а не на ринок товарів та послуг. Якщо ж капітал характеризується низькою мобільністю, режим плаваючого валютного курсу ефективний.

Отже, із вище проаналізованого, можна зробити висновок, що система регулювання ефективна лише в тому випадку, коли змінні, від яких залежить стан ринку, безпосередньо впливають на нього.

Р. Манделл зазначав, що політика уряду та центрального банку, яка спрямована на досягнення зовнішньої рівноваги (рівноваги платіжного балансу, стабільності обмінного курсу) залежить і від стану валютних резервів країни. Так, якщо центральний банк країни володіє достатньою кількістю резервів, він може проводити політику накопичення платіжного дефіциту, шукаючи інші шляхи подолання дисбалансу. За умов, коли держава володіє обмеженою кількістю валютних цінностей, існує загроза втрати довіри до національної грошової одиниці, тому основне завдання центрального банку полягає у підвищенні відсоткової ставки (проведенні політики дорогих кредитів) до накопичення оптимального рівня валютних резервів.

Проте збільшення процентної ставки порушує рівновагу на ринку товарів та послуг, породжуючи надлишкову пропозицію на ньому (дефляційний потенціал), що зумовлює падіння рівня цін.

Звідси можна зробити висновок, що політика держави, яка проводиться з метою досягнення зовнішньої стабільності, і особливо стабільності обмінного курсу, призводить до циклічних коливань процентної ставки, валютних резервів та цін.

У праці Р. Манделла вагоме місце посідала також проблема вибору економічної політики для досягнення зовнішньої та внутрішньої рівноваги. На думку вченого, з якою важко не погодитися, досягнення економічної стабільності можливе лише за умов ефективного поєднання грошово-кредитної, у тому числі і валютно-курсової, та бюджетно-податкової політик держави.

Згідно запропонованого ним “правила розподілу ролей”, грошово-кредитна політика уряду та центрального банку повинна бути спрямована на досягнення зовнішньої рівноваги, а бюджетно-податкова – внутрішньої (повної зайнятості, відповідності сукупного попиту пропозиції), оскільки найбільшого ефекту можна досягти лише в тому випадку, коли політика, яка реалізується, відповідає лише тим цілям, для досягнення яких вона найбільше пристосована.

Так, уряд, використовуючи процентну ставку, як інструмент курсової політики, здійснює прямий вплив на стан платіжного балансу та обмінний курс національної грошової одиниці, а через податки та державні витрати впливає на рівень зайнятості та стан товарного ринку (внутрішню рівновагу).

Припустимо, що монетарна політика спрямована на досягнення внутрішньої рівноваги, а фіскальна – зовнішньої. Так, використання фіскальної політики як інструмента стабілізації валютного курсу в умовах зростання дефіциту платіжного балансу, вимагає збільшення позитивного сальдо державного бюджету (підвищення податкового тиску та скорочення державних витрат). Підвищення податкового тиску зумовлює рецесійний потенціал (надлишкову пропозицію), а подальше зростання процентної ставки викличе ще більше нагромадження бюджетного дефіциту та відхилення від стану рівноваги. Таким чином, розглянутий тип політики призводить до нестабільності економічної системи й створює загрозу для фінансової безпеки, і тому неприйнятний для використання на практиці.

Отже, згідно теорії Р. Манделла, лише протилежний тип економічної політики дозволяє досягти стабільності в державі. У випадку позитивного сальдо платіжного балансу, та наявності інфляційного потенціалу, зумовленого ним, уряд та центральний банк зобов'язані проводити політику “дешевих грошей” і збільшувати податковий тиск (або знижувати державні витрати). За умови

інфляційного тиску та зовнішнього дефіциту, перед державою постає необхідність проводити політику “дорогих кредитів” та збільшення бюджетного профіциту. У випадку, якщо стан економічної системи характеризується дефіцитом (профіцитом) платіжного балансу та рецесійним потенціалом, державі необхідно збільшувати (зменшувати) процентну ставку і проводити політику зменшення податкового тиску та збільшення державних витрат.

Дж. Маркус Флемінг досліджував проблему внутрішньої фінансової політики за умов фіксованого та плаваючого валютного курсу. Вчений зазначав, що ефективність впливу бюджетної та грошової експансії на доходи, витрати та платіжний баланс, як один із ключових факторів впливу на обмінний курс, залежить від режиму курсоутворення.

Так, бюджетна експансія (зростання державних витрат) за умов фіксованого режиму валютного курсу призводить до зростання доходів, витрат, рівня зайнятості та податкових надходжень до бюджету. Проте, незважаючи на зростання податкових надходжень, зростання доходів зумовлює збільшення витрат приватного сектору (на споживання та інвестиції), що негативно позначається на торговельному балансі у зв'язку із збільшенням обсягу імпорту, а в кінцевому результаті і на платіжному балансі. За умов незмінності грошової маси, абсолютної мобільності капіталу та його високої чутливості до зміни відсоткової ставки, подолання негативних тенденцій можливе лише шляхом підвищення останньої.

При плаваючому режимі валютного курсоутворення, девальвація НГО не лише згладжує негативні наслідки бюджетної експансії, але й сприяє подальшому зростанню доходів, витрат та зайнятості, за рахунок покращення статей торговельного та платіжного балансу.

Отже, можна зробити висновок, що ефект бюджетної експансії вищий при використанні режиму плаваючого валютного курсу.

Грошова експансія центрального банку при фіксованому режимі валютного курсу проявляється у зростанні доходів, витрат, зниженні відсоткової ставки, яка зумовлює відплив капіталу. Зростання витрат на інвестиції та споживання призводять до подальшого збільшення доходів, виробництва, попиту

на імпорт. Проте, темпи збільшення грошової маси перевищують зростання доходу, що негативно позначається на відсотковій ставці, а в подальшому і на платіжному балансі. Слід зазначити, що за даного режиму обсяг грошової експансії обмежений, оскільки виснаження валютних резервів центрального банку вимагає правління країни відмовитись від її проведення. Ефект грошової експансії, як і бюджетної, при режимі вільного плавання вищий, що зумовлено можливістю подолання дефіциту платіжного балансу шляхом зниження обмінного курсу національної грошової одиниці [230].

Із проведеного дослідження випливає, що при режимах фіксованого та плаваючого обмінного курсу, низької чутливості міжнародних потоків капіталу до зміни внутрішньої відсоткової ставки, реалізація однієї із зазначених політик породжує рівнозначний сумарний ефект.

За умов високої чутливості капіталу до зміни процентної ставки та плаваючому режимі курсоутворення для досягнення рівноваги платіжного балансу, реалізація політики грошової експансії вимагає проведення більшої девальвації національної грошової одиниці, порівняно із бюджетною експансією, що забезпечує і значно вищий профіцит торгового балансу, зростання доходу й виробництва.

Розроблена Р. Манделлом та М. Флемінгом модель дає можливість оцінити вплив грошово-кредитної, валютно-курсової і податково-бюджетної політики на внутрішню і зовнішню рівновагу національної економіки. З використанням вказаної моделі її автори довели, що ефективність монетарної та фіскальної політики значною мірою залежить і від режиму валютного курсу.

Відтак можна зробити висновок, що рівень фінансової безпеки держави в значній мірі залежить від характеру, адекватності, ефективності та наслідків валютно-курсової політики. Та, незважаючи на те, що вибір того чи іншого виду валютно-курсової політики дуже важливий, проте не визначальний фактор подолання нестабільності фінансової та економічної системи в цілому. Тобто, стан фінансової безпеки держави в значній мірі залежить від характеру взаємозв'язку і взаємозалежності валютно-курсової, монетарної та фіскальної

політик. Тому її гарантування вимагає координації і синхронізації вищезазначених політик.

Висновки до розділу 1

Проведене дослідження особливостей формування та реалізації валютно-курсової політики й концептуальних основ фінансової безпеки держави за допомогою теоретичного, методологічного й науково-емпіричного аналізу дало змогу зробити низку висновків:

по-перше, в умовах поглиблення процесів інтернаціоналізації та глобалізації господарського життя, при яких зростає роль валютних відносин, як органічної ланки фінансової системи, що забезпечує взаємодію національної економіки із зовнішнім світом, та посилюється прямий і опосередкований вплив валютного курсу на усі економічні процеси, які протікають в суспільстві, зростає роль валютно-курсової політики, в системі макроекономічної політики держави;

по-друге, врахування надбань економічної науки та практики, недоліків та переваг підходів, до трактування сутності валютно-курсової політики, дало можливість автору схилитись до думки, що оскільки вона є невід'ємною складовою валютної політики, яка реалізується в рамках економічної політики країни, тому дану дефініцію слід розглядати, як в широкому, так і у вузькому розумінні. Тобто, у широкому розумінні, валютно-курсова політика – це комплекс економічних цілей та заходів центрального банку, що здійснюються через валютний механізм і спрямовані на регулювання суспільних відносин та забезпечують вирішення стратегічних й тактичних завдань розвитку економічної системи відповідно до інтересів країни, які втілюються в економічній програмі та направлені на забезпечення ефективного функціонування національної економіки, економічного зростання. У вузькому розумінні під валютно-курсовою політикою, на наш погляд, слід розуміти сукупність заходів стратегічного та тактичного характеру, які здійснює держава в особі центрального банку через складові національної валютної системи (щодо вироблення механізму встановлення валютного курсу, прогнозування та оперативного управління ним,

контролю за дотриманням валютного законодавства) з метою недопущення кон'юнктурно-структурних дисбалансів валютного ринку й досягнення цілей економічної політики держави;

по-третє, дієвість валютно-курсової політики залежить від ефективності діяльності та правильності прийнятих рішень на кожному з етапів її формування та реалізації, які передбачають: визначення стратегічних, тактичних цілей та цільових показників; вибір форми валютно-курсової політики (режиму курсоутворення і визначення рівня конвертованості національної валюти); вибір інструментів реалізації; виконання конкретних завдань; контроль за ходом здійснення регулятивного впливу на валютний курс; корегування процесу реалізації політики валютного курсу відповідно до отриманих результатів;

по-четверте, у забезпеченні фінансової безпеки країни важливу роль відіграє ефективність валютно-курсової політики, яка здійснюючи вплив на господарську систему в цілому, виступає одним із комплексних її індикаторів, що зумовлено впливом курсу національної грошової одиниці на показники, які становлять загрозу стабільності фінансово-кредитної сфери, і зокрема на такі економічні параметри, як рівень цін та темпи інфляції, обсяг валютних резервів, динаміку експортно-імпортних потоків й рух капіталу, а відповідно і сальдо зовнішньоторговельного та платіжного балансів, стан зовнішньої заборгованості, дохідні та видаткові статті державного бюджету та ін.;

по-п'яте, наріжним каменем у стратегії валютної безпеки, як складової фінансової безпеки країни є тріада “Національні цінності – Національні інтереси – Національні цілі”;

по-шосте, з позицій багатостороннього підходу, фінансова безпека держави – це система комплексних, широкомасштабних державно-політичних рішень і вироблених напрямків діяльності з використанням якісних фінансових інструментів, щодо забезпечення стабільності та ефективності фінансової системи, захисту ключових інтересів держави (регіонів, громадян, підприємницьких структур, установ, організацій) у сфері національних та міжнародних фінансів, спроможності країни реалізовувати власну фінансову політику та нарощувати фінансовий потенціал, повноцінно виконувати завдання і функції в сучасних умовах посилення фінансової глобалізації й зіткнення

національних інтересів та визначати механізм і шляхи функціонування національної фінансової системи;

по-сьоме, курсова динаміка визначається не лише характером валютно-курсової політики, але і фіскальної, грошово-кредитної, та зовнішньоторговельної. Так, в умовах дії плаваючого обмінного курсу, проведення стимулюючої фіскальної політики зумовлює зростання національного доходу, сукупного попиту, що мають своїм наслідком підвищення внутрішньої відсоткової ставки, яка виступає стимулом до припливу іноземних інвестицій та в подальшому призводить до укріплення позицій національної грошової одиниці. При цьому апреціація курсу національної грошової одиниці, зумовлюючи зниження чистого експорту та підвищення попиту на імпорт, породжує виклик фінансовій безпеці держави та нейтралізує позитивний вплив стимулюючої бюджетної політики на національний дохід. Проведення експансійної грошово-кредитної політики призводить до покращення сальдо торговельного балансу, спричиненого девальвацією курсу національної валюти, зростання реальних грошових залишків та національного доходу. При проведенні політики підтримки фіксованого валютного курсу, стимулююча бюджетна політика та політика зовнішньоторговельних обмежень, які при режимі вільного плавання сприяють ревальвації обмінного курсу, призводять до зростання національного доходу і сукупного попиту;

по-восьме, досягнення рівноваги фінансової та економічної системи в цілому, як факторів забезпечення фінансової безпеки держави, можливо лише за умови, коли змінні, від яких залежить стан ринку, безпосередньо впливають на нього. Тому, при режимі фіксованого валютного курсу, зміна відсоткової ставки сприятиме відновленню рівноваги платіжного балансу, а зміна рівня цін – подоланню дисбалансу попиту і пропозиції на ринку товарів та послуг. Проте, в умовах дії плаваючого режиму обмінного курсу, грошово-кредитна політика виступає дієвим інструментом відновлення внутрішньої рівноваги (рівновага товарного ринку), а валютно-курсова – зовнішньої (рівновага платіжного балансу).

Основні положення розділу висвітлені у наукових працях автора [152; 144].

РОЗДІЛ 2

ВАЛЮТНО-КУРСОВА ПОЛІТИКА УКРАЇНИ У ПРАКТИЧНІЙ ПЛОЩИНІ МАКРОЕКОНОМІЧНОЇ СТАБІЛІЗАЦІЇ ТА ФІНАНСОВОЇ БЕЗПЕКИ ДЕРЖАВИ

2.1. Особливості формування валютно-курсової політики України у контексті основних фаз фінансової трансформації

Із здобуттям незалежності та переходу до ринкової трансформації, економіка України пройшла ряд етапів розвитку, які супроводжувались піднесеннями, падіннями та кризами, і не останню роль у формуванні макроекономічної динаміки відіграла валютно-курсова політика. Основними її складовими є, без сумніву, підтримка достатнього обсягу валових міжнародних резервів, проведення валютного регулювання і контролю, і особливо, вибір ефективного режиму курсоутворення для забезпечення стабільності курсу національної валюти.

Так, з періоду проведення грошової реформи, в Україні випробувано як крайні варіанти – плаваючий та фіксований режим валютних курсів, - так і компромісні, що поєднують елементи обох режимів (див. рис. 2.1.) [67, с.62].

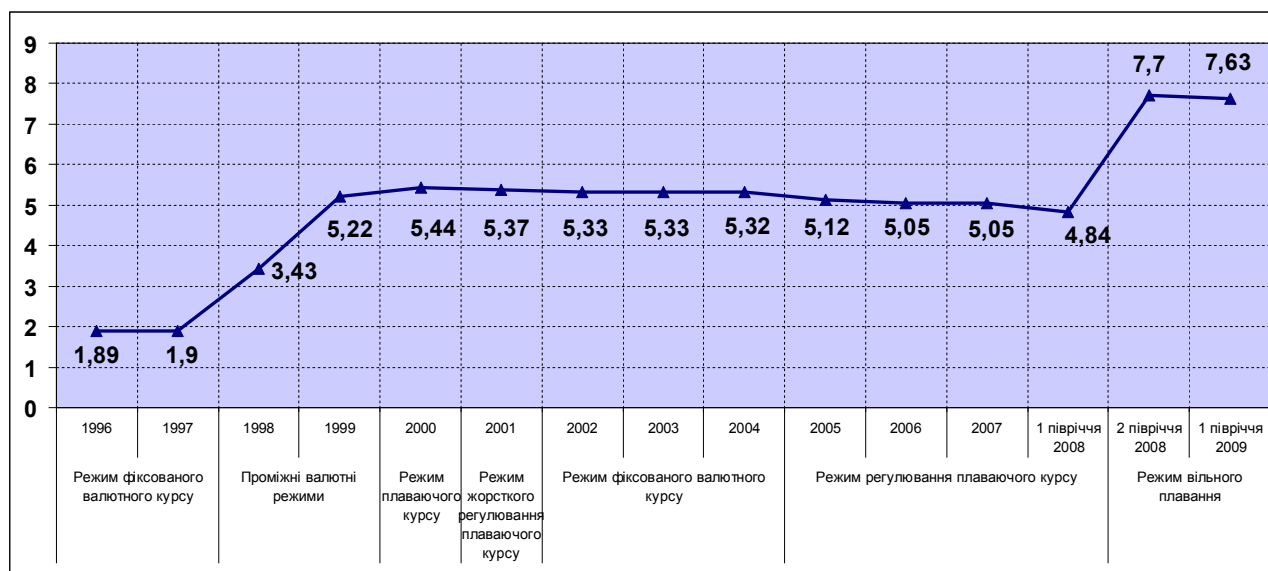


Рис.2.1. Досвід застосування валютних режимів в Україні у 1996 – I півріччі 2009 рр.

Тому, враховуючи тенденції вітчизняної економіки, динаміку курсових коливань національної грошової одиниці, практику застосування валютних режимів, доцільно виокремити шість етапів валютного курсоутворення.

Перший етап (1992 рік – жовтень 1994 року) характеризувався глибокою економічною кризою, незбалансованістю державних фінансів, несприятливим інвестиційним кліматом, відтоком національного капіталу за кордон, хронічним дефіцитом платіжного балансу, від’ємним сальдо – торговельного, переважанням застарілої технологічної бази із значною мірою морального старіння, уповільненими темпами виробничого відтворення, надмірною імпортною енергетичною залежністю, відсутністю ефективних енергозберігаючих технологій, нестабільністю грошової одиниці. В цих умовах центральний банк держави, встановивши множинність валютних режимів¹ у 1992 році, які були замінені у серпні 1993 року уніфікованим, фіксованим режимом курсоутворення, проводив політику “дешевого долара”, що полягала у підтримці завищеного курсу українського карбованця за рахунок позик міжнародних фінансово-кредитних організацій і адміністративних інструментів регулювання процесу курсоутворення.

Так, режим плаваючого обмінного курсу був запроваджений НБУ у грудні 1992 року, за якого офіційний курс українського карбованця встановлювався за результатами торгів на міжбанківській валютній біржі, при цьому готівковий курс купівлі – продажу національної валюти згідно вимог банківського регулятора на той час не повинен був відхилятися від офіційного більш як на $\pm 2,5\%$.

Проте, в умовах дії дестабілізуючих чинників, і зокрема, значного дефіциту платіжного балансу, недостатності золотовалютних резервів й стрімких темпів зростання цін, така політика зумовила суттєве перевищення попиту на іноземну валюту над її пропозицією, та, як наслідок, девальвацію українського карбованця на 1870%.

¹ У 1992 році в Україні було запроваджено три обмінних курси українського карбованця: офіційний, ринковий, аукціонний (біржовий).

Тому, у серпні 1993 року, для подолання інфляційних процесів, було здійснено перехід до фіксованого обмінного курсу національної грошової одиниці щодо долара США, німецької марки та російського рубля і запроваджено валютні обмеження стосовно 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. Решта 50% могли зберігатися на валютних рахунках або продаватися виключно Національному банку України.

При цьому, функціонування Української міжбанківської валютної біржі та валютного ринку в даний момент було припинено відповідно до Указу Президента від 02.11.1993 року “Про додаткові заходи щодо вдосконалення системи валютного регулювання” [90].

Незважаючи на поліпшення умов нетто – імпортерів, і зокрема здешевлення критичного імпорту нафти й газу, вищезазначена політика обмінного курсу викликала негативні тенденції у вітчизняній економіці, спричинивши зростання імпорту продовольчих товарів, скорочення обсягів експорту і експортної виручки, вираженої в іноземній валюті, загострення проблеми платіжного балансу, зростання частки бартерних й спекулятивних операцій, згортання вітчизняного виробництва й скорочення ВВП, зниження життєвого рівня населення та зростання “тінізації” економіки й нелегального вивезення капіталу, а в подальшому і нестабільність національної грошової одиниці, яка з 1993 по 1995 рік щорічно девальвувала на 700 і більше відсотків та розкручування інфляції, яка на кінець 1993 року, досягнувши 10256%, спровокувала зростання рівня доларизації економіки країни до 56% [213].

Завищений фіксований курс українського карбованця, який використовувався із серпня 1993 року по жовтень 1994, призвів і до погіршення рахунку поточних операцій платіжного балансу. Лише за 1994 рік від’ємне сальдо торгового балансу зросло на 542 млн. дол. США порівняно із базовим періодом і становило 1364 млн. дол. США [10].

Тому, на початку *другого етапу (жовтень 1994 – кінець 1995 року)* реалізації курсової політики держави основним завданням Національного банку України була стабілізація курсу вітчизняної валюти й подолання її щорічної 700% девальвації.

Запровадження в жовтні 1994 року ринкового курсоутворення національної валюти на основі біржових торгів стало потужним поштовхом для розвитку внутрішнього валютного ринку в Україні і підґрунтям для збільшення валютних резервів.

Проте, перехід до регульованого курсу гривні й прийняття Указу Президента “Про вдосконалення валютного регулювання” від 22.08.1994 року, який передбачав відновлення торгів на Українській міжбанківській валютній біржі і встановлення обмінного курсу з врахуванням операцій на ній, не сприяли курсовій стабілізації. У поточному році курс карбованця знизився відносно долара США у 8,6 разів (див. табл. 2.1).

Таблиця 2.1
Ланцюговий приріст обмінного курсу гривні у 1994 – 2009 роках*

Показники	у % та грн.															
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	16.09. 2009
Курс гривні до долара на кінець року	1,04	1,79	1,89	1,90	3,43	5,22	5,44	5,37	5,33	5,33	5,32	5,12	5,05	5,05	7,70	8,00
Номінальна зміна в гривнях	-0,92	-0,75	-0,10	-0,01	-1,53	-1,79	-0,22	+0,07	+0,04	0	+0,01	+0,2	+0,07	0	-2,65	-0,30
Номінальна зміна у %	-726	-72,2	-5,3	-0,5	-80,5	-52,2	-4,2	+1,3	+0,7	0	+0,2	+3,8	+1,4	0	-52,4	-3,9

* До 1996 року курс карбованця перерахований у курс гривні.

“+” – ревальвація; “-” – девальвація.

Окрім частих змін курсового режиму, до основних чинників, що зумовлювали подальшу депреціацію курсу вітчизняної валюти, варто віднести грошову емісію, яка виступала основним джерелом покриття бюджетного дефіциту та засобом забезпечення підтримки аграрної галузі, девальваційні та інфляційні очікування населення й суб’єктів господарювання.

Тому, досягти курсової стабільності вдалось лише на початку 1996 року (див. табл. 2.1). Оскільки попередні спроби підтримувати на певному рівні валютний курс були невдалими, адже дестабілізуючим фактором виступала бюджетна політика, що потребувала емісійного фінансування значного дефіциту бюджету.

Третій етап (початок 1996 року – кінець 1997 року). Валютне регулювання курсу вітчизняної грошової одиниці на початку 1996 року за умов проведення рестрикційної грошово-кредитної політики, спрямованої на боротьбу з інфляцією, на відміну від попередніх років було спрямоване на її депреціацію з метою захисту внутрішнього ринку і подолання від'ємного сальдо платіжного балансу.

Досягнення фінансової стабільності, в тому числі й за рахунок політики обмінного курсу, створило необхідні передумови для здійснення грошової реформи у вересні 1996 року.

Проте, окрім створення сприятливих умов для проведення грошової реформи, курсова та монетарна політики центрального банку не призвели до оздоровлення вітчизняної економіки, оскільки стрімкі темпи нарощення грошової маси, які наприкінці 1996 року становили 35%, незважаючи на їх зниження порівняно з відповідними періодами попередніх років, породжували інфляційний тиск та перевищення темпів зростання індексу споживчих цін над девальвацією вітчизняної валюти на 34% [227]. Це зумовило погіршення цінової конкурентоспроможності вітчизняних експортерів, подальший ріст імпорту продовольчих товарів, руйнацію торговельного балансу та економічний спад, який тривав до 1999 року (річний темп приросту ВВП на кінець 1996 року становив -10%).

Курсовій стабілізації 1996 – 1997 років сприяло запровадження у квітні 1997 року валютного коридору із межами 1,76 – 1,91 грн. за долар США та допущення нерезидентів на внутрішній ринок державних цінних паперів, що спонукали приплив іноземних інвестицій у ОВДП¹. Вони, у свою чергу, забезпечили у січні – серпні 1997 року перевищення пропозиції зарубіжної

¹ Частка нерезидентів на ринку облігацій внутрішньої державної позики становила 60%.

валюти над попитом й поповнення золотовалютних резервів на 381 млн. дол. США [226] і, відповідно, укріплення курсу вітчизняної грошової одиниці. У 1997 році за рахунок ОВДП, реалізованих нерезидентам на 79% був профінансований 6% дефіцит державного бюджету щодо ВВП.

Поряд із цим, вищезазначена політика викликала нагромадження державної зовнішньої заборгованості України, яка з 1995 до 1998 року зросла майже у півтори рази із 7,9 млрд. дол. США до 11,6 млрд. дол. США [160].

Перехід до режиму валютного коридору у 1997 році, як однієї із вимог нерезидентів, які на той час були активними учасниками ринку державних цінних паперів, забезпечив не лише стабілізацію курсової динаміки та нагромадження валових міжнародних резервів держави, але й сприяв досягненню цінової стабільності (у 1997 році рівень інфляції, на відміну від 1996 року, у якому ціни зросли на 39,7%, становив 10,1%), і відповідно, підвищення довіри до національної грошової одиниці, що спонукало зниження частки доларових депозитів і кредитів.

Таким чином, стабілізація курсової динаміки у 1996 – 1997 роках мала боргову природу. Домінування пропозиції іноземної валюти над її попитом забезпечувалось лише завдяки реалізації короткострокових ОВДП Міністерством фінансів України серед нерезидентів, тобто нарощуванню зовнішньої державної заборгованості, яка носила короткостроковий характер, термін погашення якої припадав на 1998 рік [160]. Саме проблема з погашенням короткотермінового зовнішнього державного боргу з одночасним проведенням інтервенцій на підтримку курсу гривні, в умовах кризи світової фінансової системи, за якої суттєво підвищився попит на американські долари, як світову резервну валюту та посилювався відтік коштів нерезидентів із вітчизняної економіки, фактично була головною причиною скорочення резервів Національного банку України, нарощення значного девальваційного потенціалу та, як наслідок, дестабілізації курсової динаміки вітчизняної валюти, яка знецінилась у 1998 році на 80% щодо долара США.

Четвертий етап (початок 1998 року – кінець 1999 року). Характерною ознакою даного періоду була масштабна девальвація курсу гривні щодо долара

США. У 1998 – 1999 роках гривня знецінилась у 2,7 рази. Основними передумовами значного її знецінення на даному етапі були негативний вплив зовнішніх чинників, а також прорахунки у валютно-курсовій політиці. Як свідчить практика, застосування режиму валютного коридору впродовж 1997 року було ефективним і передбачало створення умов для припливу іноземного капіталу у вітчизняну економіку. Проте, подальше його застосування призводило лише до втрати валютних резервів, оскільки параметри горизонтальних валютних коридорів, які встановлювались впродовж 1998-1999 рр., не відповідали тенденціям в динаміці валютного курсу.

Отже, прорахунки у валютно-курсовій політиці поряд із фінансовою кризою на міжнародних ринках, зумовили загострення проблеми фінансової безпеки України у 1998 році, про що свідчили:

- девальвація національної грошової одиниці на 80% (див. табл. 2.1.) відносно долара США, яка виступала базовим фактором посилення інфляційного тиску і росту внутрішніх споживчих цін, оскільки спостерігалось зниження темпів приросту грошової маси, який на кінець 1998 року становив 25%;
- скорочення обсягу міжнародних резервів до 0,75 млрд. дол. США, що відповідало фінансуванню імпорту товарів й послуг майбутнього періоду лише впродовж трьох тижнів і забезпечувало тільки 30% грошової бази та вказувало на загрозу подальшої девальвації національної валюти в майбутньому, та як наслідок падіння довіри до неї.

Так, скасування обов'язкового продажу 50% виручки іноземної валюти експортерами у другій половині 1997 року, стало однією із причин породження кризи міжнародної ліквідності України та девальвації національної грошової одиниці у 1998 році.

Сумніви нерезидентів щодо спроможності України виконувати власні зобов'язання за ОВДП наприкінці жовтня 1997 року викликали зменшення іноземних інвестицій у вітчизняні цінні папери, які на той час були основним джерелом поповнення валових міжнародних резервів, та репатріацію зарубіжного капіталу, внаслідок чого попит на валюту на УМВБ у чотири рази перевищив пропозицію [226].

Тому, дефіцит іноземної валюти, в умовах азійської та російської фінансово-валютної кризи призвів до нових курсових коливань.

Незважаючи на значні інтервенції, негативне сальдо яких станом на 31.12.1997 року становило 887 млн. дол. США, та втрати валютних резервів Національним банком України, гривня не утрималася в межах валютного коридору і його довелося постійно розширювати. Так, у період з жовтня 1997 року до грудня 1999, після узгоджень із Міжнародним валютним фондом (МВФ), ширина валютного коридору змінювалась 5 разів (жовтень 1997 р.: 1,7 – 1,9 гривні за 1 долар США; листопад 1997 р.: 1,75 – 1,95; січень 1998 р.: 1,85 – 2,25; вересень 1998 р.: 2,5 – 3,5; лютий 1999 р.: 3,4 – 4,6). Внаслідок інтервенцій валютні резерви із 2,34 млрд. дол. США на кінець 1997 року скоротились більш ніж утричі і становили 31.12.1998 року 0,75 млрд. дол. США [227]. Темп депреціації курсу вітчизняної валюти становив 80% і на кінець 1999 року досягнув 174,7 % порівняно з 1997 роком (див. табл. 2.1.).

Стрімка девальвація гривні на даному етапі фінансової трансформації стала основним фактором зростання поточних цін, які за 1998 рік підвищились на 20%.

Така ситуація, що характеризувалась суттєвим підвищенням попиту на іноземну валюту у зв'язку із від'ємним сальдо торговельного балансу, що перевищувало 1 млрд. дол. США, відтоком коштів іноземних інвесторів з українського ринку ОВДП та настанням строків повернення зовнішнього державного боргу, вимагала вжиття антикризових заходів, спрямованих на забезпечення фінансової безпеки держави.

За таких умов НБУ проводив жорстке валютне регулювання, таким чином відновивши обов'язковий продаж валютної виручки експортерами¹, припинивши торгівлю на валютній біржі та заборонивши комерційним банкам в межах роботи торгової сесії здійснювати одночасну купівлю та продаж валюти.

Таким чином, з метою досягнення фінансової стабільності та макроекономічної рівноваги в цілому у 1999 році точились дискусії навколо

¹ У червні 1997 року, в зв'язку із значними надходженнями іноземних інвестицій у ОВДП, було скасовано 50% норму обов'язкового продажу валюти експортерами, що була запроваджена в Україні у 1993 році.

проблеми вибору ефективного режиму валютного курсоутворення, що було спричинене усвідомленням негативного впливу зовнішніх шоків в умовах застосування фіксованого режиму валютного курсу та його різновидів і нездатністю через дефіцит валютних резервів, низький рівень кредитоспроможності підтримувати тривалу його фіксацію й неспроможністю визначати курсове співвідношення прив'язки.

І зокрема С. Тигипко, О. Шаров висловлювались за необхідність скасування валютного коридору та переходу до “вільного плавання” гривні або до режиму повзучої прив'язки, що забезпечить стабілізацію валютного курсу, приплив й нагромадження міжнародних резервів НБУ, які знекровлені та перебувають у дефіциті, сприятиме розвитку валютного ринку й зниженню арбітражних операцій [15; 227].

У свою чергу, представники Національного банку України вважали, що за умов вільного курсоутворення нестабільність гривні буде значнішою, ніж у промислово розвинутих країнах, у яких застосовується режим вільного плавання і призведе до карколомного падіння курсу національної валюти та зростання інфляції.

Експерти стверджували, що даний режим є неприйнятним для України, оскільки потребує скасування адміністративних заходів, спрямованих на регулювання операцій з іноземною валютою та використання ринкових інструментів, і зокрема облікової ставки, застосування якої є неефективним в умовах низького рівня розвитку фінансових ринків у державі.

Тому, у лютому 1999 року, з метою створення запасу міцності національної грошової одиниці, в умовах неспроможності центрального банку здійснювати інтервенції для підтримки її курсу, було розширено межі валютного коридору із 3,4 до 4,6 грн. за долар США і взято курс на лібералізацію валютного ринку держави.

Таким чином, уже в березні 1999 року, Національний банк України задекларував перехід до регульованого курсу. Проте, зняття валютних обмежень у березні 1999 року, окрім обов'язкового продажу 50% експортної виручки й проголошення лібералізації валютного ринку, поряд із суттєвим збільшенням

грошової маси (на 41% у 1999 році) у зв'язку із нестабільною політичною ситуацією напередодні виборів, викликали подальшу девальвацію гривні, яка лише у поточному періоді девальвувала відносно долара США на 8,37%, та, як наслідок, вихід обмінного курсу за межі діючого валютного коридору [10].

П'ятий етап (початок 2000 – кінець 2007 року). З метою підвищення рівня фінансової безпеки України на початку 2000 року постала необхідність перегляду валютно-курсової політики. Тому, у 2000 році НБУ, оголосивши курс на досягнення стабільності національної грошової одиниці та відновлення довіри до неї, здійснив перехід до режиму плаваючого обмінного курсу. У той час, згідно переконань представників Кабінету Міністрів України і Національного банку України, 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 товаровиробників, рентабельність підприємств та збереження валютних резервів [90].

Та, де – факто, банківський регулятор здійснив неофіційну прив'язку гривні до долара США на рівні 5,44 грн., занизивши при цьому її вартість і проводив жорстке валютне регулювання, валютні інтервенції на міжбанківському ринку з метою підтримки вищезазначеного курсу.

Так, завдяки проведенню інтервенцій Національним банком України на валютному ринку, курс гривні до американського долара упродовж 2000 року залишався стабільним. Проте, нестерилізовані доларові інтервенції зумовили зростання грошової бази у 2000 році на 40%, що негативно позначилось на темпах інфляції, які наприкінці поточного періоду становили 28,2% [227, с.404].

Проте, це була якісно інша політика, оскільки курс гривні, що підтримувався, виявився не завищеним, як раніше, а заниженим, що надало значні переваги вітчизняним експортерам, які на тлі поліпшення світової кон'юнктури на традиційні товари українського експорту змогли швидко наростити обсяги виробництва. Занижений курс гривні сприяв також розвитку імпортозаміщуючих виробництв. Починаючи із кінця 1999 року встановилось стійке позитивне сальдо торговельного балансу, відбулись якісні зміни в

реальному секторі економіки, радикальних перемін зазнала бюджетна політика (у 2000 – 2006 роках рівень дефіциту бюджету не перевищував 2% ВВП).

Поряд із тим, істотна недооцінка вітчизняної валюти та масштабні девальвації минулих років створили сприятливі умови для українських експортерів, підвищивши їх цінову конкурентоспроможність на світових ринках, що забезпечило зростання експорту, зведення зовнішньоторговельного балансу з профіцитом та, як наслідок, приплив іноземної валюти й, відповідно, зростання золотовалютних резервів до 1,4 млрд. дол. США в 2000 році і темпів приросту ВВП (до 5,9% у поточному періоді).

Так, у 1999 році імпорт зменшився на 19,1%, а експорт – усього на 3,2%, що зупинило тенденцію поглиблення від’ємного сальдо торгового балансу і забезпечило його позитивний рівень, що становив 5,5% ВВП [160, с.177]. За 2000 рік експорт товарів і послуг зріс на 20,3%, а імпорт – на 18,9%. Випереджаючі темпи приросту експорту над імпортом сприяли зведенню торговельного балансу з профіцитом, який становив у 2000 році 1132 млн. дол. США проти 0,9 млрд. доларів США у 1999 році [10].

У свою чергу, покращення поточного рахунку платіжного балансу позитивно позначилось на динаміці ВВП та його структурі. Зростання доходів від експорту та розвиток галузей, які виробляли імпортозаміщуючу продукцію, суттєво розширили фінансові можливості внутрішніх виробників в Україні, що призвело як до зростання виробництва, так і до значного збільшення платоспроможного внутрішнього попиту за рахунок зростання прибутку підприємств, доходів бюджету, населення та внутрішніх інвестицій. Тому, частка внутрішнього кінцевого споживання та інвестицій у ВВП після 1999 року постійно зростає. Якщо у 1999 році частка чистого експорту становила у ВВП 5,5%, а внутрішнє кінцеве споживання та нагромадження 94,5%, то в 2000 році ця пропорція була такою: 4,4% та 95,6%, а у 2007 році відповідно -5,6% і 105,6%.

Заниження валютного курсу забезпечило стимулювання не лише експорту й зростання експортної виручки¹, валових міжнародних резервів¹, але і

¹ Російський учений В. Маневич зазначає, що зростання експортної премії за рахунок девальвації курсу вітчизняної валюти є просто ілюзією, оскільки експортна премія виплачується експортерам покупцями іноземної валюти на внутрішньому ринку.

нарощення вітчизняного виробництва за рахунок падіння попиту на імпорт, його заміщення національною продукцією та заощаджень шляхом зниження внутрішнього споживання (абсорбції) [47].

Таким чином, досягти фінансової стабільності та економічного піднесення вдалось лише у 2000 році. Удосконалення системи валютного регулювання, проведення з метою підтримки конкурентоспроможного обмінного курсу активної політики валютних інтервенцій впродовж 2000 – 2005 років, для яких характерним було позитивне сальдо поточного рахунку платіжного балансу, забезпечили накопичення міжнародних резервів, сприяли зниженню історичної волатильності курсової динаміки, досягненню зовнішньої й внутрішньої стабільності національної грошової одиниці, яка слугувала надійним орієнтиром для вітчизняних підприємств, іноземних інвесторів та збалансованості фінансової системи, що є необхідною передумовою забезпечення фінансової безпеки держави.

У такий спосіб було підтримано процеси фінансового оздоровлення, уповільнення інфляції та початку економічного зростання, річні темпи якого становили від 6% до 12% (див. рис. 2.2.).

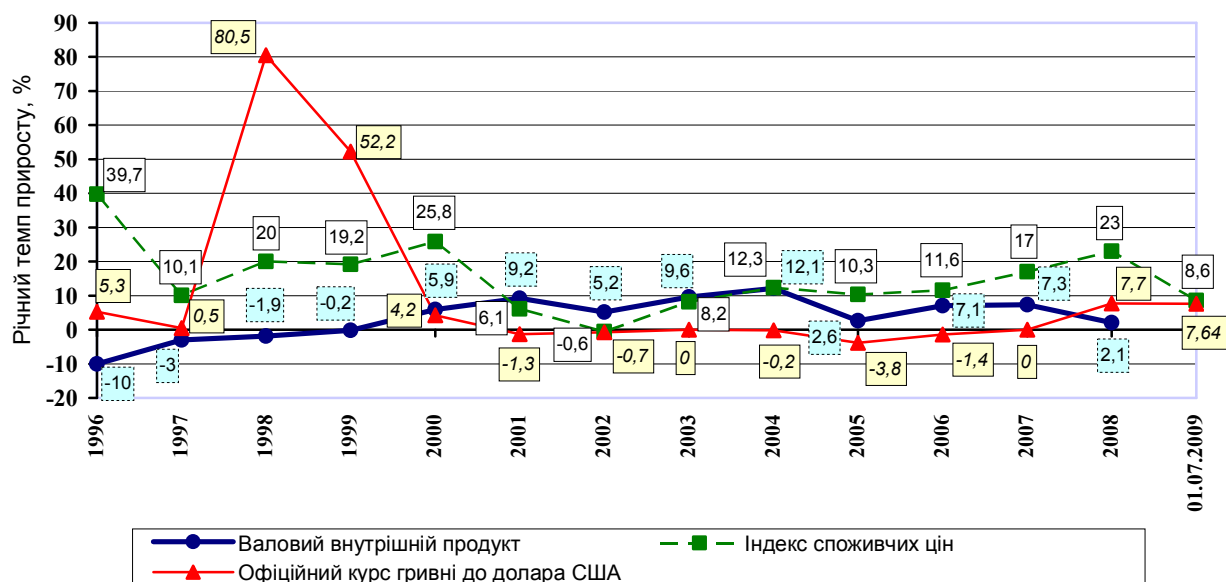


Рис. 2.2. Динаміка ВВП, індексу споживчих цін і курсу національної грошової одиниці

¹ Зарубіжні вчені наголошують, що нагромадження валових міжнародних резервів за рахунок розширення вітчизняного експорту, зниження внутрішнього попиту, зумовлених депреціацією курсу національної валюти, у середньостроковій перспективі негативно позначається на обсягах виробництва національних галузей економіки, нівелюючи, таким чином, позитивні ефекти, зумовлені девальвацією національної грошової одиниці.

Проте, варто зазначити, що девальвація національної грошової одиниці в Україні істотніше впливає на обсяги національного виробництва через реалізацію ефекту імпортозаміщення, і особливо у 1998 – 1999 роках, оскільки попит на вітчизняний експорт, для якого характерна сировинна спрямованість, володіє низькою ціновою еластичністю [47].

Так, у 1998 році знецінення гривні відносно долара США становило 80,5%, а інфляція – 20%. У 1999 році ці показники дорівнювали 52,2% та 19,2% відповідно. Така динаміка призвела до скорочення українського імпорту на 14% у 1998 році, при зниженні обсягів експорту на 13,4%. У 1999 році імпорт і експорт також скоротились на 19,1% та 7,3% відповідно. Такий односторонній рух вищезазначених показників, за умов значного поліпшення умов торгівлі, свідчить про неціновий попит на український експорт за кордоном, низьку еластичність попиту на продукцію, що імпортується в Україну та помітну залежність експорту від імпорту. Останнє пояснюється високою залежністю українського виробництва від імпорту, особливо енергоносіїв, питома вага на які є значною у собівартості української продукції, у тому числі спрямованої на експорт [89, с.195].

Із 2000 року, в умовах досягнення макроекономічної стабільності, валютно-курсова політика здійснювалась при значному тиску на ревальвацію курсу гривні. Тому, у 2001, 2002 та 2005 роках, в умовах дії режиму регульованого плавання, незважаючи на інтервенції Національного банку України на валютному ринку з купівлі іноземної валюти (див. рис. 2.3.), динамічне зростання монетарних агрегатів, світових цін на енергоносії, негативні результати в аграрному секторі, мала міцне ревальвація національної грошової одиниці, на 1,3%, 0,2% та 4% відповідно, яка, незважаючи на депресивний вплив апреціації курсу вітчизняної валюти на динаміку ВВП, особливо у 2005 році, зростання імпорту, знецінення валютних доходів експортерів й заощаджень населення, зниження зовнішньої конкурентоспроможності, пом'якшила негативну дію зовнішнього цінового чинника, дозволила уникнути екзогенних шоків та втримати інфляцію, призвела до зниження інфляційних очікувань,

забезпечила усунення панічних настроїв серед населення, ліквідувала негативний потенціал девальваційних очікувань.

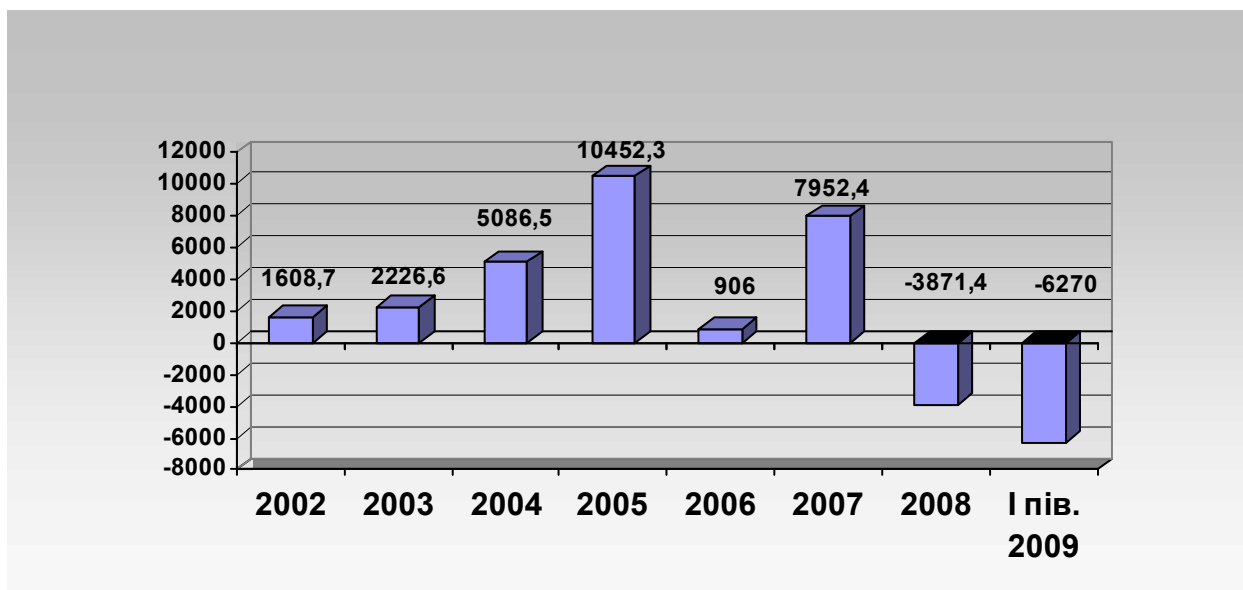


Рис. 2.3. Сальдо інтервенцій НБУ на валютному ринку держави (млн. дол. США)

У квітні 2005 року НБУ здійснив суттєву ревальвацію національної валюти на 2,7% (за підсумками року вона в цілому становила 4 – 5%) та переглянув параметри валютно-курсової політики, змінивши цільові зони коливання обмінного курсу із 5,27 – 5,31 до 5,10 – 5,15 за долар США. Відповідно у 2005 році зміцнився реальний ефективний обмінний курс (РЕОК) гривні, що погіршило цінові переваги вітчизняних товаровиробників і звузило їх частку на світових ринках. Характерною ознакою даного періоду було суттєве уповільнення темпів зростання експорту товарів, обсяги якого становили 35 млрд. дол. США (4,8% порівняно із 2004 роком) та зростання імпорту на 20,5%. Такий крок після тривалого утримання курсу як цінового якоря було сприйнято по-різному, що пожвавило дискусії щодо характеру валютно-курсової політики на перспективу [67, с.63].

Таким чином, валютно-курсова політика НБУ впливала на стан економічного розвитку країни за рахунок: утримання курсової стабільності, недопущення значного укріплення РЕОК.

Все це мало низку позитивних наслідків:

1) курсова стабільність забезпечила втримання інфляції, яка знизилась з 25,8% у 2000 році до 10,3% у 2005 році (у 2001 році темп приросту індексу споживчих цін становив 6,1%, а у 2002 році мала місце 0,6% дефляція);

2) зниження амплітуди коливань обмінного курсу національної грошової одиниці призвело до зниження облікової ставки з 27% на кінець 2000 року (упродовж 1993 – 1999 років облікова ставка коливалась від 300 до 16 пунктів) до 9% у 2005 році, а також здешевлення кредитування економіки та його зростання до 143433 млн. грн. (із 2000 року середні процентні ставки за кредитами в національній валюті скоротились із 37,17% до 16,2%);

3) зростання інвестиційного капіталу стало безпосередньою причиною збільшення частки інвестицій у ВВП – частка нагромаджень в основний капітал у ВВП збільшилась з 13,4% у 1999 році до 21% у 2005 році;

4) позитивним результатом утримання стабільності обмінного курсу й інфляційних очікувань стало зростання реальних грошових доходів населення, що забезпечило підвищення внутрішнього сукупного попиту і, відповідно, частки кінцевого споживання й заощаджень у ВВП;

5) стабілізаційна курсова політика разом із підтриманням стабільності реального ефективного обмінного курсу гривні позитивно вплинула також і на структуру зовнішньої торгівлі. А саме: зниження частки сировинних галузей та продуктів первинної переробки у загальній структурі експорту, і зокрема, чорних і кольорових металів та виробів із них із 41,9% у 2000 році до 38% у 2002 та 35,8% у 2004 роках; зростання питомої ваги галузей та продуктів промислового виробництва, і зокрема – машин, устаткування, транспортних засобів із 12% до 16% за період, що аналізується (2000 – 2005 рр.). Однак вище висвітлені зрушення не вплинули на переважаючу частку в експорті сировини і галузей продуктів первинної переробки. Що ж стосується товарної структури імпорту, то вона також зазнала позитивних змін. Зріс інвестиційний імпорт (машини, устаткування, транспортні засоби) із 17,6% до 27,8% за 2000 – 2005 роки;

6) необхідно також врахувати значні позитивні зрушення у динаміці міжнародних валютних резервів, які за 2000 – 2005 роки зросли у 13 разів та покращились їх якісні характеристики. Так, станом на кінець 2005 року резерви

Національного банку України відповідали покриттю імпорту упродовж 4,5 місяців і становили 125% зовнішнього державного боргу й 119,9% грошової бази у той час, як у 2000 році дані показники становили 22% і 48% відповідно [89].

Із 2005 року, у зв'язку із утриманням Національним банком України офіційного курсу гривні щодо долара США на рівні 5,05 грн./дол. США (за винятком січня – березня, у яких курс гривні коливався від 5,28 до 5,30 за долар США), спостерігалась подальша девальвація гривні стосовно євро та російського рубля (див. рис. 2.4.), які із 2000 року ревальвували щодо національної грошової одиниці на 57,4% та 18,5% відповідно, що було обумовлено укріпленням позицій останніх стосовно долара США на світовому валютному ринку.

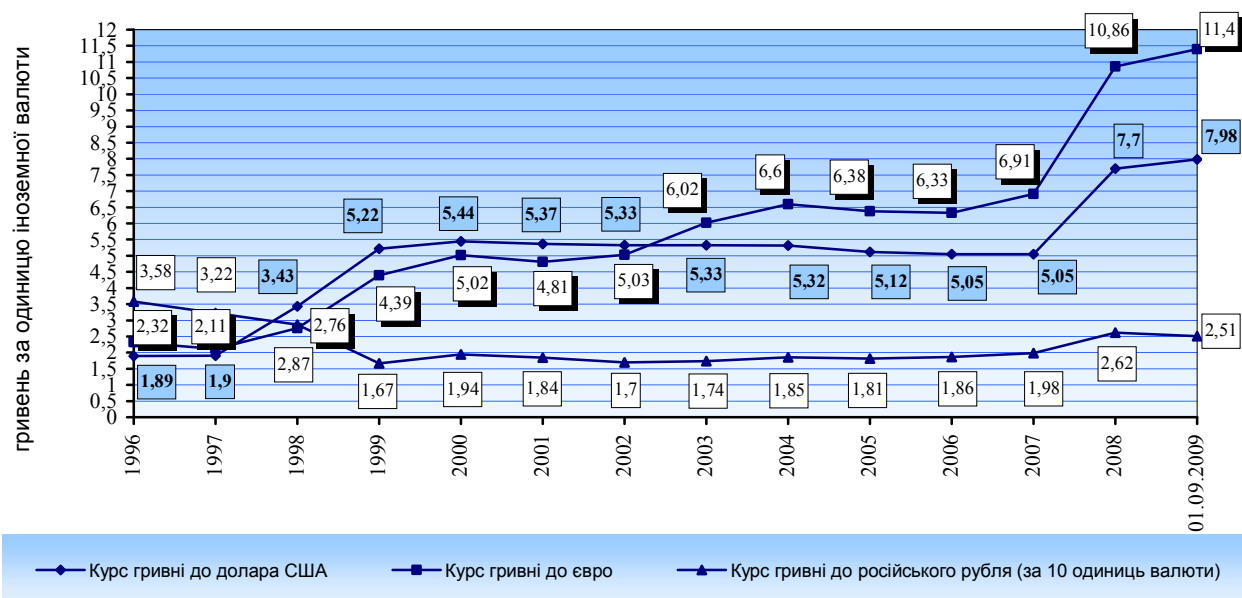


Рис. 2.4. Амплітуда коливань обмінного курсу національної грошової одиниці щодо долара США, євро та російського рубля

У 2006 році, в умовах ревальвації РЕОК (в середньому за період укріпився на 3,1%), зниження курсових переваг вітчизняних експортерів, мало місце подальше зростання експорту товарів та послуг на 13,2%, порівняно із базовим періодом. Проте, темпи приросту імпорту перевищували експорт, який зріс на 22% і становив 53,3 млрд. дол. США, що, в свою чергу, викликало формування від'ємного сальдо торговельного балансу у розмірі 3,6 млрд. дол. США. Однак рекордні за останні шість років обсяги притоку довгострокового капіталу

дозволили не лише компенсувати його дефіцит, але й збільшити резерви на 2 млрд. дол. США.

У 2007 році гривня подешевшала відносно євро на 9,6% та російського рубля на 6,4%. Наведені курсові зміни сприяли підвищенню конкурентної позиції вітчизняної продукції. Загальна ефективність останніх могла б виявитись суттєвішою, якби не прискорення інфляції в Україні порівняно з країнами – торговельними партнерами (див. табл. 2.2).

Таблиця 2.2
Рівень інфляції в США, Єврозоні, Росії та Україні (%)

<i>Період</i>	<i>США</i>	<i>Єврозона</i>	<i>Росія</i>	<i>Україна</i>
<i>червень 2007р.</i>	100,2	100,1	101,0	102,2
<i>липень 2007р.</i>	100,1	99,8	100,9	101,4
<i>серпень 2007р.</i>	99,9	100,1	100,1	100,6
<i>вересень 2007р.</i>	100,3	100,4	100,8	102,2
<i>жовтень 2007р.</i>	100,3	100,5	101,6	102,9
<i>За 2007 рік</i>	104,1	101,9	111,9	116,6
<i>червень 2008р.*</i>	105,0	104,0	115,1	129,3
<i>вересень 2008р.*</i>	104,9	103,6	115,0	124,6
<i>За 2008 рік</i>	100,1	101,6	113,3	122,3
<i>січень 2009р.*</i>	100,0	101,1	113,4	122,3
<i>лютий 2009р.*</i>	100,2	101,2	113,9	120,9
<i>березень 2009р.*</i>	99,6	100,6	114,0	123,1

Примітка: * - Зміна в річному обчисленні.

Джерело: Аналітична записка “Про стан на валютному ринку у жовтні 2007 року” [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.me.gov.ua/>; Бюлетень Національного банку України. – 2008. - №9 – 12.; Бюлетень Національного банку України. – 2009. - №1 – 6.

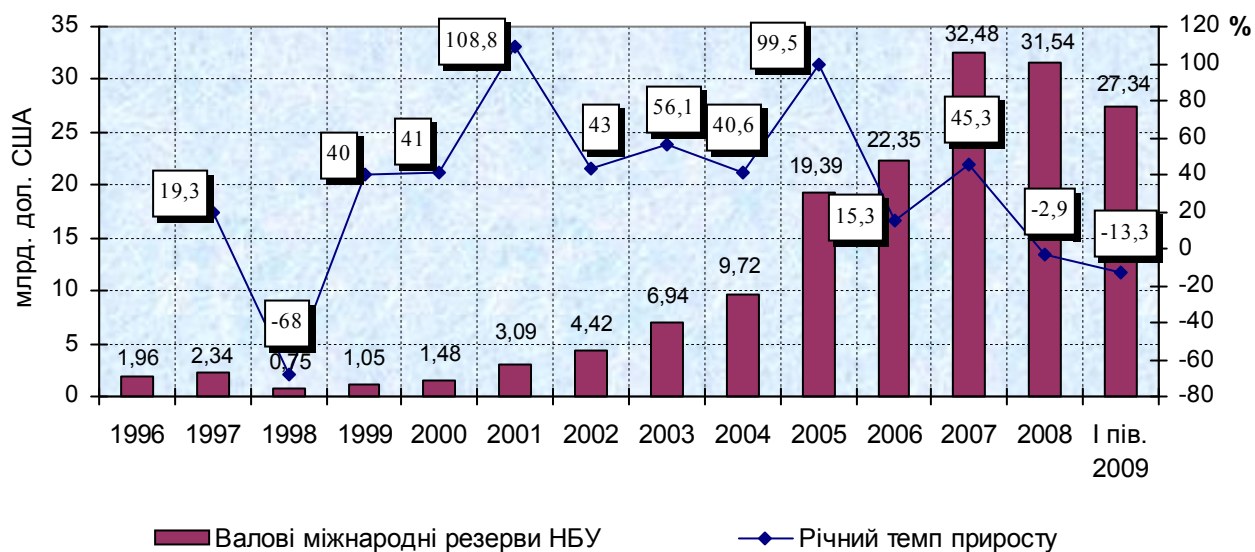
У 2007 році, в умовах ревальвації реального ефективного обмінного курсу (РЕОК), яка становила у жовтні 2,05% (у цілому за рік 6%)¹, мало місце зниження курсових переваг вітчизняних експортерів².

Незважаючи на апреаціацію реального ефективного обмінного курсу у 1 півріччі 2007 року на 2,56%, несприятливу кон’юнктуру на зовнішніх ринках, політичну невизначеність, зростання імпорту та подальшого його превалювання над експортом, сальдо інтервенцій НБУ виявилось позитивним (7,9 млрд. дол. США) (див. рис. 2.3.), що сприяло нагромадженню валових золотовалютних

¹ Ревальвація реального ефективного обмінного курсу в Україні у 2007 році була зумовлена вищим рівнем інфляції в державі порівняно з країнами – основними торговельними партнерами та перевищенням її темпів над девальвацією національної грошової одиниці.

² Однак, враховуючи високі ціни на зовнішніх ринках, ревальвація РЕОК суттєво не вплинула на прибутковість експортних операцій.

резервів держави, темпи приросту яких були вражаючими та забезпечили укріплення позицій національної грошової одиниці (див. рис. 2.5.).



Примітка: Розроблено автором на основі розрахунків проведених за даними розміщеними на Інтернет – сторінці Національного банку України – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/Fin_ryn/Pot_tend_v/2008/2008.zip.

Рис. 2.5. Міжнародні резерви Національного банку України у 1996 – I півріччі 2009 рр.

Починаючи із дуже низького рівня – 1 млрд. дол. США, вони досягли 32,48 млрд. дол. США (станом на 31.12.2007р.). Зростання міжнародних валютних резервів сприяли і підвищенню показників, які виступають індикаторами раннього попередження про зміну курсу національної валюти, а саме коефіцієнтів покриття грошової бази та тижнів майбутнього імпорту валовими резервами.

Так, зростання фізичної величини валових резервів НБУ, зниження темпів приросту грошової бази, призвели не лише до збільшення покриття грошової бази резервами у жовтні 2007 року до 122,97 %, але й сприяло забезпеченню фінансування майбутнього імпорту впродовж п'яти місяців, таким чином засвідчуючи про низьку імовірність дестабілізації валютного курсу в майбутньому.

Отже, проведений аналіз державного регулювання валютного курсу упродовж 1992 – 2007 рр. свідчить про вагомий внесок Національного банку України в розбудову збалансованої фінансової системи держави. Так, за роки незалежності вдалось:

- подолати перманентну девальвацію, і зокрема 700% депреціацію, яка спостерігалась до 1995 року та провести грошову реформу й запровадити власну національну грошову одиницю;
- досягти курсової стабільності та підтримки курсу гривні на заданій траєкторії;
- подолати надмірний попит на іноземну валюту, який із здобуття незалежності до 2000 року перевищував її пропозицію;
- наростити міжнародні валютні резерви;
- підвищити довіру до національної грошової одиниці та забезпечити стале економічне зростання.

Шостий етап (2008 – даний час). Період світової фінансово-економічної кризи, за якої економіка України виявилась надзвичайно вразливою внаслідок значної залежності від світових цін на сировинні товари, суттєвого зростання споживання, дефіциту торгового балансу, валового зовнішнього боргу держави, високої інфляції та, відповідно, погіршення конкурентоспроможності.

Починаючи із другої половини 2005 року, у якому економіка України була визнана економікою ринкового типу, що, у свою чергу, зумовило стрімкий притік капіталу у країну, та, як наслідок, призвело до суттєвого тиску на зміцнення обмінного курсу національної валюти, НБУ з метою підтримання цінової конкурентоспроможності та курсу гривні до долара США на стабільному рівні, проводив інтервенції до серпня 2008 року із купівлі іноземної валюти на міжбанку.

Поряд із цим, м'яка фіскальна політика, яка мала своїм наслідком перевищення темпів зростання оплати праці над темпами зростання її продуктивності, що суттєво посилило інфляційний тиск та погіршило цінову конкурентоспроможність економіки, разом із динамічним розвитком споживчого кредитування та суттєвим зміцненням реального обмінного курсу¹, посилила попит на товари іноземного виробництва, що зумовило приховане фінансування

¹ Укріплення РЕОК за рахунок прискорення інфляції в Україні, спричинивши вичерпання післякризового запасу цінової конкурентоспроможності у грудні 2001 року, призвело до зростання від'ємного сальдо торговельного балансу, за рахунок уповільнення темпів зростання експорту та прискорення імпорту.

іноземних виробників, формування від'ємного сальдо поточного рахунку платіжного балансу із 2006 року та девальваційного потенціалу.

Та незважаючи на негативні тенденції у динаміці поточного рахунку платіжного балансу, банківський регулятор продовжував проводити політику інтервенцій на міжбанківському валютному ринку у першій половині 2008 року, спрямованих на недопущення апреціації курсу гривні, в умовах перевищення пропозиції іноземної валюти над попитом, за рахунок надходжень прямих іноземних інвестицій та середньо – і довгострокових залучень на зовнішніх фінансових ринках, зокрема банківським сектором, що було обумовлено, з одного боку високим внутрішнім попитом економіки на кредитні ресурси, а, з іншого, - експансією на український ринок іноземних банків і відповідним нарощенням кредитування дочірніх установ від материнських банків, та наповнення валових міжнародних резервів держави.

Проте, у травні 2008 року, в умовах стрімких темпів інфляції, яка досягла свого піку в 31,1% у річному вимірі, та зростання валютних дисбалансів, породжених проведенням політики підтримки курсової стабільності, що призвело до зміцнення очікувань економічних агентів стосовно стабільності обмінного курсу в майбутньому, в умовах вільного доступу до іноземних ресурсів, НБУ було переглянуто валютно-курсову політику держави та, як наслідок, здійснено перехід до більш гнучкого курсоутворення шляхом обмеження участі банківського регулятора на УМВР. За таких умов, при суттєвому перевищенні пропозиції іноземної валюти над її попитом, гривня укріпилась відносно американського долара на 4%.

Та, уже у вересні 2008 року, в умовах загострення світової фінансово-економічної кризи та недостатньої конкурентоспроможності вітчизняних товаровиробників, як на зовнішньому, так і внутрішньому ринках, надмірної енергоємності вітчизняного виробництва, недостатньої ефективності використання зовнішніх запозичень, бюджетних диспропорцій, що провокувалися високими соціальними зобов'язаннями держави та повільними інвестиціями в основний виробничий капітал і формування на цій основі стійких товарних дефіцитів й одночасного прискорення інфляції, постійних дискусій

посадових осіб і політичних діячів, намітилась тенденція до девальвації гривні, яка, незважаючи на антикризові заходи виконавчих органів, продовжується.

2.2. Валютно-курсова політика та монетарні ефекти її реалізації

В умовах поглиблення економічної інтеграції, за якої курс національної грошової одиниці виступає засобом інтернаціоналізації грошових відносин, забезпечує цінове порівняння розвитку структурно-товарних елементів країн, вартісний перерозподіл, та як стверджує Дж. Сорос: "... суттєво впливає на фундаментальні умови розвитку держав", тобто темпи економічного зростання, рівень цін, обсяг грошової маси, стан торговельного балансу та ін., привертає до себе увагу проблема валютно-курсової політики держави, метою якої є досягнення та підтримка обмінного курсу, який сприяє розвитку стабілізаційних процесів у економіці, покращенню сальдо платіжного балансу та підтримці конкурентоспроможності вітчизняних товарів на світових ринках.

У системі державного регулювання економіки виділяють сукупність заходів, які проводяться центральним банком у сфері грошового обігу і валютних відносин. Зазвичай виділяють дві форми заходів державного регулювання – дисконтну та девізну валютну політику, які проводяться з метою впливу на параметри грошового й валютного ринків для досягнення стабільності національної грошової одиниці та оптимального її курсу, щодо валют, по відношенню до яких здійснюється котирування [38].

Найпоширенішою формою реалізації валютно-курсової політики в Україні є девізна політика, яка полягає у регулюванні процесу курсоутворення шляхом купівлі – продажу Національним банком України іноземної валюти, що виконує роль резервного активу. Так, з метою зниження (підвищення) вартості національної грошової одиниці, центральний банк держави проводить валютні інтервенції з купівлі (продажу) іноземної валюти¹.

¹ Валютна інтервенція, як інструмент реалізації валютно-курсової політики держави, широкого поширення набула у XIX ст. в Росії та Австро – Угорщині, а у XXст., в період економічної кризи 1929 – 1933 рр., застосовувалась центральними банками країн Америки і Європи (США, Канади, Великобританії, Франції, Італії) з

Окрім того, варто зазначити, що валютні інтервенції здійснюють вплив на курсову динаміку, як через зміну грошової маси та відсоткових ставок, так і через зміну очікувань економічних агентів.

Згідно переконань Яніни Белінської, в умовах дії плаваючого режиму курсоутворення, на відміну від фіксованого, валютна інтервенція виступає короткостроковим інструментом курсової політики, оскільки, як зазначає учена, виходячи з розрахунків західних економістів, офіційні інтервенції знижують дводенні відхилення обмінного курсу майже на 2/3, тижневі – наполовину, місячні – лише на 8% [21].

В Україні даний інструмент реалізації курсової політики широкого поширення набув у 1997 році, із запровадженням режиму валютного коридору та використовувався для подолання надмірних флуктуацій обмінного курсу гривні щодо долара США і його підтримки в офіційно встановлених межах.

Підтримуючи курсову стабільність національної грошової одиниці шляхом проведення операцій на валютному ринку, НБУ суттєво впливає на кількість грошової маси в обігу, а у подальшому – і на величину сукупного попиту в економіці та обсяг вітчизняного виробництва (див. Додаток Ж).

Купівля іноземної валюти, яка проводиться з метою недопущення апреціації курсу вітчизняної грошової одиниці, викликаючи зростання монетарних агрегатів та зниження номінальної, а в подальшому – і реальної процентної ставки, стимулює сукупний попит й, у довгостроковій перспективі, виступає фактором економічного зростання. В умовах, коли реальні процентні ставки знижуються, знижується і альтернативна вартість інвестицій, відповідно кількість прибуткових інвестиційних проектів зростає, і тому виробничий інвестиційний попит підвищується. При зниженні відсоткових ставок, окрім зростання інвестиційних витрат підприємств, має місце і зростання приватних споживчих витрат й витрат органів державної влади.

Отже, інтервенції Національного банку України, які спрямовані на усунення ревальваційного потенціалу, зумовлюючи зростання грошової маси, зниження відсоткових ставок, сприяють зростанню внутрішньої абсорбції, в умовах

метою створення умов для валютного демпінгу. У рамках Бреттон - Вудської валютної системи, валютна інтервенція систематично проводилась з метою підтримки фіксованих валютних курсів [139].

незмінності внутрішніх споживчих цін і цін виробників, та розширенню сукупного випуску продукції.

Зростання грошової маси за рахунок проведення інтервенцій в умовах девальвації національної валюти, незважаючи на вплив капіталів через зниження процентної ставки, супроводжується покращенням торговельного балансу, зростанням чистого експорту та, як наслідок, – зростанням реального обсягу виробництва.

Проведення експансійної грошово-кредитної політики, поряд із політикою заниженого курсу національної грошової одиниці, зумовлюючи зниження ставки процента, збільшує курсову вартість цінних паперів, величину багатства їх власників за рахунок приросту капіталу та збільшення поточного споживання і національного продукту [219].

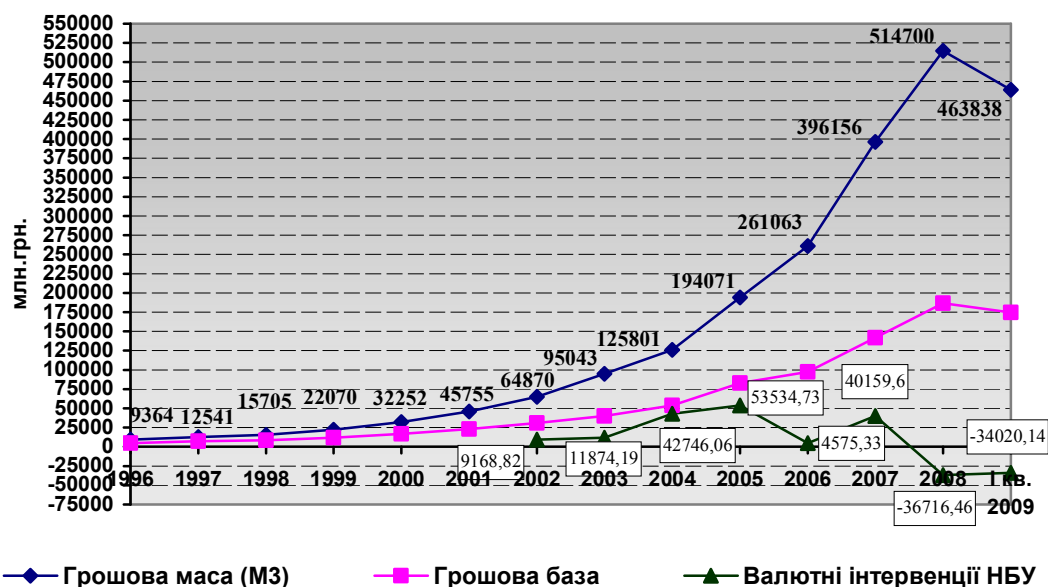
Ревальвація національної грошової одиниці, яка досягається завдяки продажу резервної валюти, окрім стримування інфляційних процесів, сприяючи зниженню витрат на погашення і обслуговування боргових зобов'язань держави, модернізації економіки (за рахунок здешевлення інвестиційного імпорту), підвищенню довіри до національної грошової одиниці, зменшенню витрат виробництва (в частині придбання імпортової сировини і комплектуючих), ліквідації диспропорцій у структурі експорту, розширенню внутрішнього ринку (в результаті посилення конкуренції з імпортом товарів) [246, с.128], викликає скорочення банківських депозитів, надлишкових резервів та кредитів, а в подальшому – скорочення інвестиційних витрат, сукупного попиту й національного виробництва.

Забезпечення фінансової безпеки держави вимагає аналізу та оцінки монетарних ефектів реалізації валютно-курсової політики, і зокрема її впливу на грошову масу, рівень цін у державі та доларизацію економіки, що становлять реальну загрозу фінансовій стабільності.

В Україні роль валютних інтервенцій, як інструменту зміни грошової маси в обігу посилилась із 2000 року, що було зумовлено запровадженням жорстких умов роботи міжбанківського валютного ринку після фінансової кризи 1998 – 1999 років, визначенням Національного банку України основним учасником торгів на ньому, запровадженням режиму регульованого плавання. Із другої половини 90 – х років ХХ

століття до 2000 року, в умовах проведення рестрикційної грошово-кредитної політики та відсутності монетарного права НБУ здійснювати купівлю – продаж резервної валюти на міжбанку, інтервенції не виступали визначальним джерелом поповнення грошової маси в обігу, а збільшення монетарних агрегатів проводилось через операції на відкритому ринку.

Як свідчить аналіз рис. 2.6. (детальніше див. Додатки 3, К), динаміка руху грошових показників у значній мірі збігається з динамікою руху валютних інтервенцій НБУ. Плавні лінії грошових агрегатів свідчать про проведення стерилізованих інтервенцій, які не викликають кількісних змін грошової маси в обігу, а зумовлюють лише структурні зміни часток внутрішніх і зовнішніх активів у портфелях економічних агентів [26].



Джерело: Розроблено автором на основі даних розміщених на Інтернет – сторінці Національного банку України - Доступ з: <http://www.bank.gov.ua/Statist/Money/mon.htm>; http://www.bank.gov.ua/Fin_gyn/Pot_tend_v/index.htm.

Рис. 2.6. Динаміка грошових показників та сальдо валютних інтервенцій НБУ у 1996 – I кв. 2009 рр.

Згідно досліджень, проведених М. Савлуком, із 1992 по 2005 рр. через здійснення валютних інтервенцій у грошовий обіг було спрямовано 60,6% грошової маси.

Емпіричний аналіз дає можливість зробити висновок, що упродовж 2002 – 2004 рр. Національним банком України через купівлю іноземної валюти на валютному ринку в грошовий обіг було направлено 80% грошової маси, і лише 20%

приросту грошового агрегату МЗ припадало на рефінансування комерційних банків та проведення операцій на відкритому ринку.

Так, у 2002 році частка інтервенцій НБУ у прирості грошової маси в обігу становила 48% (див. табл. 2.3).

Таблиця 2.3

Приріст широких грошей МЗ та частка інтервенцій НБУ у прирості грошової маси в обігу у 2002 – 2008 роках

Показники	2002	2003		2004		2005		2006		2007		2008	
		I кв.	II кв.	I кв.	II кв.	I кв.	II кв.	I кв.	II кв.	I кв.	II кв.	I кв.	II кв.
Грошова маса (МЗ) млн. грн.	64870	79034	95043	113971	125801	156339	194071	214136	261063	303016	396156	450000	514700
Приріст грошової маси у млн. грн.	19115	14164	16009	18928	11830	30538	37732	20065	46927	41953	93140	53844	64700
Сальдо інтервенцій НБУ у млн. грн.	9168,8	7247,9	4626,2	15320,9	11745,9	24009,9	29524,8	-7996,6	12572	17190,2	22969,4	14062,4	-5078,83
Частка інтервенцій НБУ у прирості грошової маси в обігу, у %	48	51,2	28,9	80,9	99,3	78,6	78,2	-39,9	26,8	41	24,7	26,1	-78,5

Джерело: Розраховано автором на основі даних розміщених на Інтернет – сторінці Національного банку України – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/Statist/Money/mon.htm>; http://www.bank.gov.ua/Fin_gyn/Pot_tend_v/index.htm.

Примітка: Сальдо інтервенцій НБУ: “+” - купівля іноземної валюти; “-” - продаж іноземної валюти.

За підсумками першого та другого півріччя 2003 року купівля іноземної валюти Національним банком України на суму 7247,93 та 4626,26 млн. гривень забезпечила зростання грошової маси на 51,2% і 28,9% відповідно (див. табл. 2.3).

За роки незалежності України найбільшу питому вагу у прирості грошових показників інтервенції становили у I – III кварталах 2004 року (див. Додаток Л).

У зв'язку із посиленням політичної нестабільності у другій половині 2004 року, викликаній президентськими виборами та зростанням чистого попиту на іноземну готівку і, відповідно, готівкового курсу долара із 5,29 грн. у серпні до 5,38 грн. у грудні поточного року [116], Національний банк держави, з метою недопущення значного знецінення гривні здійснював операції з продажу іноземної валюти. У результаті активної участі НБУ на УМВР, сальдо

інтервенцій виявилось негативним і становило за листопад – грудень 2004 року (-1477,5) млн. дол. США (7839,57 млн. грн.) (див. Додаток З), а величина широких грошей МЗ знизилась за даний період на 423 млн. грн. У четвертому кварталі 2004 р., частка інтервенцій НБУ у загальному обсязі приросту грошової маси становила лише 29,9% (див. Додаток Л).

Із скасуванням обов'язкового продажу валютної виручки експортерами у 2005 році роль валютних інтервенцій, як інструменту грошово-кредитної політики знизилась. За даний період (2005 – 2007 рр.), обсяг купівлі іноземної валюти відповідав 36,3% приросту грошової маси в обігу. У 2006 – 2008 рр. питома вага квартальних інтервенцій у прирості грошового агрегату МЗ коливалась від 66,2% до 6,5% (див. Додаток Л).

Слід зазначити, що масштабні інтервенції, які проводились НБУ із вересня 2008 року для підтримки фактично фіксованого курсу гривні до долара США, що на той час становив 4,85 грн./дол. ± 1 коп., в умовах зростання попиту на іноземну валюту, як за рахунок сезонного фактору (погашення зобов'язань за зовнішніми контрактами) так і через потребу у іноземній валюті НАК “Нафтогаз” й зниження довіри до політики НБУ та його впливу на процеси щодо підтримки цінової і курсової стабільності, в обмін на запропоновану комерційними банками національну валюту, призвели до автоматичного вилучення останньої з обігу, та, як наслідок, до дефіциту вільної ліквідності в банківській системі. За таких умов, рефінансування комерційних банків виступало інструментом компенсації вилученої гривневої грошової маси внаслідок продажу НБУ іноземної валюти на УМВР.

Таким чином, на відміну від попередніх років, у другій половині 2008 року операції з рефінансування становили значну питому вагу у прирості грошової маси в обігу. Так, у IV кварталі 2008 року темп приросту грошової маси становив 8% (38,7 млрд. грн.) при наданні кредитів рефінансування НБУ для підтримки ліквідності комерційних банків на суму 105,4 млрд. грн. Поточна ситуація в національній економіці свідчить, що однією з найактуальніших проблем сьогодення є стрімке зростання споживчих цін та цін виробників. В умовах сімнадцятивідсоткової споживчої інфляції та 23% інфляції цін виробників, яка

спостерігалась у 2007 році і їх зростання упродовж десяти місяців із 1 січня 2008 року на 18,0%¹ та 32,1% відповідно², ключовим завданням економічної, і зокрема – грошово-кредитної політики України виступає досягнення цінової стабільності.

Зниження темпів інфляції вимагає, перш за все, виявлення факторів, які впливають на механізм інфляційних процесів, і особливо оцінки впливу курсових коливань на цінову динаміку в державі, та їх подальшої локалізації.

Так, тривалий час у вітчизняній науці превальювали погляди монетаристів (І. Фішера, Я. Френкеля, М. Мусси та ін.), які стверджували, що інфляція є суто грошовим явищем, а динаміка цін визначається зміною кількості грошової маси та швидкості її обігу.

Ще у XVI – XVII ст., у час “революції цін”, іспанські теологи вперше пов’язували зростання цін із припливом дорогоцінних металів, і зокрема золота та срібла із американського континенту у Європу.

У XVIII ст. Д. Рікардо стверджував, що зростання цін на дорогоцінні метали та продукцію вітчизняного виробництва зумовлене надлишковою емісією. Проте, широкого поширення погляди про монетарний характер інфляції набули у 60 – х роках XX століття. На даному етапі економічного розвитку суспільства домінували погляди вчених – дослідників Дж. Сакса та Я. Карнаї, які, як першопричину інфляції розглядали дефіцит державного бюджету, джерелом покриття якого виступала грошова емісія, що зумовлювала зростання грошової маси в обігу та рівня цін у державі [106].

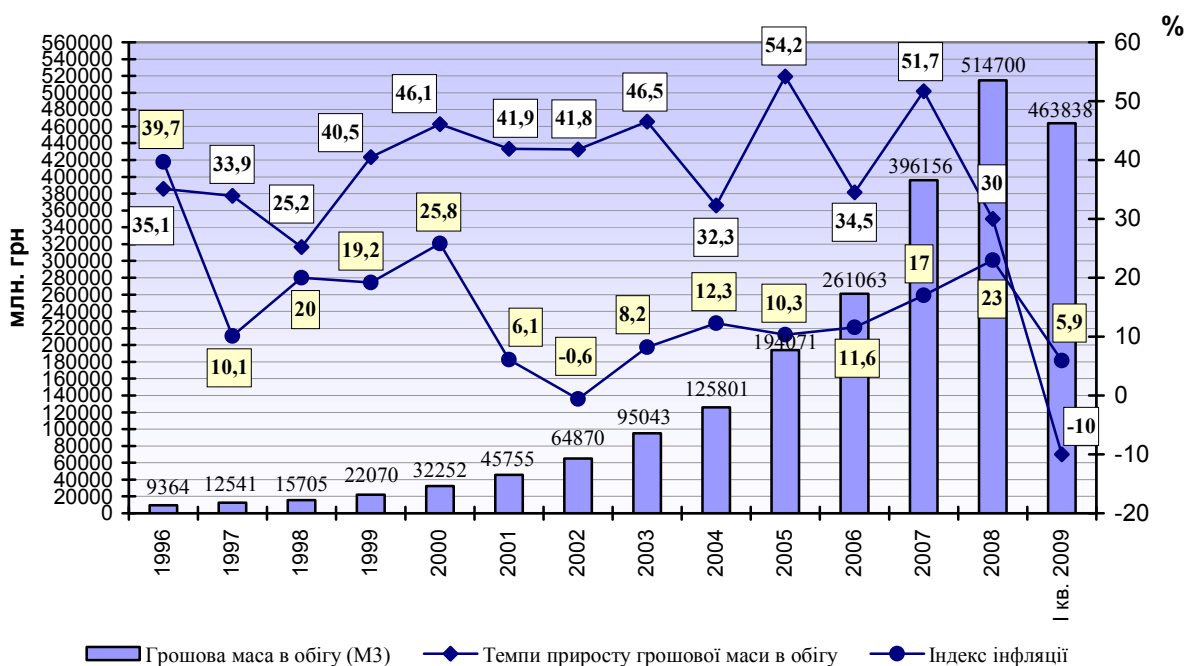
Проте в Україні, з 1996 року стійкий кореляційний зв’язок між інфляцією і темпами приросту грошової маси було втрачено (див. рис. 2.7.).

У 1996 році при 35% темпах приросту грошової маси, рівень інфляції в державі за поточний період становив близько 40%. Попри їх скорочення в Україні спостерігалось подальше зростання цін. Так, зниження темпів приросту грошової маси до 32% у 2004 році, при 47% у 2003 році, супроводжувалось підвищенням темпів приросту індексу споживчих цін з 8,2% до 12,3%. У

¹ Основними засадами грошово-кредитної політики на 2008 рік, схваленими рішенням Ради Національного банку України, передбачено утримання інфляції на рівні 9,6%.

² В квітні 2008 року, у річному вимірі споживча інфляція та інфляція цін виробників становили 30,2% та 37,6% відповідно.

відповідь на досить високі темпи зростання грошового агрегату М3, упродовж березня – вересня 2004 року від 3,9% до 7,2% за місяць, інфляція залишалась низькою, у межах 0,4 – 0,7%, а на різке скорочення грошей в обігу у жовтні (-3,1%) та листопаді (-0,8%), економіка відреагувала зростанням цін на 2,2% у жовтні, у листопаді на 1,6%, у грудні на 2,4% [246, с.128].



Джерело: Розроблено та розраховано автором на основі даних розміщених на Інтернет – сторінці Національного банку України – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/Statist/Money/mon.htm>; http://www.bank.gov.ua/Publication/Of_vydan/index.htm#Бюлетень Національного банку України.

Рис. 2.7. Темпи приросту грошової маси в обігу та рівня цін в Україні у 1996 – I кв. 2009 рр.

Аналогічна ситуація спостерігалась і в 2006 році (див. рис. 2.7.). В умовах 35% зростання грошової маси, що на 19,2% нижче порівняно з 2005 роком, спостерігалось зростання рівня інфляції із 10,3% до 11,6%. У 2004 – 2005 роках при зростанні грошової маси на 32,3% та 54,2% відповідно, спостерігалось зниження річних темпів інфляції із 12,3% до 10,3% річних.

І у 2007 році, збільшення грошової маси не мало вирішального впливу на формування інфляційної динаміки. По – перше, в структурі випуску грошей в обіг превалював викуп Національним банком України іноземної валюти на міжбанківському ринку і, як наслідок, частка емітованих коштів спрямовувалась не на споживчий ринок, а на поповнення оборотних коштів підприємств –

експортерів. По – друге, розширення грошової маси відбувалося за умов зростання депозитів фізичних осіб, що відволікало кошти населення від споживчого ринку. По – третє, завдяки активній діяльності банків з кредитування населення значна частка доходів громадян також відволікалась від споживчого ринку¹.

Незважаючи на різке скорочення темпів приросту грошової маси в обігу із 52% у 2007 році до 30% у 2008 році, мало місце подальше стрімке зростання цін. Виходячи із вище проведеного аналізу необхідно зазначити, що на даному етапі економічного розвитку України, грошова пропозиція, одним із основних джерел поповнення якої залишаються інтервенції НБУ, а з другої половини 2008 року і надання кредитів рефінансування, не виступає ключовим чинником інфляційних процесів. Проте, згідно емпіричних досліджень, проведених К. Каріщенком, зростання грошової маси на 1% за рахунок проведення нестерилізованих інтервенцій, зумовлює підвищення темпів інфляції на 0,06%.

Із 1995 року, в Україні однією із першопричин інфляції вважався також бюджетний дефіцит, одним із джерел покриття якого виступала грошова емісія. Згідно досліджень, проведених Р. Піонтківським, дефіцит Державного бюджету України упродовж 1995 – 2000 рр. мав статично значущий вплив на зростання цін². Однак, у післякризовий період, попри скорочення дефіциту бюджету, в українській економіці збереглися доволі високі темпи інфляції, які зазвичай визначались двозначним показником [28, с.9].

Тому, сьогодні загально визнаним є той факт, що окрім монетарних чинників, рівень інфляції визначають і немонетарні фактори, та зокрема: імпортована інфляція або інфляція витрат (зростання цін на імпортовані товари, в тому числі енергоносії), перевищення темпів підвищення заробітної плати над темпами зростання продуктивності праці (зростання грошових виплат населенню), швидкі темпи зростання попиту, політична нестабільність (урядові кризи, зміни Кабміну), високі інфляційні очікування, зміни стратегічних і тактичних орієнтирів економічної та валютно-курсової політик, відсутність

¹ Бюлетень Національного банку України – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/Publication/Of_vydan/index.htm.

² Piontkivsky, R. Barun, M. Kryshko and T. Sytnyk. The impact of the budget deficit on inflation in Ukraine. INTAS Research report 95 – 0273, 2001.

прозорі довгострокової валютної стратегії, і особливо динамічні коливання курсу національної грошової одиниці.

Найтісніший, з точки зору Я. Белінської, зв'язок між цінами і валютним курсом існує: по – перше, через конкурентоспроможність товарів і експортні надходження іноземної валюти, що формують співвідношення попиту і пропозиції на валютному ринку; по – друге, через грошову масу й процентні ставки в економіці; по – третє, через інфляційні очікування, які діють у напрямі девальвації національної грошової одиниці [21].

Згідно теорії “ефекту переносу”, як зазначає О. Береславська [26], курс національної грошової одиниці впливає на рівень цін через зміну: цін на імпортовану продукцію, попиту на товари вітчизняного виробництва, векторної спрямованості прямих іноземних інвестицій.

Так, апреціація (депреціація) курсу вітчизняної валюти, зумовлюючи зниження (зростання) цін на імпортовану продукцію, призводить до зміни рівня внутрішніх споживчих цін та цін виробників. У той же час, девальвація курсу національної грошової одиниці призводить і до зниження попиту на продукцію, що імпортується та його зростання на товари вітчизняного виробництва, таким чином викликаючи підвищення цін на внутрішньому ринку. У свою чергу, зарубіжні компанії, аби не втратити ринки збуту продукції при падінні попиту зумовленого девальвацією, переносять свою виробничу діяльність у країну, де спостерігається депреціація курсу, що веде до нагромадження інфляційного потенціалу.

Одна із форм впливу курсу національної грошової одиниці на інфляцію в державі відома під назвою “голландська хвороба”, яка передбачає зростання грошової маси внаслідок масштабного припливу в країну іноземної валюти, як результат значного розширення експорту, стійкого курсу національної валюти в умовах нестабільності валют інших країн [106].

Таким чином, центральний банк, здійснюючи валютно-курсову політику, яка полягає у виборі валютного режиму та регулюванні процесу курсоутворення, впливає не лише на динамічні коливання обмінного курсу, але й на рівень внутрішніх цін.

Згідно емпіричних досліджень, проведених Я. Белінською, у періоди кризових потрясінь темпи знецінення національної валюти перевищують темпи зростання цін у країні, але потім починається результативне прискорення інфляційних процесів на тлі відносної стабілізації обмінного курсу. У нестабільних економіках існує стійке перевищення темпів цінової динаміки над темпами девальвації обмінного курсу.

Інфляція в Україні, яка спостерігалась із 1996 року (див. табл. 2.4) у більшості випадків була обумовлена курсовою політикою Національного банку України, яка була спрямована на підтримку заниженого курсу гривні з метою захисту внутрішнього ринку, подолання дефіциту платіжного балансу і нагромадження золотовалютних резервів.

Таблиця 2.4

Динаміка рівня інфляції та змін обмінного курсу гривні відносно долара США у 1996 – I кв. 2009 рр.

Показники	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	I кв. 2008	II кв. 2008	III кв. 2008	IV кв. 2008	I кв. 2009
Курс гривні до долара США на кінець року	1,89	1,90	3,43	5,22	5,44	5,37	5,33	5,33	5,32	5,12	5,05	5,05	5,05	4,84	4,86	7,70	7,70
Номинальна зміна у % (-) – девальвація; (+) – ревальвація	-5,3	-0,5	-80,5	-52,2	-4,2	+1,3	+0,7	0	+0,2	+3,8	+1,4	0	0	+4,2	-0,4	-58,4	0
Індекс інфляції у %	39,7	10,1	20,0	19,2	25,8	6,1	-0,6	8,2	12,3	10,3	11,6	17	9,4	15,5	16,1	22,3	5,9

Джерело: Розроблено та розраховано автором на основі даних розміщених на Інтернет – сторінці Національного банку України – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/kurs/last_kurs1.htm; http://www.bank.gov.ua/Publication/Of_vydan/index.htm#Бюлетень Національного банку України.

Незважаючи на те, що в економічній літературі домінує думка, згідно якої зростання вартості національної грошової одиниці забезпечує зниження цін та уповільнення темпів інфляції, варто зазначити, з врахуванням накопиченого вітчизняного досвіду, що ревальвація національної валюти породжує “ефект храповика”¹ (ratchet effect), а отже, не призводить до уповільнення темпів інфляції в державі.

З одного боку, хоча ревальвація знижує вартість імпоротної складової споживчого кошика, проте зниження цін у цілому може і не відбутися,

¹ Апреціація обмінного курсу не викликає зниження цін, вони можуть залишатись незмінними або зростати, оскільки володіють високою гнучкістю лише в сторону підвищення. Експерти стверджують, що дефляція на рівні 2% спостерігається у країнах з ринковою економікою та 1% - у країнах, що розвиваються, за умови ревальвації курсу вітчизняної валюти на 10%.

наприклад, внаслідок бажання посередників збільшити прибутки, або здешевлення імпортованих товарів буде перекрыте підвищенням цін внаслідок зростання інфляційних очікувань чи підвищення цін на товари національного виробництва внаслідок зростання інфляції витрат [246].

Ревальвація обмінного курсу гривні, яка спостерігалась у період економічного зростання (2000 – 2007 рр.), (див. табл. 2.4) та була зумовлена припливом іноземної валюти й перевищенням її пропозиції над попитом, не сприяла зниженню темпів приросту рівня внутрішніх цін. Так, апреціація курсу гривні, особливо в 2005 й 2006 роках була одним із визначальних факторів подальшого зростання споживчих цін у 2006 – 2007 роках. Зміцнення позицій національної грошової одиниці, підірвавши довіру населення до долара США, як засобу нагромадження, спричинило вихід на внутрішній ринок валютних заощаджень домашніх господарств, зростання попиту та, відповідно, суттєве підвищення рівня внутрішніх цін.

Незважаючи на підтримку курсової стабільності гривні щодо долара США упродовж 2006 – 1 кв. 2008 років, темпи інфляції були досить високими, що стало наслідком не лише ревальвації, яка мала місце у попередніх періодах, високого рівня доларизації, подальшої девальвації вітчизняної валюти відносно європейської, але і проведення стимулюючої фіскальної політики, різкого збільшення обсягів соціальних трансфертів¹, високих темпів підвищення заробітної плати й зростання попиту, імпортованої інфляції², високих інфляційних очікувань (15,6%), зростання грошової пропозиції, незважаючи на проведення стерилізованих операцій Національним банком України, за рахунок масового припливу капіталу в умовах незмінності курсу гривні до американського долара.

Упродовж 1 кварталу 2008 року курсова політика залишалась незмінною, НБУ продовжував накопичувати міжнародні резерви. Однак, зважаючи на

¹ Проведення соціальної політики, спрямованої на підвищення мінімальних державних гарантій та виплати знецінених вкладів викликало підвищення заробітної плати працівникам бюджетної сфери на 44,8% у першому кварталі 2008 року, проти 12,8% у відповідному періоді минулого року та зростання трансфертів населенню на 124,1% [98].

² З початку року ціни на імпортований з Росії газ підвищились майже на 40%, а ціни на продовольчу продукцію за даними ООН у річному вимірі зросли на 57% [98].

необхідність стримування інфляції, центральний банк значно знизив свою участь на міжбанківському валютному ринку починаючи із середини квітня, внаслідок чого обмінний курс гривні до долара США на УМВР почав укріплюватись та, як результат, гривня ревальвувала до 4,84 за американський долар. За таких умов мало місце не лише уповільнення інфляції, але і 0,5% дефляція у липні 2008 року [98].

Як стверджують представники НБУ, зміцнення курсу гривні щодо американського долара на 4% у травні 2008 року, як наслідок надання курсовій динаміці більшої гнучкості¹ в умовах формування розбіжності між офіційним і ринковими курсами, забезпечило:

- зниження інфляції, зокрема через її імпорتنу складову² (за різними варіантами розрахунків інфляція знизилась на 3 – 4%);
- збереження купівельної спроможності усього суспільства – як населення, так і бізнесу, і не лише доходів поточного року, але й заощаджень минулих років, не менш, як на 3%;
- усунення перекосу між офіційним і ринковим курсами;
- зменшення “гепів” для банківської системи та бізнесу за валютами;
- обмеження притоку спекулятивного капіталу;
- зниження інфляційних очікувань (до 15,8% у III кварталі 2008 з 17,1% у II кварталі 2008 року);
- активізацію управління ризиками банків та суб’єктів господарювання;
- дозволило стримати бурхливий розвиток споживчого кредитування шляхом перенесення валютного ризику на споживача і кредиторів [7].

Емпіричний аналіз свідчить, що висхідний інфляційний тренд змінився на протилежний у червні 2008 року і на кінець III кварталу інфляція знизилась до 24,6% (з 31,1% у травні 2008 року).

Проте, слід зазначити, що це суто сезонний чинник, який спостерігається щороку.

¹ Як стверджують представники НБУ, у II кварталі 2008 року, мав місце перехід до більш гнучкого режиму обмінного курсу, а не ревальвація, під якою слід розуміти адміністративне встановлення обмінного курсу національної валюти до іноземної за режиму фіксованого або значною мірою керованого валютного курсу.

² За оцінками НБУ, зміцнення курсу на 1%, за інших рівних умов призводить до зниження інфляції на 0,3 – 0,5 в. п. за 1,5 – 2 роки.

Ще одним із монетарних ефектів реалізації валютно-курсової політики є доларизація економіки. Сімсотвідсоткова девальвація національної грошової одиниці, в певній мірі, як результат реалізації валютно-курсової політики держави та важкого економічного становища, у перші роки незалежності України, сприяла поширенню неофіційної доларизації вітчизняної економіки, що полягала у витісненні національної грошової одиниці стабільною іноземною валютою і проявлялась у валютному заміщенні та заміщенні активів і пасивів.

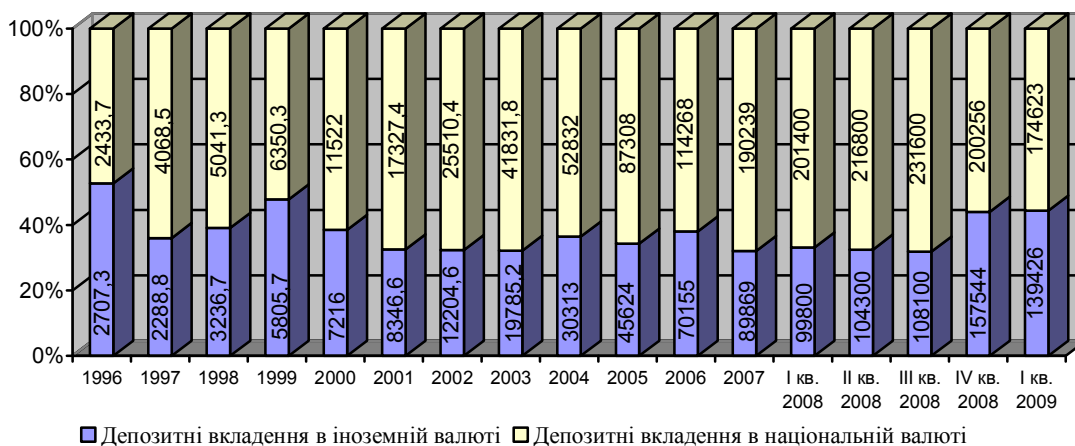
Паралельне використання іноземної валюти у внутрішньому грошовому обігу, як справедливо стверджував І. Лукінов “... підриває національні інтереси країни, сприяє незаконному відпливу капіталу за кордон, збіднює суспільство і державу, штучно знецінює і деформує структуру грошового обігу” [127], а також суттєво впливає на темпи інфляції, сприяє зростанню чутливості попиту до зміни процентної ставки і обмінного курсу, ускладнює регулювання грошово-кредитної сфери, сприяє зростанню коливань валютного курсу й призводить до втрати сеньйоражу.

В умовах економічної нестабільності, перманентної девальвації національної грошової одиниці, недовіри економічних суб'єктів до монетарної й курсової політик держави у 1992 – 1995 рр., спостерігалось валютне заміщення українського карбованця, купоно-карбованця американським доларом, який виконував функції засобу обігу, платежу та нагромадження, а рівень доларизації згідно методики МВФ становив: 48,9% у 1993 році, 56% - 1994 році, 34,6% - у 1995 році [25].

Незважаючи на те, що динаміка фінансової доларизації¹ має нисхідний характер (станом на 30.09.2008 р. даний показник становив 31,8%), її рівень все ще досить високий (див. рис. 2.8.). Тому, фаза “дедоларизації”, через яку економіка проходить у даний час, є далекою від завершення.

Проте, вже у жовтні 2008 року низхідний доларизаційний тренд змінився на протилежний, і за станом на 01.01.2009 року показник депозитної доларизації зріс до 44,0% із 31,8% у вересні 2008 року (на 12,2 в.п.).

¹ Аналізуючи рівень доларизації вітчизняної економіки, найчастіше говорять про відношення депозитів у іноземній валюті до загальної суми зобов'язань банків за коштами, залученими на депозитні рахунки фізичних і юридичних осіб.



Джерело: Розроблено автором на основі даних розміщених на Інтернет – сторінці Національного банку України – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/Fin_ryn/Pot_tend/index.htm.

Рис. 2.8. Зобов'язання банків за коштами, залученими на депозитні рахунки в національній та іноземній валюті (у млн. грн.)

Посилення напруги на фінансовому ринку України у жовтні 2008 року, у зв'язку із негативними тенденціями в розвитку світової економіки та штучно спровокованим посиленням недовіри до фінансового стану банків (що негативно позначилось на довірі громадян до банківської системи в цілому), зумовило вплив коштів з депозитних рахунків клієнтів, та, як наслідок, - зниження рівня монетарної ліквідності банківської системи.

Вилученню коштів із рахунків фінансових установ сприяло і укріплення позицій американського долара на вітчизняному валютному ринку. Так, у жовтні 2008 року обсяг депозитів у національній валюті скоротився на 9,3% до 210,1 млрд. грн., у той час, як вкладення юридичних і фізичних осіб в іноземній валюті зросли на 11,3% (або 12,2 млрд. грн.).

Проте, уже у листопаді, на грошово-кредитному ринку почали проявлятися певні ознаки зниження напруги, що відобразилося поступовим припиненням тенденцій до впливу коштів населення з банківської системи.

Так, незважаючи на зменшення вкладів населення у національній валюті у листопаді на 4,6 млрд. грн., у період із 26 листопада до 1 грудня щоденно фіксувалося їх зростання. За цей період вони збільшились на 1,7 млрд. грн.¹

Досягнення макроекономічної, і особливо, курсової стабільності у 2000 році, першопричиною якої була побудова оптимальної валютно-курсної стратегії, що

¹ http://www.bank.gov.ua/Fin_ryn/Pot_tend/index.htm.

передбачала перехід до режиму плаваючого валютного курсу, за умови збереження прив'язки до долара США, сприяли зростанню депозитних вкладень у національній валюті значно вищими темпами, ніж в іноземній валюті, що забезпечило зниження рівня депозитної доларизації (див. табл. 2.5, Додаток М), за винятком 2004 та 2006 років, для яких характерною була політична нестабільність, зумовлена проведенням президентських виборів і кризою владної коаліції (див. рис. 2.9.).

Таблиця 2.5

Темпи приросту депозитних вкладень та кредитів у економіку України в 1997 – I кв. 2009 рр. (у %)

Показники	1997	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	I кв. 2009
Темп приросту депозитів в національній валюті	67,2	26	81,4	50,4	47,2	64	26,3	65,3	30,9	66,5	5,2	-12,8
Темп приросту депозитів в іноземній валюті	84,5	79,4	24,3	15,7	46,2	62,1	53,2	50,5	53,8	28,1	75,3	-11,5
Темп приросту кредитів в національній валюті	26,6	11,7	84,9	49,9	54,4	61,7	29,4	58,8	52,4	72,6	40,4	3,3
Темп приросту кредитів в іноземній валюті	55,6	61,6	48,3	39,0	40,3	60,9	32,2	66,2	95,4	75,4	103,6	-6,3

Джерело: Розроблено та розраховано автором на основі даних розміщених на Інтернет – сторінці Національного банку України – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/Fin_ryn/Pot_tend/index.htm.

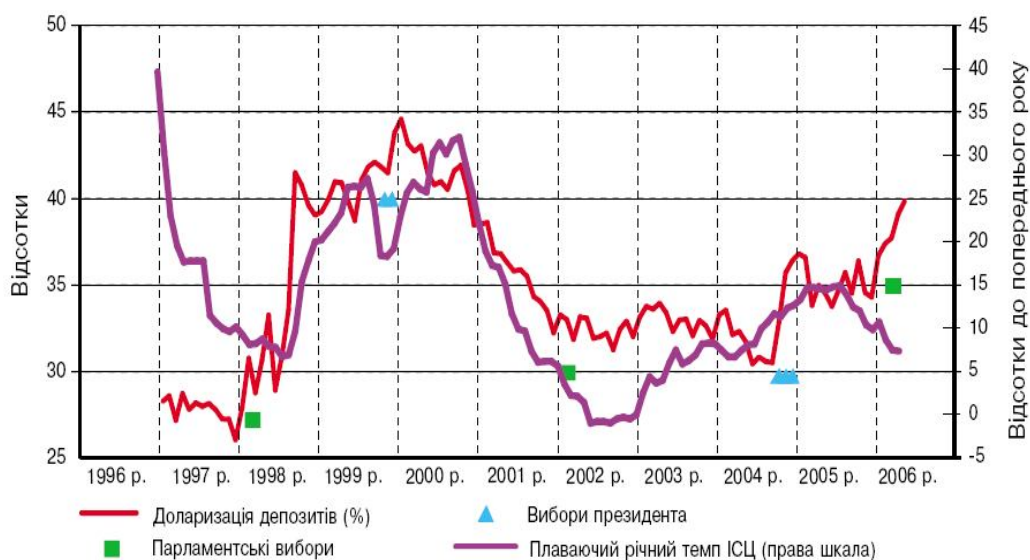


Рис. 2.9. Показник доларизації депозитів та плаваючий річний темп індексу споживчих цін [218, с.42]

За підсумками жовтня 2008 року, темпи приросту депозитних вкладень в іноземній валюті перевищили зростання вкладень в національній валюті на 12%. Відсутність довіри до НБУ щодо можливості підтримки курсової стабільності на

тлі укріплення позицій долара США щодо євро на світовому валютному ринку наприкінці III кварталу 2008 року спричинило появу тенденції до стрімкого нарощення вкладень в іноземній валюті (див. табл. 2.5, Додаток М). Тому, уже станом на 01.01.2009 року рівень депозитної доларизації досягнув 44,0%.

Так, упродовж 2000 – 2003 рр., частка депозитних вкладень фізичних і юридичних осіб в іноземній валюті у загальній сумі депозитних зобов'язань банків скоротилась із 38,51% до 32,11% (див. табл. 2.6, Додаток Н).

Таблиця 2.6

Динаміка рівня фінансової доларизації в Україні

Показники	1997	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	І кв. 2009
Зобов'язання банків за коштами залученими на депозитні рахунки фізичних і юридичних осіб (млн. грн.)	6357	12156	18738	25674	37715	61617	83146	132932	184423	280107	357800	316890
у тому числі:												
в національній валюті	4068,5	6350,3	11522	17327,4	25510,4	41831,8	52832	87308	114268	190239	200256	177275
в іноземній валюті	2288,5	5805,7	7216,0	8346,6	12204,6	19785,2	30313	45624	70155	89869	157544	139615
Депозитна доларизація (%)	36,0	47,8	38,5	32,5	32,4	32,1	36,5	34,3	38,0	32,1	44,0	44,0
Вимоги банків за кредитами, наданими в економіку України (млн. грн.)	7295	11787	19574	28373	42035	67835	88571	143433	245312	426927	733919	716545
у тому числі:												
в національній валюті	5194,8	5715,5	10568	15846,3	39561,4	39561,4	51201	81293	123877	213871	300132	310047
в іноземній валюті	2100,2	6071,5	9006	12526,7	17570,6	28273,6	37370	62140	121435	213056	433787	406499
Кредитна доларизація (%)	28,8	51,5	46,0	44,2	41,8	41,7	42,2	43,3	49,5	49,9	59,1	56,7
Питома вага депозитів в іноземній валюті у загальному обсязі кредитів в іноземній валюті (%)	109	95,6	80,1	66,6	69,5	70	81,1	73,4	57,8	42,2	36,3	34,3

Джерело: Розроблено та розраховано автором на основі даних, розміщених на Інтернет – сторінці Національного банку України – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/Fin_ryn/Pot_tend/index.htm.; http://www.bank.gov.ua/Publication/Of_vydan/index.htm#Бюлетень Національного банку України.

Позитивна тенденція до зменшення частки депозитів в іноземній валюті спостерігалась і у 2005 та 2007 роках. У 2007 році абсолютний приріст депозитних коштів на рахунках фізичних і юридичних осіб у національній валюті становив 66,5% та у 3,8 рази перевищував їх приріст в іноземній, що сприяло зниженню рівня депозитної доларизації, яка на кінець поточного періоду становила 32,1%.

Зростання рівня доларизації депозитів із 2000 року мало місце лише у 2004 та 2006 роках і певним чином було пов'язано з тенденціями на світових ринках

та невизначеністю економічних агентів щодо подальшого обмінного курсу гривні щодо долара США.

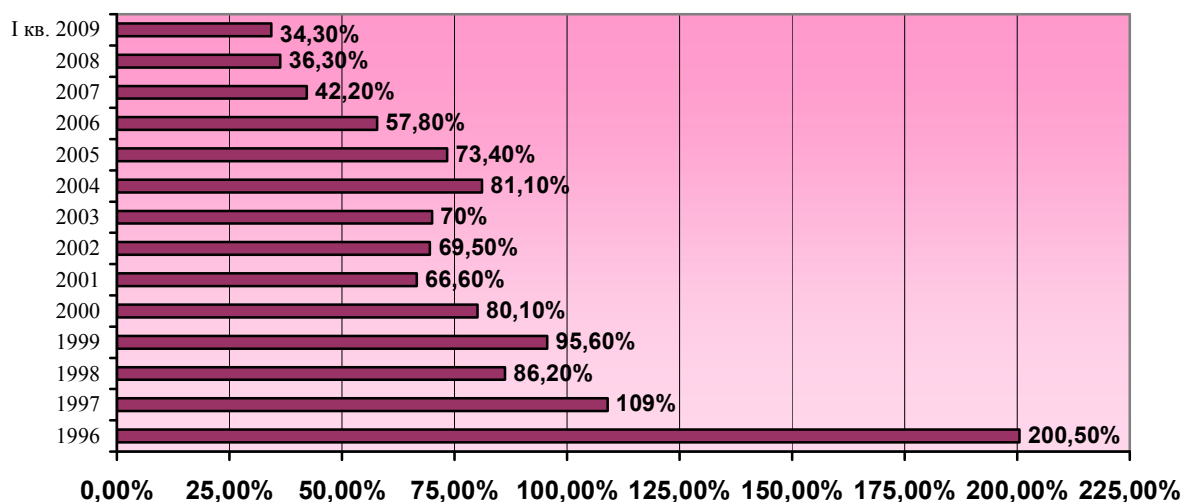
Як уже було зазначено вище, внаслідок світової фінансово-економічної кризи, що відчутно позначилась на подіях в економіці та фінансовому ринку України і дії внутрішніх чинників (зростання амплітуди курсових коливань та, як наслідок, падіння довіри до національної грошової одиниці), рівень депозитної доларизації вітчизняної економіки у 2008 році зріс до 44,0%.

Іншим формальним показником, який характеризує рівень доларизації економіки, є частка кредитів в іноземній валюті у загальному обсязі кредитів в економіку. На відміну від позитивних тенденцій до 2008 року у валютній структурі зобов'язань банків за коштами, залученими на рахунки фізичних і юридичних осіб, динаміка даного індикатора із 2004 року свідчить про загострення проблеми доларизації та відповідно фінансової безпеки вітчизняної економіки. Упродовж 2004 – 2007 рр. загальна сума вимог банків за кредитами, наданими в економіку України у іноземній валюті зросла у 5,7 разів і на кінець 2007 року становила 213056 млн. грн., а середньорічні темпи приросту коливались від 32,3% до 95,4% (див. Додатки М, Н).

Вищезазначена тенденція продовжувалась і у 2008 році, у якому темпи приросту кредитів в іноземній валюті станом на 31.10.2008 року становили 60% і перевищували темпи приросту депозитів в іноземній валюті на 26,2%.

У числі ключових проблем економіки України перебуває зростаючий попит на кредити в іноземній валюті, який породжує дисбаланс у співвідношенні зобов'язань і вимог банків в іноземній валюті, і як зазначають В. Міщенко та А. Сомик, створює загрозу для фінансової стійкості банківської системи, оскільки такі дисбаланси свого часу стали причиною фінансових криз у країнах Латинської Америки й Азії [163].

Так, якщо питома вага депозитів в іноземній валюті у загальній сумі вимог за кредитами банків, наданих фізичним і юридичним особам в іноземній валюті на кінець 1996 року становила 200,5%, 1999 – 95,6%, 2000 – 80,1%, то у 1 кварталі 2009 року даний показник дорівнював лише 34,3% (див. рис. 2.10.).



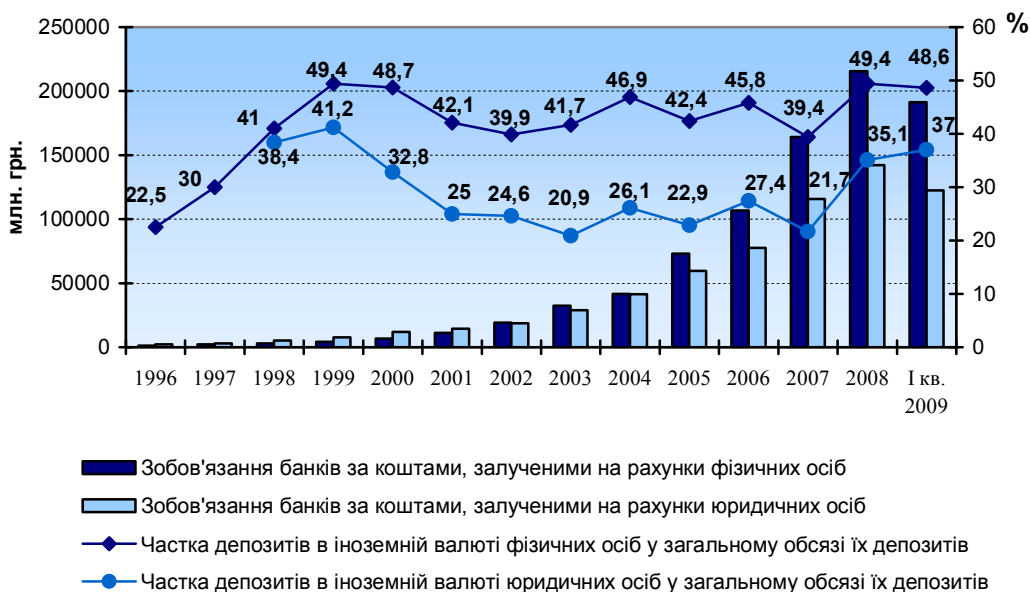
Джерело: Розроблено та розраховано автором на основі даних, розміщених на Інтернет – сторінці Національного банку України – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/Publication/Of_vydan/index.htm#Бюлетень Національного банку України.

Рис. 2.10. Питома вага зобов'язань банків за коштами, залученими на депозитні рахунки у загальному обсязі кредитів наданих в економіку України в іноземній валюті

За таких умов, при різкій девальвації гривні у 2008 році, підвищується ризик зростання збитків банківських установ. Проведення політики підтримки курсової стабільності призводило до зміцнення очікувань економічних агентів щодо його стабільності в майбутньому, що за умови вільного доступу до іноземних ресурсів зумовлювало постійне зростання валютних дисбалансів.

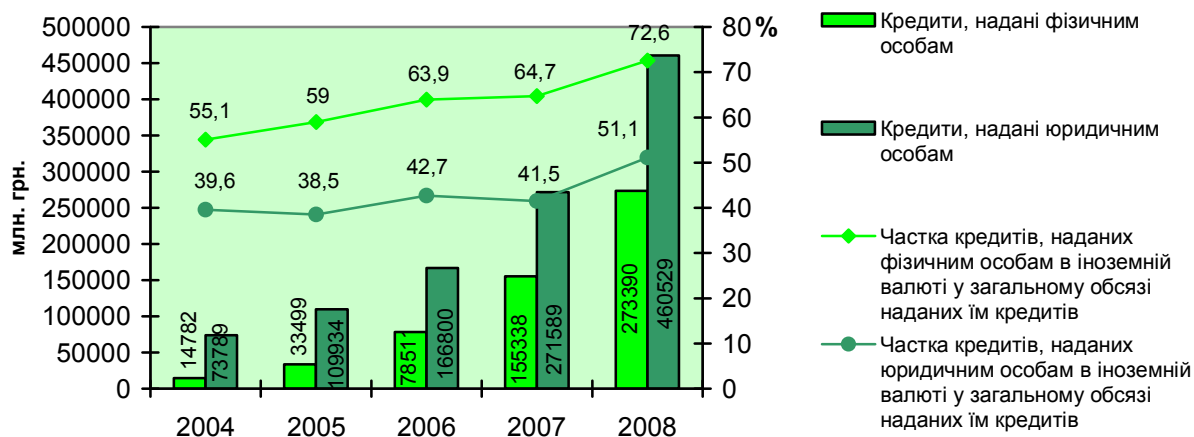
Варто зазначити, що питома вага депозитів і кредитів в іноземній валюті у загальному обсязі залучених ресурсів на депозитні рахунки та кредитів, наданих в економіку України найвища стосовно депозитів і кредитів фізичних осіб, що свідчить про те, що населення найчутливіший суб'єкт економіки до чинників доларизації (і зокрема, курсових коливань, що залежать від характеру валютно-курсної політики) та процесу витіснення національної грошової одиниці стабільною іноземною валютою (див. рис. 2.11; 2.12.).

У 2008 році частка зобов'язань та вимог банків перед фізичними особами в іноземній валюті у загальному обсязі їх депозитів і кредитів становила 49,4% і 72,6% відповідно, у той час, як задані показники щодо юридичних осіб дорівнювали 35,1% та 51,1%.



Джерело: Розроблено та розраховано автором на основі даних, розміщених на Інтернет – сторінці Національного банку України – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/Publication/Of_vydan/index.htm#Бюлетень Національного банку України.

Рис. 2.11. Динаміка доларизації депозитів суб'єктів господарювання та фізичних осіб



Джерело: Розроблено та розраховано автором на основі даних, розміщених на Інтернет – сторінці Національного банку України – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/Fin_gyn/Pot_tend/index.htm.

Рис. 2.12. Динаміка доларизації кредитів, наданих банками юридичним і фізичним особам у 2004 – 2008 роках

Окрім розрахунку рівня депозитної і кредитної доларизації, у світовій практиці набула поширення методика Міжнародного валютного фонду і Національного бюро економічних досліджень США, які дають можливість розрахувати показник, що ширше характеризує рівень використання іноземної валюти у внутрішньому грошовому обігу держави.

Якщо, згідно методики МВФ, яка передбачає розрахунок співвідношення зобов'язань банків за коштами, залученими на депозитні рахунки фізичних і юридичних осіб в іноземній валюті та грошової маси (МЗ), рівень якого не повинен перевищувати 30%, для України характерний помірний рівень доларизації до 2008 року, то згідно методики Національного бюро економічних досліджень США, що окрім методики МВФ, включає розрахунок питомої ваги зовнішнього боргу у ВВП і частки зовнішнього боргу приватного сектору у валовому зовнішньому боргу країни, для України характерний високий рівень доларизації економіки.

Підтримка Національним банком України курсової стабільності гривні щодо долара США, більш високі ставки за депозитами в національній валюті, які станом на 01.01.2008 року становили 8,6% і 10,3% (за короткостроковими і довгостроковими вкладками) і на 2,3 й 2,7 відсоткові пункти перевищували процентні ставки за вкладками фізичних і юридичних осіб на депозитні рахунки комерційних банків в іноземній валюті, сприяли зниженню частки депозитів в іноземній валюті у загальному обсязі широких грошей із 28,9% у 1996 році і 26,3% у 1999 році до 22,7% у 2007, за виключенням 2004 – 2006 рр. у яких спостерігалось зростання рівня доларизації, викликаного політичною нестабільністю й девальваційними очікуваннями. Проте, у 2008 році даний показник перевищував граничне значення на 0,6% (див. рис. 2.13.).



Джерело: Розроблено та розраховано автором на основі даних розміщених на Інтернет – сторінці Національного банку України – Режим доступу: [http://www.bank.gov.ua/Publication/Of_vydan/index.htm#Бюлетень Національного банку України](http://www.bank.gov.ua/Publication/Of_vydan/index.htm#Бюлетень%20Національного%20банку%20України).

Рис. 2.13. Рівень доларизації економіки України за методикою МВФ у 1996 – I кв. 2009 рр.

Водночас основні негативні зміни спостерігаються в динаміці валового зовнішнього боргу України, обсяг якого станом на 1 січня 2008 року становив 84,5 млрд. дол. США і зріс упродовж останніх шести років більш ніж у чотири рази (на 64,1 млрд. дол. США), проти 20,4 млрд. дол. США у 2001 році.

Зростання рівня зовнішньої заборгованості, і, відповідно, доларизації економіки України, зумовлено суттєвими щорічними темпами приросту приватного зовнішнього боргу (більше ніж удвічі), у зв'язку із сприятливими економічними умовами та курсовою стабільністю, і зокрема – банківського сектору й інших секторів економіки, питома вага якого у сукупному зовнішньому боргу країни зросла із 50,5% у 2001 році до 83,7% у 2007 році (див. табл. 2.7).

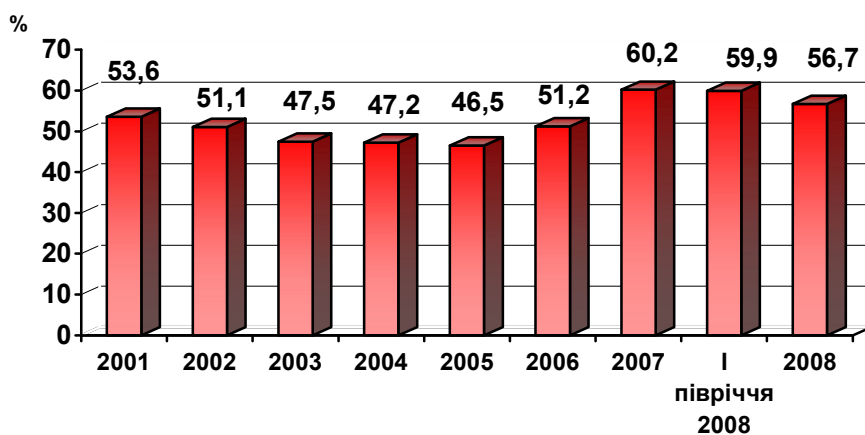
Таблиця 2.7
Динаміка та структура валового зовнішнього боргу України у 2001 – 1.10.2008 роках

<i>Показники</i>	<i>2001</i>	<i>2002</i>	<i>2003</i>	<i>2004</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>	<i>2007</i>	<i>2008</i>	<i>1.04.2009</i>
Валовий зовнішній борг України (млрд. дол. США)	20,4	21,6	23,8	30,6	38,6	54,3	84,5	103,2	99,2
Приватний зовнішній борг України (млрд. дол. США)	10,3	11,4	13,1	18,5	26,9	41,6	70,7	83,9	81,0
Питома вага боргу приватного сектору у сукупному зовнішньому боргу країни (%)	50,5	52,8	55	60,5	69,7	76,6	83,7	81,3	81,7

Джерело: Розроблено та розраховано автором на основі даних розміщених на Інтернет – сторінці Національного банку України – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/Publication/Of_vydav/index.htm#Платіжний_баланс_і_зовнішній_борг_України.

Зростання частки зовнішнього боргу комерційних банків і інших секторів економіки у валовому зовнішньому боргу України та відповідно останнього, у цілому спричинило і ріст показника, що відображає співвідношення суми зовнішнього боргу і ВВП (див. рис. 2.14.).

Динаміка вищезазначеного індикатора відображає загальний рівень боргової складової економіки і згідно затвердженої Методики розрахунку рівня економічної безпеки України не повинна перевищувати 25%. Проте, в Україні спостерігається перевищення критичного рівня вищезазначеного показника більш ніж удвічі (див. рис. 2.14.), що свідчить про існування реальної загрози фінансовій безпеці держави.



Джерело: Розроблено та розраховано автором на основі даних розміщених на Інтернет – сторінці Національного банку України – Режим доступу: [http://www.bank.gov.ua/Publication/Of_vydav/index.htm#Платіжний баланс і зовнішній борг України.](http://www.bank.gov.ua/Publication/Of_vydav/index.htm#Платіжний_баланс_і_зовнішній_борг_України.); <http://www.bank.gov.ua/Macro/index.htm>.

Рис. 2.14. Питома вага валового зовнішнього боргу у ВВП

Таким чином, на підставі аналізу валютно-курсової політики Національного банку України за період реформування економіки із здобуття незалежності, можна зробити висновок, що досягнення стабільності обмінного курсу національної грошової одиниці щодо долара США, поряд із ревальвацією, яка мала місце у період економічного зростання (2000 – 2007 рр.), забезпечили як досягнення цінової стабільності, так і підвищення довіри до національної валюти, що в свою чергу сприяло зростанню депозитних вкладень у національній валюті значно вищими темпами ніж у іноземній, забезпечивши, таким чином, зниження рівня депозитної доларизації економіки держави.

Поряд із цим, нагромадження ревальваційного потенціалу, у зв'язку із активною участю НБУ на міжбанківському валютному ринку, пов'язаною із купівлею надлишкової пропозиції іноземної валюти, що виступає одним із основних джерел поповнення грошової маси в обігу, та низькі відсоткові ставки за кредитними ресурсами в іноземній валюті, стимулювавши зростання попиту на останні, породили дисбаланс у співвідношенні вимог і зобов'язань банків в іноземній валюті і, відповідно, створили виклик стійкості фінансової системи України.

Підтримка стабільного курсу гривні щодо американського долара, стабільність економічної системи та підвищення на цій основі довіри з боку іноземних кредиторів до гривні сприяли і нагромадженню зовнішньої

заборгованості, особливо за рахунок запозичень приватного сектору, що свідчить про існування загрози дефолту та депреціації курсу національної грошової одиниці за умови неплатоспроможності позичальників.

Окрім того, варто зазначити, що утримання курсу гривні щодо американського долара на рівні 5,05 грн. за долар США в умовах девальвації останнього на світових ринках по відношенню до європейської валюти виступало однією із причин стрімких темпів інфляції в Україні.

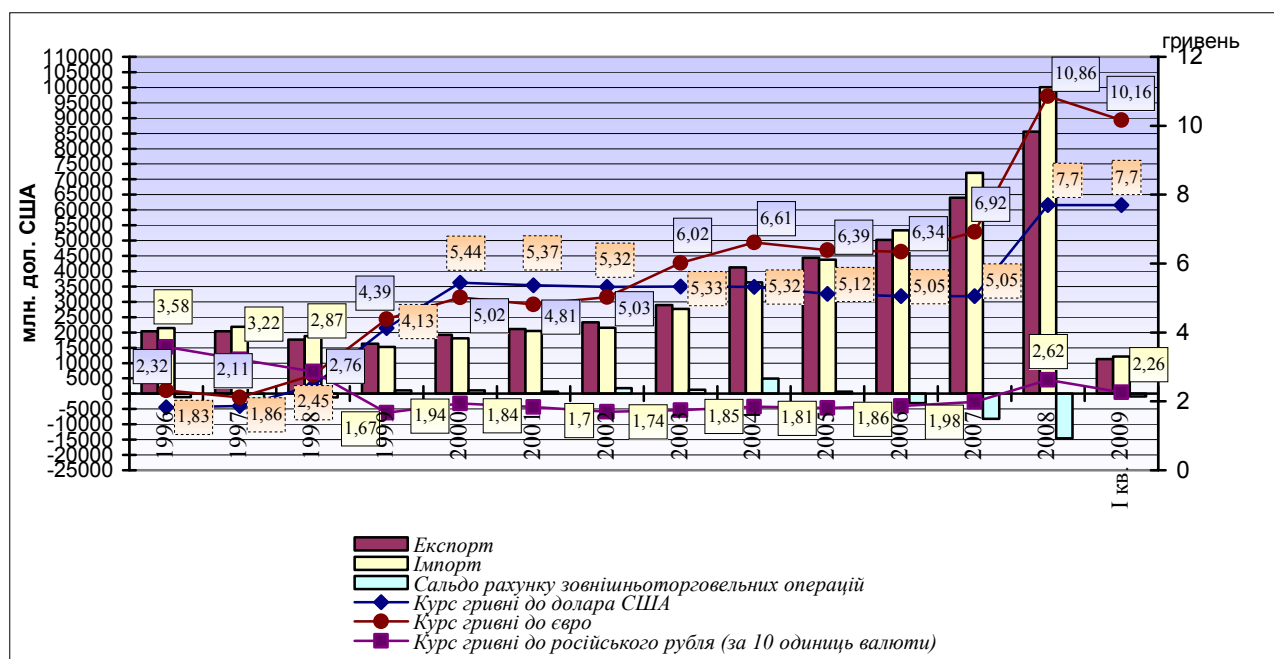
Отже, політика обмінного курсу, яка проводилась Національним банком з часів здобуття економічної незалежності в цілому сприяла стабілізації монетарних показників та економічної системи України. Проте, уже у другій половині 2008 року, дії банківського регулятора у грошово-кредитній та валютній сферах, що мали своїм наслідком порушення курсової стабільності, негативно позначились на динаміці монетарних показників.

2.3. Фіскальні ефекти від реалізації валютно-курсової політики

Валютно-курсова політика держави спрямована на підтримку стабільного курсу національної грошової одиниці, динаміка якого є важливим фактором економічного зростання та забезпечення макроекономічної стабільності, впливаючи на векторну спрямованість товарних експортно-імпортних потоків й капіталів, формування цінової конкурентоспроможності національної економіки, ефективність виробництва та рентабельність експорту, позначається і на дохідних та видаткових статтях державного бюджету.

Із здобуття економічної незалежності України, після періоду штучного завищення курсу національної грошової одиниці, девальвація гривні у 1998 – 1999 роках більше ніж удвічі щодо долара США (у 2,7 рази) та на 108 % щодо євро в умовах браку коштів для здійснення оновлення виробничого капіталу, модернізації виробництва та удосконалення технічних характеристик продукції, призвела до ізоляції національних товаровиробників від світової конкуренції, штучного підтримання ефективності виробництва, зростання експортного

потенціалу і подолання дефіциту торгового балансу, який у 1996 році становив 1122 млн. дол. США і досягнув у 1998 році – 1207 млн. дол. США (див. рис. 2.15.), що відповідало 2,6% та 4% ВВП відповідно.



Джерело: Розроблено автором на основі даних розміщених на Інтернет – сторінці Національного банку України – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/kurs/last_kurs1.htm; http://www.bank.gov.ua/Publication/Of_vydan/index.htm#Платіжний баланс і зовнішній борг України.

Рис. 2.15. Динаміка експортно-імпортних операцій та курсу гривні щодо іноземних валют

Зважена валютно-курсова політика НБУ із 2000 року, що мала своїм наслідком формування і підтримку конкурентоспроможного обмінного курсу гривні щодо долара США, зумовила стрімке нарощення експорту та вартісне перевищення його обсягів над імпортом (див. Додаток П).

При цьому, слід зазначити, що із 2000 року, найбільший внесок до зростання експорту товарів забезпечили виробники чорних, кольорових металів та виробів з них, машин, устаткування, транспортних засобів, у той час, як значний попит на продукцію паливно-енергетичного комплексу, машини, устаткування, транспортні засоби, зумовлював щорічні темпи приросту імпорту, які коливались від 6,3% до 36,9% (2000 – 2007 рр.) (див. Додаток Р).

Проте, весняна ревальвація та створення Ради імпортерів при Кабінеті Міністрів України у 2005 році (Постанова КМУ від 09.03.2005 року), в той час, як у зарубіжних країнах мало місце формування Рад експортерів, виступали

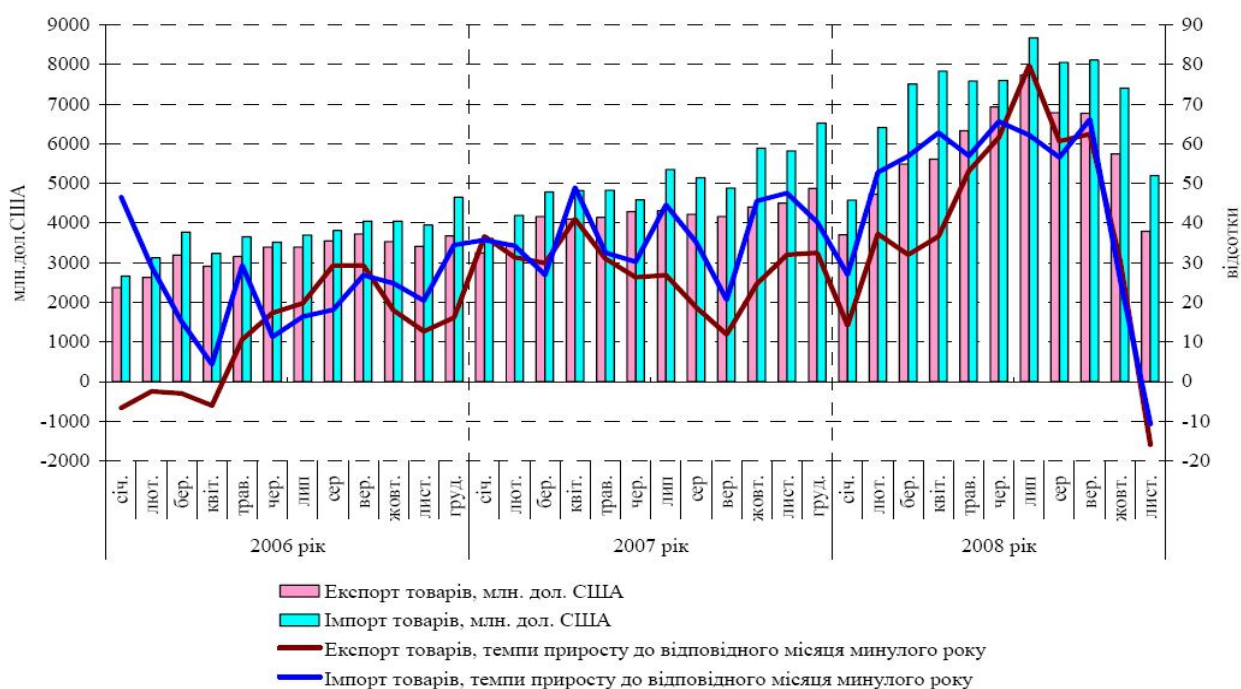
одними із визначальних факторів погіршення рахунку поточних операцій платіжного балансу держави, в частині балансу товарів та послуг. Так, якщо у 2001 році сальдо поточного рахунку платіжного балансу становило 3,7% ВВП і за три роки збільшилось на 6,9 відсоткові пункти, то уже станом на 01.01.2008 року заданий показник дорівнював (-4,2%) ВВП, і за дванадцять місяців досягнув рівня (-7,1%) ВВП (див. Додаток П).

Варто зазначити, що однією із причин скорочення експортних поставок є укріплення РЕОК, тенденція до якого намітилась у 2004 році. У жовтні 2008 року приріст РЕОК гривні відносно грудня 2007 року становив 18,4%, що було зумовлено переважно прискоренням інфляції в Україні, рівень якої на 11,1% перевищував її зважений показник за країнами – основними торговельними партнерами. Водночас внесок курсової складової у збільшенні РЕОК гривні становив 7,3%, через зміцнення протягом серпня – жовтня 2008 року долара США відносно низки вільноконвертованих валют, включаючи євро, фунт стерлінгів, швейцарський франк, тощо.

Та підтримка курсової стабільності національної грошової одиниці НБУ упродовж 2000 – 1 половини 2008 років, забезпечивши відновлення довіри до гривні з боку резидентів і нерезидентів, стала поштовхом до значного притоку довгострокових ресурсів (прямих іноземних інвестицій, середньо- і довгострокових негарантованих кредитів), при одночасному зменшенні відтоку капіталу, і, відповідно, до формування бездефіцитного фінансового рахунку, що забезпечувало покриття від'ємного сальдо зовнішньоторговельних операцій та поповнення резервних активів.

За таких умов валютно-курсова політика Національного банку України була спрямована на подальшу підтримку офіційного курсу гривні щодо долара США, нагромадження міжнародних резервів та своєчасне виконання зовнішніх боргових зобов'язань держави. Скорочення вартісних обсягів експорту та імпорту після досягнення пікових значень у липні 2008 року (див. рис. 2.16.), внаслідок ефектів світової фінансової кризи, прикметними рисами якої виступають зменшення світового

попиту та цін, поглибивши формування від'ємного сальдо торгового балансу¹, оскільки темпи скорочення експортних поставок значно перевищували темпи зменшення імпорتنих², поряд із високими темпами інфляції, зумовило різку депреціацію курсу української гривні, що девальвувала на готівковому валютному ринку щодо американського долара за два місяці (вересень – жовтень) на 0,88 грн. або 19%.



Джерело: Аналітичний огляд “Оцінка стану платіжного балансу України у січні – листопаді 2008 року” – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/Balance/2008_PB/State_2008_pr.pdf.

Рис. 2.16. Динаміка експорту та імпорту товарів у 2006 – листопаді 2008 рр.

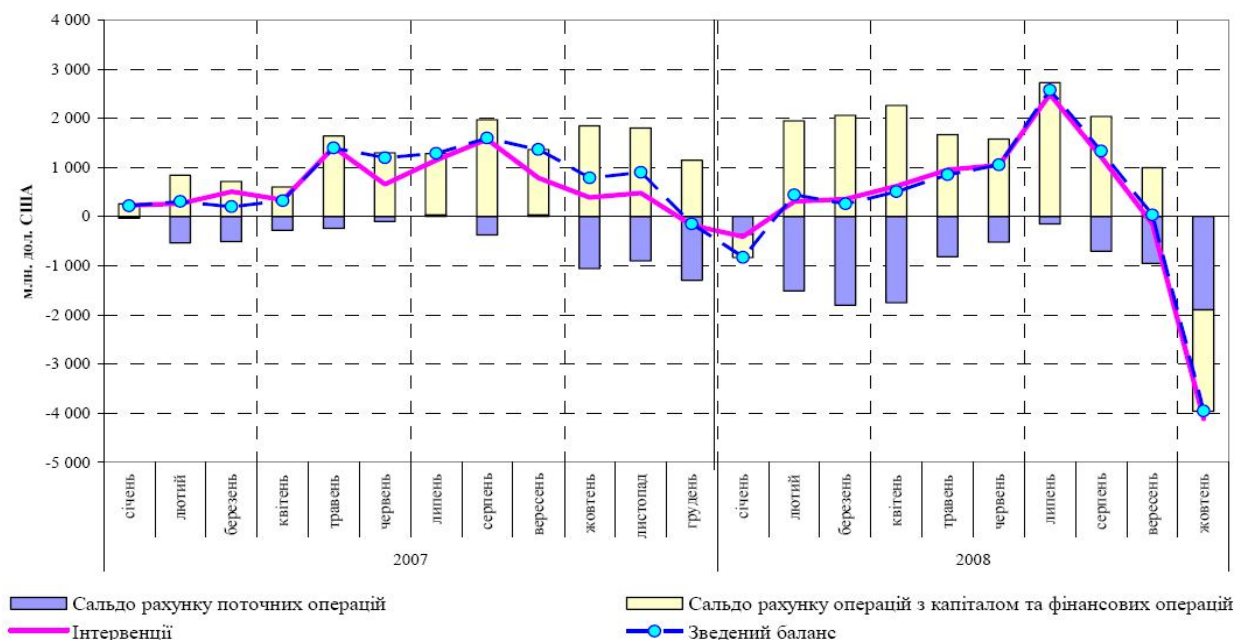
Як наслідок, послаблення позицій вітчизняної валюти, що активізувало відтік коштів за статтею “інший капітал” платіжного балансу (зокрема через приріст готівки поза банками) та зумовило скорочення припливу середньо- та довгострокового капіталу, внаслідок падіння довіри нерезидентів, призвело і до формування від'ємного сальдо рахунку операцій з капіталом та фінансових операцій у жовтні на рівні 2,1 млрд. дол. США.

За таких умов перед НБУ постала необхідність перегляду валютно-курсової політики. Тому, центральний банк, з метою недопущення подальшої

¹ За січень – жовтень 2008 року від'ємне сальдо товарного балансу збільшилось до 14 млрд. дол. США порівняно із 7,6 млрд. дол. США станом на кінець жовтня 2007 року.

² У абсолютному виразі у жовтні експорт скоротився порівняно з вереснем на 1 млрд. дол. США, тоді як імпорт лише на 642 млн. дол. США.

девальвації, проводив валютні інтервенції на міжбанківському валютному ринку з продажу іноземної валюти для фінансування дефіциту поточного і фінансового рахунків (4,3 млрд. дол. США у жовтні 2008 року), що мало своїм наслідком скорочення резервних активів держави за жовтень на 5605,42 млн. дол. США (15%) (див. рисунок 2.17.).



Джерело: Аналітичний огляд “Оцінка стану платіжного балансу України у січні – жовтні 2008 року” – Режим доступу: <http://nbuportal.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=53690>.

Рис. 2.17. Динаміка поточного, фінансового рахунків платіжного балансу та інтервенцій НБУ

Проте, уже у листопаді, різке послаблення обмінного курсу гривні, в умовах падіння світового попиту, зниження цін на світових товарних ринках, спаду вітчизняного промислового виробництва (на 29% до листопада 2007 року та на 15,2% у листопаді до жовтня поточного року), позитивно позначилось на товарному балансі (дефіцит торгівлі товарами скоротився за листопад до 1,4 млрд. дол. США порівняно із 1,7 млрд. дол. США у жовтні поточного року), що відповідно обумовило зменшення від’ємного сальдо поточного рахунку до 1,6 млрд. дол. США (станом на 1.12.2008 року)¹.

Незважаючи на сприятливі цінові конкурентні переваги вітчизняних експортерів, створені девальвацією гривні, у листопаді 2008 року, порівняно з

¹ В цілому за січень – листопад від’ємне сальдо поточного рахунку становило 11,7 млрд. дол. США (-6,7% від ВВП).

жовтнем, експорт знизився на 34%, а у річному вимірі (порівняно з листопадом 2007 року) на 16%. Найбільший вплив на скорочення вартісних обсягів експортних поставок мало зниження надходжень від реалізації металургійної продукції (на 49,4%), продукції хімічної промисловості (на 34,1%), машинобудування (на 28,1%), продукції АПК (на 18,9%).

Проте, депреціація курсу національної грошової одиниці, незважаючи на подальше скорочення експорту, поряд із зменшенням інвестиційного попиту, скороченням обсягів будівництва, недоступністю кредитних ресурсів (зокрема для фізичних осіб) сприяла скороченню місячних обсягів імпорту до середньомісячного рівня 2007 року. Так, у листопаді в Україну було ввезено товарів на суму 5,2 млрд. дол. США, що на 2,2 млрд. дол. США менше ніж у жовтні (середньомісячні обсяги імпорту за січень – жовтень поточного року становили 7,4 млрд. дол. США). Порівняно з листопадом минулого року вартісні обсяги імпорту скоротились на 10% [8].

Як уже зазначалось, порушення курсової стабільності у другій половині 2008 року негативно позначилось і на обсягах надходжень прямих іноземних інвестицій в Україну та чистих залученнях зовнішніх довгострокових позик, як приватним, так і державним секторами.

Так, якщо із 2002 року у зв'язку із підвищенням впевненості інвесторів у стабільності економічного розвитку України і національної грошової одиниці (внаслідок досягнення курсової стабільності), мало місце стрімке зростання капіталовкладень, середньомісячні темпи яких становили у 2002 році 58 млн. дол. США і досягли у 2007 рівня 824,3 млн. дол. США, то уже із вересня 2008 року внаслідок зростання флуктуацій обмінного курсу, намітилась протилежна тенденція (див. Додаток С).

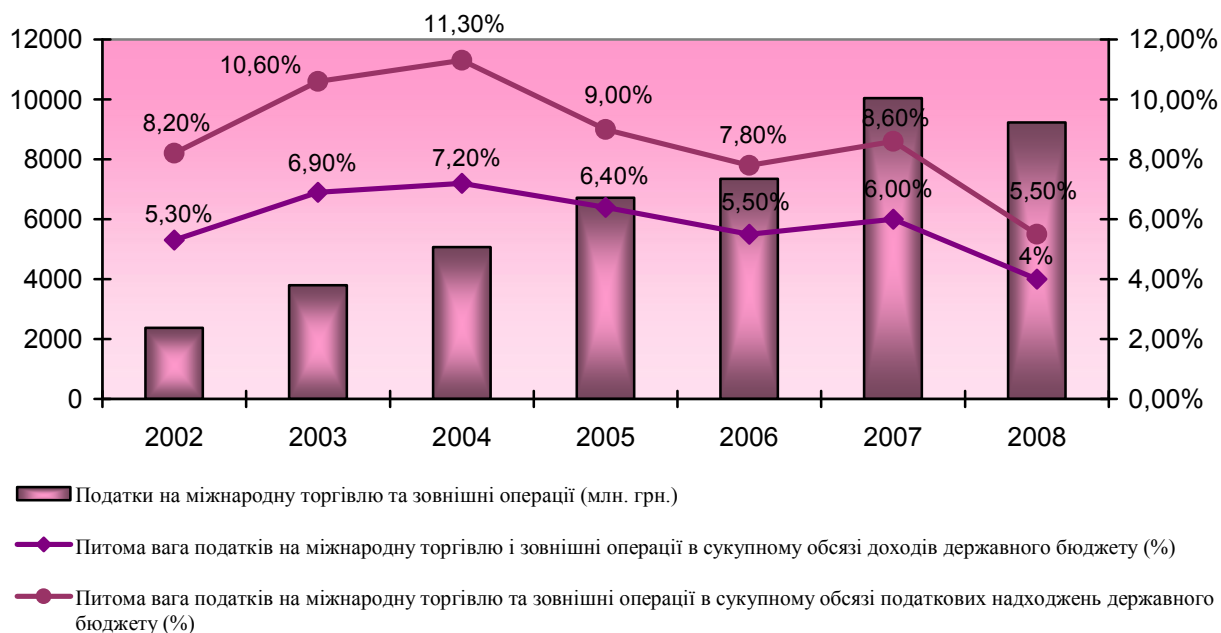
Зокрема, чистий притік прямих іноземних інвестицій в економіку України становив у вересні 2008 року 718 млн. дол. США та знизився у листопаді до 298 млн. дол. США. Варто зазначити, що даний показник склався найнижчим за поточний рік та у 2,8 рази менше аніж середньомісячне значення у 2007 році. В цілому, за січень – листопад 2008 року обсяги чистого зростання прямих

іноземних інвестицій оцінено в 9,5 млрд. дол. США, що на 12,5% більше, ніж за відповідний період минулого року [8].

Аналогічна тенденція характерна і для чистих залучень довгострокових кредитів приватним сектором. З іншого боку, складнощі із зовнішніми залученнями сприяють покращенню стану приватного зовнішнього боргу. Так, за жовтень – листопад 2008 року приватний зовнішній борг скоротився на 0,6 млрд. дол. США (або на 0,7%) і станом на 1.12.2008 року оцінений в 91,1 млрд. дол. США. З них борг банківської системи скоротився на 0,8 млрд. дол. США (на 1,9%) і станом на 1.12.2008 року оцінений в 41,3 млрд. дол. США. Також покращилась структура заборгованості банківської системи: частка короткострокової заборгованості знизилась на 3,3 відсоткові пункти і станом на 1.12.2008 р. її обсяги оцінені в 11,3 млрд. дол. США.

Курсова стабільність гривні щодо долара США, яка була досягнута Національним банком України у 2000 році, окрім забезпечення позитивної динаміки показників зовнішньої торгівлі, фінансового рахунку платіжного балансу та високих темпів їх зростання, сприяла зростанню податкових надходжень до Державного бюджету України від оподаткування зовнішньоекономічної діяльності, динаміка яких активізувалась із 2002 року. Так, якщо питома вага податків на міжнародну торгівлю та зовнішні операції у 2002 році в сукупному обсязі доходів Державного бюджету України становила 6%, а у структурі податкових надходжень – 8,1%, то у 2004 році дані показники досягли 7,2% і 11,3%. У 2005 – 2006 роках спостерігались низхідні тенденції в динаміці вищезазначених параметрів (див. рис. 2.18.).

Обсяг податків на міжнародну торгівлю і зовнішні операції у Державному бюджеті України у 2002 році становив 2371,4 млн. грн. і зріс за шість років на 289,4% або на 6862,19 млн. грн. (див. рис. 2.18.), що обумовлено нарощенням щорічних обсягів товарообороту. Грудень 2008 року став першим місяцем в якому обсяг місячних податкових надходжень виявився меншим за минулорічний. У даному періоді розмір надходжень податків на міжнародну торгівлю та зовнішні операції скоротився на 113,5 млн. грн.



Джерело: Розраховано та розроблено автором на основі даних розміщених на Інтернет – сторінці: Національного банку України – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/Publication/Of_vydan/index.htm#Бюлетень Національного банку України; Інституту бюджету та соціально-економічних досліджень – Режим доступу: <http://www.ibser.org.ua/news/549/>.

Рис. 2.18. Динаміка податків на міжнародну торгівлю та зовнішні операції у 2002 – 2008 роках

Депреціація номінального обмінного курсу гривні щодо долара США і реального ефективного курсу національної грошової одиниці на 8,5% й 17,9% у 1998 – 1999 роках (див. табл. 2.8), забезпечили стрімке зростання зовнішньоторговельного обороту та позитивного сальдо торгового балансу лише у 2000 році, оскільки, незважаючи на високу цінову конкурентоспроможність на даному етапі економічного розвитку, у зв'язку із погіршенням кон'юнктури на ринках традиційних товарів українського експорту і зв'язків із основними торговельними партнерами, була недоотримана значна частина експортної виручки, спостерігалось падіння обсягів експорту товарів та послуг (див. рис. 2.15., табл. 2.8), і зокрема у 1998 році, та від'ємне торгове сальдо у розмірі 1207 млн. дол. США.

Таблиця 2.8

Розвиток української зовнішньої торгівлі та динаміка приросту номінального і РЕОК гривні упродовж 1998 – I півріччя 2009 рр.

Показники	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	I півріччя 2009
Імпорт (млрд. дол.)	18,8	15,2	18,1	20,5	21,5	27,7	36,3	47,7	53,3	71,9	100,1	24,9
Імпорт товарів та послуг у % до попереднього року	86,0	80,9	118,9	114,1	105,0	128,7	131,3	120,4	122,0	134,8	139,2	24,9
Експорт (млрд. дол.)	17,6	16,3	19,2	21,1	23,4	29,0	41,3	44,4	50,2	64,0	85,6	23,7
Експорт товарів та послуг у % до попереднього року	86,6	92,1	117,9	109,5	110,7	124,0	142,6	107,5	113,2	127,4	133,8	27,7
Сальдо торгового балансу (млн. дол.)	-1207	1095	1132	613	1857	1288	4978	671	-3068	-7876	-14520	-1169
Девальвація (ревальвація) номінального обмінного курсу гривні до долара США	-80,5	-52,2	-4,2	+1,3	+0,7	0	+0,2	+3,8	+1,4	0	-52,5	+0,9
РЕОК гривні (темпи приросту до попереднього року)	-8,5	-17,9	-4,6	5,9	-3,0	-7,8	2,0	8,6*	3,1*	0,0**	-14,8**	-4,1**

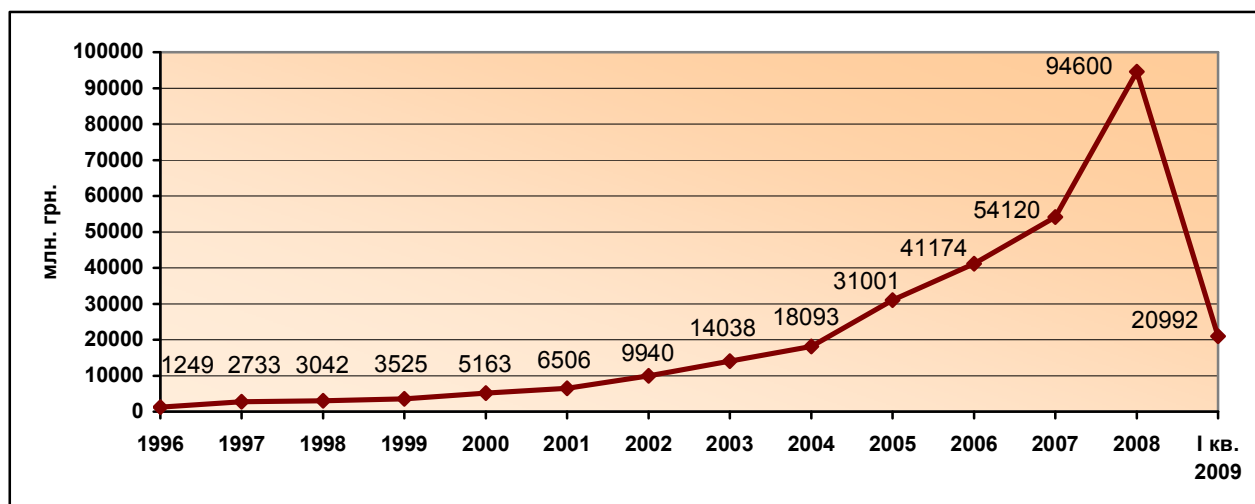
Джерело: Розроблено автором на основі даних розміщених на Інтернет – сторінці Національного банку України – Режим доступу: [http://www.bank.gov.ua/Publication/Of_vydav/index.htm#Платіжний баланс і зовнішній борг України](http://www.bank.gov.ua/Publication/Of_vydav/index.htm#Платіжний%20баланс%20і%20зовнішній%20борг%20України); [113].

* - в середньому за період, %.

** - до попереднього року на кінець періоду, %.

Упродовж 2000 – 2002 рр., в умовах підвищення цінової конкурентоспроможності вітчизняних товаровиробників за рахунок депреціації реального ефективного обмінного курсу (РЕОК) гривні у 1998 – 1999 рр., та 2000 й 2002 роках (див. табл. 2.8) і доволі високої кон'юнктури на основні товари українського експорту, та зокрема чорні і кольорові метали та вироби з них, машини, устаткування, транспортні засоби й послуги (особливо послуги трубопровідного транспорту), продукцію хімічної промисловості, спостерігались щорічні темпи приросту експорту у розмірі 17,9%, 9,5%, 10,7% (див. табл. 2.8) (або 2916, 1838, 2265 млн. дол. США), які поряд із зростанням експортної виручки, ревальвацією курсу гривні щодо американського долара (2001 – 2002 рр.), що забезпечили стійкі темпи зростання імпорту на рівні 118,9%, 114,1%, 105,0%, збільшенням податкового навантаження на імпортерів продовольчих товарів, металів, забезпечили у 2002 році надходження до Державного бюджету України експортного і імпортного мита, ПДВ, акцизного, митних та єдиного зборів в сумі 9940 млн. грн., яка порівняно з 1999 роком, збільшилась на 6415

млн. грн. або 64,5% (див. рис. 2.19.).



Джерело: [97, с.214]; Сайт Державної митної служби України – Режим доступу: http://www.customs.gov.ua/dmsu/control/uk/publish/article?art_id=586357&cat_id=296903.

Рис. 2.19. Динаміка надходжень митних платежів до Державного бюджету України у 1996 – I кварталі 2009 рр.

Незважаючи на підтримку Національним банком України номінального обмінного курсу гривні щодо американського долара у 2003 році на рівні 5,33 грн./дол. США, 7,7% девальвація РЕОК, спричинена стабілізацією темпів інфляції в державі на рівні нижчому, порівняно з країнами – торговельними партнерами, сприяючи нарощенню вітчизняного експорту, забезпечивши позитивне сальдо торгового балансу (1288 млн. дол. США) і, відповідно, зростання кількісних обсягів експортної виручки, що викликало додатковий попит на імпорт, зумовила подальше зростання податкових надходжень від оподаткування міжнародної торгівлі та зовнішніх операцій.

У 2003 році (див. табл. 2.9), у зв'язку із збільшенням вартісних обсягів імпорту машин та устаткування, продовольчих товарів, продукції хімічної промисловості, зумовленого стрімкими темпами нарощення експортної виручки та розширенням кредитування, порівняно з 2002 роком, збільшилось надходження експортного та імпортного мита на 57,6%, акцизного збору – на 16,6%, ПДВ – на 39,2%, митних зборів – на 23,9%, єдиного збору – на 41,5% [51, с.51].

Ревальвація гривні Національним банком України на 0,2%, із 5,33 до 5,32 грн. за долар США, зумовлена зростанням пропозиції іноземної валюти на

внутрішньому ринку, у зв'язку із рекордними значеннями позитивного сальдо торгового балансу із здобуття економічної незалежності у 2004 році, та апреціація РЕОК, спричинена прискоренням темпів інфляції в українській економіці відносно країн – основних торговельних партнерів, забезпечивши 31,3% приріст вітчизняного імпорту (у тому числі на 25,5%, що підлягали оподаткуванню ПДВ, на 26,4%, що підлягали оподаткуванню ввізним митом, на 11,6%, що підлягали оподаткуванню акцизним збором [97, с.215]), що на 2,6 відсоткові пункти перевищував показник 2003 року, забезпечили надходження до державного бюджету 18,1 млрд. грн. від оподаткування зовнішньоекономічної діяльності. Таким чином, зростання платежів насамперед стимулювалось стійкою тенденцією до збільшення обсягів імпорту порівняно з 2003 роком, у тому числі оподаткованого. Порівняно з аналогічним періодом 2003 року, надходження до бюджету збільшено майже на 4,1 млрд. грн., або на 28,9%.

Таблиця 2.9

Надходження до Державного бюджету України митних платежів у розрізі податків і зборів у 2002 – жовтні 2008 рр. (млн. грн.)

Види податкових надходжень	2002	2003	2004	2005	2006	2007	I кв. 2008	II кв. 2008	1.11.2008	I кв. 2009
ПДВ	6786,5	9445,8	11993,2	23001,4	31900,5	41699,5	18682,4	40205,3	70777,3	18651,7
Акцизний збір	466,8	544,1	544,4	502,0	916,2	1332,1	654,9	1059,2	1901,8	698,3
Мито у тому числі: ввізне мито вивізне мито	2117,7	3336,8	4687,4	6518,2	7245	9880,8	3468,6	6681,4	10513,3	1592,0
Митні збори	507,1	628,0	776,5	883,6	1004,5	1069,2	458,7	512		18,3
Єдиний збір	41,2	58,3	63,4	68,7	81,5	103,1	154,5	65,1	115,9	25,3
Інші надходження від ЗЕД	-	4,2	28,2	27,2	26,1	38,4	5,4	17,1	573,8	6,0
ВСЬОГО	9919,3	14017,2	18093,1	31001,1	41173,9	54119,5	22853,9	48540,3	83882,1	20991,6

Джерело: Войцешчук А.Д. Митна політика: фінансово-регулюючий аспект / А.Д. Войцешчук, І.О. Івашук. – К.: ТОВ “ВД “Мануфактура”, 2005. – 160с.; Івашук І.О. Митні ініціативи в глобальному просторі: [монографія] / Ірина Олегівна Івашук. – Тернопіль: Підручники і посібники, 2007. – 304с.; Дані розміщені на Інтернет – сторінці Державної митної служби України – Режим доступу: http://www.customs.gov.ua/dmsu/control/uk/publish/category?cat_id=296903.

Після періоду економічного піднесення, викликаного бурхливим розвитком експорту, завдяки сприятливій зовнішній кон'юктурі та заниженому курсу національної грошової одиниці, у 2005 році спостерігалось уповільнення темпів економічного зростання, експорту товарів та послуг через застаріння

наявної моделі конкуренції і 3,8% й 5% ревальвації офіційного та готівкового курсу гривні відносно долара США.

За таких умов, незважаючи на скорочення темпів приросту експорту на 35,1% (див. табл. 2.8) спричиненого ревальвацією номінального курсу гривні, зниженням цінової конкурентоспроможності, погіршенням умов торгівлі, зниженням світового попиту, різким скороченням експорту продукції машинобудування на 18%, порівняно з попереднім роком, і металургійної продукції, у зв'язку із посиленням конкуренції на світових ринках внаслідок експансії Китаю, від'ємне сальдо торгового балансу зумовлене перевищенням темпів приросту імпорту (20,4%) над експортом (7,4%), надходження митних платежів до Державного бюджету України зросло за рік на 12,9 млрд. грн., або 71,3%.

Разом з тим, надходження за ПДВ, ввізним митом, митними зборами та єдиним збором зросли на 91,8%, 50,1%, 13,8% та 8,4% відповідно (або на 11008,2 млн. грн., 2001,9 млн. грн., 107,1 млн. грн., 5,3 млн. грн.), що було зумовлено укріпленням реального ефективного курсу гривні з початку року на 15,9%, політикою уряду, спрямованою на збільшення реальних доходів населення і споживання, зниження митних тарифів та стимулювало зростання високими темпами неенергетичного імпорту, і зокрема продукції, що оподатковується митними платежами.

Скорочення темпів приросту експорту у 2005 році, спричинених ревальвацією номінального курсу гривні щодо американського долара та РЕОК, погіршенням світової кон'юнктури на ринках металургійної продукції, призвели до зменшення надходжень до державного бюджету за вивізним митом на 24,7%, або на 171,1 млн. грн.

У 2006 – 2007 рр. спостерігалось подальше зростання надходжень митних платежів до Державного бюджету України, які станом на кінець 2006, 2007 років дорівнювали 41,2 та 54,1 млрд. грн., хоча їх питома вага у сумі податкових надходжень і доходів державного бюджету в цілому, суттєво скоротилась у порівнянні з 2004 – 2005 роками.

Так, якщо у 2004 році питома вага податків на міжнародну торгівлю і зовнішні операції в сукупному обсязі доходів державного бюджету становила 7,2%, а у сумі податкових надходжень – 11,3%, то у 2006 році, дані показники знизились до 6,4% та 9% відповідно.

У 2007 році ввізне і вивізні мито, акцизний збір, митні збори, єдиний збір і інші надходження від зовнішньоекономічної діяльності становили 54119,5 млн. грн., і відповідали 32,6% доходів державного бюджету.

Зростання доходів до Державного бюджету України у 2006 – 2007 рр., що забезпечуються Державною митною службою України, відбувалось за рахунок подальшого збільшення кількісних і вартісних обсягів імпорту товарів, що підлягають обкладанню податками на зовнішньоекономічну діяльність.

В умовах підтримки стабільного курсу гривні щодо американського долара на рівні 5,05 грн./дол. США Національним банком України упродовж двох років після 5% апреціації готівкового курсу у 2005 році, вперше за останні сім років в Україні сформувалось від'ємне сальдо зовнішньоторговельного балансу у розмірі 3,1 млрд. дол. США (станом на 31.12.2006 року) і, зрісши удвічі, досягло у 2007 році 8,2 млрд. дол. США, за рахунок перевищення темпів зростання імпорту товарів та послуг над експортом.

Незважаючи на стрімке зростання цін на енергоносії та численні торговельні обмеження щодо вітчизняних експортерів, стабільний попит на продукцію вітчизняного машинобудування і металургії забезпечили збільшення експорту на 13,2% і 27,4% у 2006 – 2007 рр., що становило 50,2 і 64 млрд. дол. США.

Проте, у зв'язку із зростанням цін на енергоносії, реальних доходів населення та розширенням обсягів споживчого кредитування і інвестиційного імпорту у 2006 – 2007 роках, було імпортовано продукцію на загальну суму 53,3 млрд. дол. США і 71,9 млрд. дол. США, що на 22% й 34,8% більше ніж у попередньому році. Як результат, до державного бюджету була зараховано у 2006 році 31900,5 млн. грн. ПДВ, 6975,1 млн. грн. ввізного мита, 269,9 млн. грн. – вивізного, 916,2 млн. грн. акцизного збору. У 2007 році, сума надходжень за

податком на додану вартість зросла на 30,7%, за ввізним митом – на 37,5%, за вивізним митом – на 7,7%, за акцизним збором – на 45,3%.

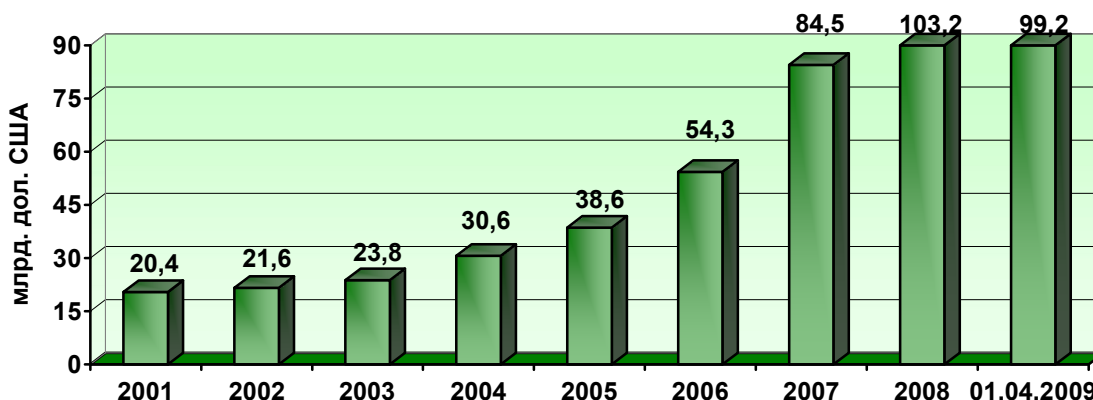
Незважаючи на розгортання світової фінансової кризи та поширення її ефектів на Україну з вересня 2008 року, вартісні обсяги експорту й імпорту в цілому за рік зросли на 133,8% та 139,2% відповідно. Це, у свою чергу, сприяло збільшенню надходжень митних платежів до Державного бюджету України, що становили 94600 млн. грн. або 174,8% показника 2007 року.

Курсова стабільність національної грошової одиниці, яка була досягнута у 2000 році з переходом до режиму регульованого плавання, позначилось і на динаміці та структурі валових зовнішніх боргових зобов'язань України і, особливо, на зовнішньоборговому фінансуванні Державного бюджету України.

Так, подолання волатильності курсової динаміки гривні Національним банком України у 2000 році, досягнення курсової стабільності та ревальвація національної грошової одиниці, яка спостерігалась у 2001, 2002, 2005, 2006 роках і першому півріччі 2008 року, забезпечивши підвищення кредитних рейтингів вітчизняних позичальників, зниження відсоткових ставок за зовнішніми позиковими ресурсами і зменшення виплат за борговими зобов'язаннями у гривневому еквіваленті, стимулювали зростання абсолютних та відносних показників зовнішнього боргу (див. рис. 2.20.), який виступає одним із найважливіших інструментів, що дозволяє збільшити фінансування внутрішніх інвестицій та здійснювати сукупні витрати, більші, ніж вироблений національний дохід, а також часто стають джерелом прискорення економічного прогресу в державі, яка виступає позичальником, та фінансування приросту офіційних золотовалютних резервів. Інтенсивне залучення фінансових ресурсів із зовнішніх джерел сприяє також і подальшій ревальвації курсу національної грошової одиниці через збільшення пропозиції іноземної валюти на внутрішньому ринку.

Починаючи із 1992 року Україна “галопуючими” темпами нагромаджувала власні боргові зобов'язання шляхом здійснення зовнішніх запозичень із офіційних джерел та на міжнародних фінансових ринках. Як свідчать дані рисунку 2.20., упродовж 2001 – 2008 років, обсяг валового зовнішнього боргу

України щорічно збільшувався. Так, якщо у 2001 році він становив 20,4 млрд. дол. США, то уже в 2004 році – 30,6 млрд. дол. США. З 2004 року спостерігалось подальше його зростання.



Джерело: Побудовано за даними “Платіжний баланс і зовнішній борг України” за 2004 – 1.04.2009 рр. - [http://www.bank.gov.ua/Publication/Of_vydav/index.htm#Платіжний баланс і зовнішній борг України](http://www.bank.gov.ua/Publication/Of_vydav/index.htm#Платіжний%20баланс%20і%20зовнішній%20борг%20України)

Рис. 2.20. Динаміка валового зовнішнього боргу України станом на кінець 2001 – 1.04.2009 років

Розрахунок ланцюгового приросту валового зовнішнього боргу України (див. рис. 2.20.) свідчить про те, що стрімке зростання зовнішньої заборгованості України припадає на 2004 – 2008 рр. Так, у 2004 році валовий зовнішній борг України в порівнянні з попереднім роком збільшився на 6,8 млрд. дол. США, або на 28,6%; у 2005 році – на 8 млрд. дол. США (26,1%); у 2006 році – на 40,7% (15,7 млрд. дол. США); у 2007 році – на 30,2 млрд. дол. США (55,6%); у 2008 році – на 18,7 млрд. дол. США (22,1%) (див. табл. 2.10).

Таблиця 2.10

Ланцюговий приріст зовнішнього боргу України у % та млрд. дол. США

Ланцюговий приріст	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	1.04.2009
В млрд. дол. США	-	1,2	2,2	6,8	8	15,7	30,2	18,7	-4,0
У %	-	5,9%	10,2%	28,6%	26,1%	40,7%	55,6%	22,1%	-3,9%

Примітка: Розраховано автором.

При цьому, варто відзначити, що зростання зовнішніх боргових зобов'язань країни, зумовлене посиленням позицій її приватного сектору, і особливо банківського. Так, розглядаючи динаміку структури валового

зовнішнього боргу, варто відзначити, що починаючи з 2001 року відносний рівень зовнішніх державних зобов'язань знизився з 49,5% до 18,7% у 2008 році, у той час, як частка заборгованості приватного сектору зросла з 50,5% до 81,3% (див. табл. 2.11).

Таблиця 2.11

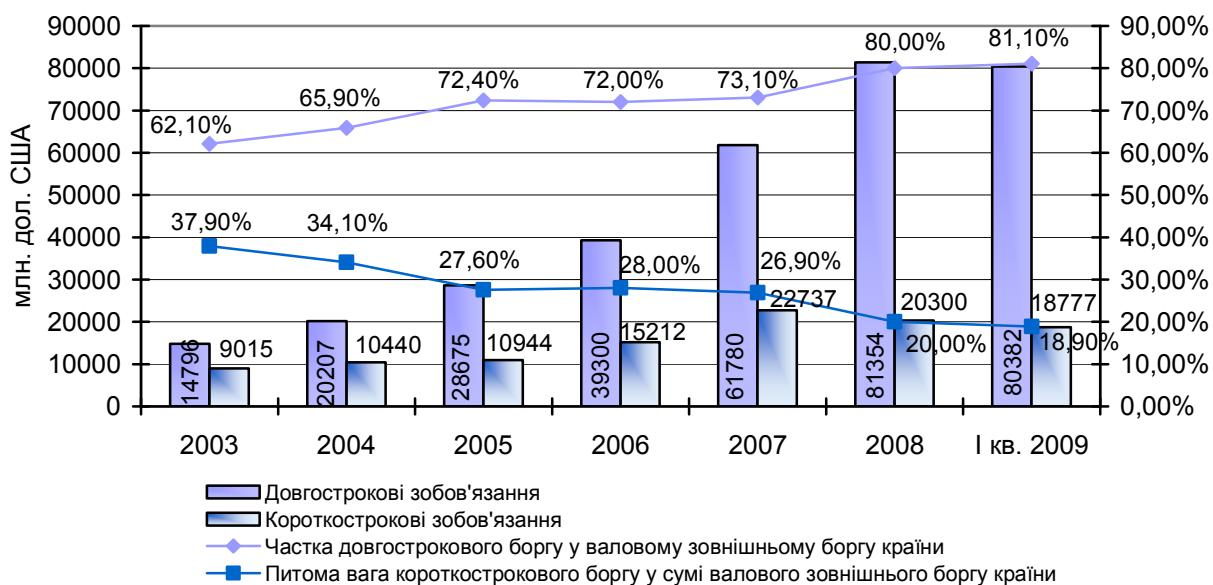
Динаміка структури валового зовнішнього боргу України за типом позичальника у 2001 – 1.04.2009 роках

<i>Показники</i>	<i>2001</i>	<i>2002</i>	<i>2003</i>	<i>2004</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>	<i>2007</i>	<i>2008</i>	<i>1.04.2009</i>
Валовий зовнішній борг України (млрд. дол. США)	20,4	21,6	23,8	30,6	39,6	54,5	84,5	103,2	99,2
Зовнішній борг сектору державного управління та органів грошово-кредитного регулювання (млрд. дол. США)	10,1	10,2	10,8	12,9	13,5	13,8	15,1	19,3	18,1
Питома вага державного зовнішнього боргу у валовому зовнішньому боргу країни (%)	49,5	47,2	45,4	42,2	34	25,3	17,9	18,7	18,2
Приватний борг (млрд. дол. США)	10,3	11,4	13,0	17,7	26,1	40,7	69,4	83,9	81,1
Частка приватного боргу у валовому зовнішньому боргу країни (%)	50,5	52,8	54,6	57,8	66	74,7	82,1	81,3	81,8

Джерело: Побудовано та розраховано за даними: «Платіжний баланс і зовнішній борг України» за 2004 – 1 квартал 2009 рр. – Режим доступу: [http://www.bank.gov.ua/Publication/Of_vydan/index.htm#Платіжний баланс і зовнішній борг України](http://www.bank.gov.ua/Publication/Of_vydan/index.htm#Платіжний_баланс_і_зовнішній_борг_України); Про стан зовнішнього боргу України – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/Balance/Debt/index.htm>.

Таким чином, зростання обсягу приватного боргу вказує про розширення використання недержавним сектором економіки України іноземного позичкового капіталу як альтернативного джерела кредитування. У той же час, спостерігається також позитивна тенденція у строковій структурі зовнішнього боргу України, про що свідчить досягнення курсової стабільності та, як наслідок, підвищення міжнародних кредитних рейтингів української економіки.

З кінця 2003 року довгостроковий валовий зовнішній борг України збільшився у шість разів (з 14796 млн. дол. США або 62,1% загального обсягу валового зовнішнього боргу до 81354 млн. дол. США або 80,0% на кінець 2008 року). Позитивна тенденція спостерігається і у динаміці короткострокових боргових зобов'язань України, питома вага яких у сукупному обсязі валового боргу за останні п'ять років скоротилась із 37,9% до 20,0% (див. рис. 2.21.).



Джерело: Побудовано та розраховано за даними «Платіжний баланс і зовнішній борг України» за 2004 – 1 квартал 2009 рр. – Режим доступу: [http://www.bank.gov.ua/Publication/Of_vydan/index.htm#Платіжний баланс і зовнішній борг України](http://www.bank.gov.ua/Publication/Of_vydan/index.htm#Платіжний_баланс_і_зовнішній_борг_України).

Рис. 2.21. Валовий зовнішній борг України та його строкові складові у 2003 – 1.04.2009 роках

Проте, незважаючи на те, що нагромадження зовнішніх боргових зобов'язань, за умови дотримання “золотого правила” державних фінансів, згідно якого сума випущених боргових зобов'язань повинна дорівнювати сумі інвестицій, стимулює економічне зростання і створює передумови для апреціації курсу національної грошової одиниці, наявність значного боргового навантаження, і зокрема зовнішнього, зумовлює зростання кредитних і валютних ризиків, посилює нестійкість фінансового стану позичальників та його залежність від кон'юнктури на світових ринках і рівня світових цін на традиційні товари українського експорту, зростання вартості позичкових фінансових ресурсів, векторної спрямованості іноземних капіталів, кон'юнктури на внутрішньому валютному ринку.

Тому, в умовах високого зовнішньоборгового навантаження, дія як зовнішніх, так і внутрішніх негативних факторів загострюватиме проблему виконання боргових зобов'язань, що в свою чергу здійснюватиме тиск на міжнародні резерви Національного банку України і створюватиме загрозу для стабільності курсової динаміки національної грошової одиниці.

Отже, в той час, як зовнішнє фінансування справляє переважно позитивний вплив на економічний розвиток країни – позичальника, витрати на обслуговування боргу, пов'язані з такими позиками, як правило спрацьовуватимуть з протилежним ефектом. Інакше кажучи, початкові позитивні імпульси від надходження до економіки додаткових ресурсів, особливо в умовах девальвації національної грошової одиниці, згодом нівелюватимуться зростанням витрат на обслуговування і погашення боргових зобов'язань, збільшенням частки внутрішніх доходів, що спрямовуватимуться на їх погашення і обслуговування. Таким чином, необхідність обслуговування раніше нагромаджених боргів, вартість яких зростає в умовах депреціації національної грошової одиниці, стає додатковим фактором формування кредитної залежності країни з низьким і середнім рівнем доходів. Девальвація також спричиняє загрозу дефолту і виникнення системної фінансової кризи.

Тому, розв'язання проблеми обслуговування і погашення зовнішнього боргу виступає одним із основних факторів забезпечення макроекономічної стабільності. Від характеру врегулювання боргової проблеми залежить бюджетна дієздатність країни, стан її валютних резервів, а відповідно, і стабільність національної валюти, рівень відсоткових ставок, інвестиційний клімат, характер поведінки всіх сегментів вітчизняного фінансового ринку.

Щодо впливу апреціації (депреціації) курсу національної грошової одиниці на показники зовнішньоборгового фінансування дефіциту Державного бюджету України, то згідно емпіричних досліджень, проведених Т. Вахненко, зміна курсу істотно не позначається на величині нетто – надходжень до бюджету. Як зазначає Т. Вахненко: "... зменшення витрат на погашення й обслуговування зовнішнього боргу в гривневому еквіваленті, в умовах ревальвації, частково компенсуватиметься зменшенням надходжень до бюджету від розміщення зовнішніх позик" [49].

Щодо витрат Державного бюджету України з обслуговування та погашення державного боргу, то вони за період із 1996 року по 01.01.2009 року перевищили 71 млрд. грн. (див. табл. 2.12).

Таблиця 2.12

Динаміка видатків Державного бюджету України на погашення та обслуговування державного зовнішнього боргу з врахуванням зміни обмінного курсу національної грошової одиниці

Роки/Показники	Виплати за зовнішнім державним боргом (млн. дол. США)	Обслуговування та погашення зовнішнього державного боргу у млн. грн. (за валютним курсом на кінець періоду)		Обслуговування та погашення зовнішнього державного боргу у млн. грн. (за валютним курсом на початок періоду)		Втрати бюджету внаслідок девальвації (-) та зниження видатків внаслідок ревальвації (+)
		Курс гривні до долара	Сума боргових виплат	Курс гривні до долара	Сума боргових виплат	
1996	1077,8	1,89	2037,0	1,79	1929,3	-107,7
1997	1082,6	1,9	2057,0	1,89	2046,1	-10,9
1998	923,8	3,4	3141,0	1,9	1755,2	-1385,8
1999	715,9	5,22	3737,0	3,4	2434,06	-1302,94
2000	711,8	5,44	3872,3	5,22	3715,6	-156,7
2001	1101,0	5,37	5912,4	5,44	5989,44	+77,0
2002	1090,1	5,33	5810,3	5,37	5853,8	+43,5
2003	1669,8	5,33	8900,0	5,33	8900,0	0
2004	1558,0	5,32	8288,3	5,33	8304,1	+15,8
2005	1474,8	5,12	7551,0	5,32	7846,0	+1539,7
2006	1466,7	5,05	7406,8	5,15	7553,5	+148,7
2007	1231,8	5,05	6220,6	5,05	6220,6	0
2008	901,6	7,70	6942,3	5,05	4553,08	-2389,22
Всього	15005,7	-	71876	-	67100,78	-

Джерело: Розраховано та побудовано за даними розміщеними на Інтернет – сторінці Національного банку України – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/kurs/last_kurs1.htm, на Інтернет – сторінці Міністерства фінансів України – Режим доступу: http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/archive/main?cat_id=36047.

Аналіз даних таблиці 2.12, свідчить проте, що після фінансової та боргової кризи 1998 року, незважаючи на проведені урядом реструктуризації зовнішньої заборгованості держави, витрати на її обслуговування та погашення зобов'язань зберігали стійку тенденцію до зростання аж до 2003 року. Із початку 2004 року для витрат, пов'язаних із виконанням зобов'язань за зовнішнім державним боргом, притаманний низхідний характер.

Так, у 1996 році на обслуговування та погашення державного зовнішнього боргу було направлено 2037,0 млн. грн. У результаті 5,3% девальвації гривні, витрати державного бюджету спрямовані на виконання зовнішніх боргових зобов'язань зросли на 107,7 млн. гривень.

У період валютно-фінансової кризи 1998 – 1999 рр., подальша депреціація курсу гривні щодо американського долара на 80,5% та 52,2%, призвела до

підвищення вартості обслуговування й погашення боргових зобов'язань на 1385,8 та 1302,94 мільйонів гривень відповідно.

Після досягнення курсової стабільності, незначні курсові коливання не мали суттєвого впливу на вартісні обсяги державних видатків, пов'язаних із обслуговуванням та погашенням зовнішніх боргових зобов'язань. Так, 4% девальвація гривні у 2000 році суттєво не позначилась на видатках державного бюджету, оскільки зумовила зростання витрат на виконання боргових зобов'язань за зовнішнім боргом лише на 156,7 млн. грн.

У 2001, 2002, 2004 роках, ревальвація гривні на 1,3%, 0,7% та 0,2%, призвела до зниження вартості обслуговування і погашення боргових зобов'язань лише на 77 млн. грн. у 2001 році, 43,5 млн. грн. – у 2002 році, 15,8 млн. грн. – у 2004 році. Що ж стосується 2005 – 2006 років, то апреціація офіційного обмінного курсу до рівня 5,12 грн./дол. США і 5,05 грн./дол. США, відповідно, у середньорічному обчисленні зумовили зменшення виплат за зовнішніми борговими зобов'язаннями на 1539,7 й 148,7 млн. гривень.

Проте, уже у 2008 році внаслідок девальвації, втрати бюджету з обслуговування та погашення зовнішньої заборгованості становили 2389,22 млн. грн.

Із 1999 року, в Україні платежі з погашення і обслуговування зовнішньої заборгованості переважали отримання нових кредитів. Тому, коливання обмінного курсу гривні щодо долара США, а саме його апреціація (депреціація), яка спостерігалась з 1999 по 2008 рік, призводили до зменшення (збільшення) боргового навантаження на державний бюджет і ВВП. Так, у 1999 році, девальвація курсу гривні на 1,82 грн. або 53,5%, призвела не лише до зростання видатків з Державного бюджету України на 0,73 млрд. грн., але і зумовила підвищення боргового навантаження за зовнішніми зобов'язаннями на державний бюджет і ВВП на 3,7 й 0,56 відсоткових пункти (див. табл. 2.13).

Упродовж 2000 – 2003 років, стабільна курсова динаміка не викликала суттєвих змін у виплатах з державного бюджету. Проте, у 2002 – 2003 роках ситуація з обслуговування та погашення державного боргу набула критичного характеру і при цьому посилювався тиск негативного сальдо боргових виплат на

державні фінанси і ВВП. Так, якщо у 2001 році відношення зазначеного показника до доходів державного бюджету і ВВП становило 4,05% й 0,79%, то у 2003 році, воно зросло до 9,45% та 1,90% відповідно.

Таблиця 2.13

Динаміка боргових індикаторів України з врахуванням зміни курсу національної грошової одиниці за 1993 – 2008 рр.

Показники	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Залучення зовнішніх державних позик (млрд. дол. США)	0,3	0,07	0,3	0,4	0,9	1,4	1,2	2,0	1,2	0,8
Сумарні боргові виплати за обслуговуванням та погашенням зовнішніх державних зобов'язань (млрд. дол. США)	0,7	0,7	0,6	1,2	1,7	1,6	1,5	1,5	1,2	0,9
Сальдо залучень – виплат: у млрд. дол. США	-0,4	-0,6	-0,3	-0,8	-0,8	-0,2	-0,3	0,5	0	-0,1
у млрд. грн.:										
за курсом на початок періоду	-1,36	-3,1	-1,63	-4,29	-4,26	-1,07	-1,60	2,58	-	-0,51
за курсом на кінець періоду	-2,09	-3,26	-1,61	-4,3	-4,26	-1,06	-1,54	2,53	-	-0,77
Сальдо залучень – виплат (% до доходів бюджету):										
за курсом на початок періоду	-6,8	-8,5	-4,1	-9,4	-7,7	-1,07	-1,52	1,93	-	-0,22
за курсом на кінець періоду	-10,5	-9	-4,05	-9,45	-7,7	-1,06	-1,46	1,90	-	-0,33
Сальдо залучень – виплат (% до ВВП):										
за курсом на початок періоду	-1,04	-1,8	-0,80	-1,89	-1,6	-0,31	-0,4	0,5	-	-0,05
за курсом на кінець періоду	-1,6	-1,9	-0,79	-1,90	-1,6	-0,30	-0,3	0,46	-	-0,08

Примітка: Розраховано та побудовано автором.

Отже, курсові коливання, що мали місце із здобуття незалежності та виступали наслідком реалізації політики обмінного курсу НБУ, позначались на поточному й фінансовому рахунках платіжного балансу держави, залученні зовнішніх запозичень та їх строковій структурі, доходах та видатках державного бюджету, що свідчить про необхідність зваженого підходу до її побудови та реалізації.

Таким чином, валютно-курсова політика Національного банку України, що спрямована на зниження частоти та амплітуди курсових коливань позначається і на динаміці монетарних та фіскальних показників, значення яких впливають на індикатори макроекономічної стабільності і таким чином породжують виклик фінансовій безпеці держави.

Висновки до розділу 2

У другому розділі, на основі системного ретроспективного аналізу досліджено валютно-курсову політику Національного банку України у практичній площині макроекономічної стабілізації та фінансової безпеки держави. Результати проведеного дослідження дають можливість зробити такі висновки:

по-перше, основними особливостями валютно-курсової політики в умовах світової фінансово-економічної кризи XXI, за якої економіка України виявилась надзвичайно вразливою внаслідок значної залежності від світових цін на сировинні товари, суттєвого зростання споживання, дефіциту торгового балансу, валового зовнішнього боргу держави, високої інфляції та, відповідно, погіршення конкурентоспроможності є проведення комплексу антидевальваційних заходів з метою відновлення курсової стабільності й подолання кон'юнктурно-структурних дисбалансів валютного ринку;

по-друге, валютні інтервенції, як один із домінуючих інструментів реалізації валютно-курсової політики в Україні, при дії режиму плаваючого валютного курсу, виступають короткостроковим інструментом впливу на курсову динаміку;

по-третє, валютні інтервенції, які активно проводились банківським регулятором в Україні із 1997 року з метою підтримки обмінного курсу гривні щодо долара США в межах офіційно встановленого коридору та подолання надмірних флуктуацій курсової динаміки, після запровадження режиму регульованого плавання і прив'язки національної грошової одиниці до американської валюти у 2000 році, виступали домінуючим джерелом приросту грошової маси в обігу упродовж 2000 – 2004 років. При цьому, масштабні інтервенції, що проводились НБУ із другої половини 2008 року в умовах зниження довіри до політики Нацбанку, спрямованої на досягнення цінової і курсової стабільності, та зростання попиту на іноземну валюту, викликали дефіцит вільної ліквідності в банківській системі;

по-четверте, незважаючи на те, що в економічній літературі домінує думка, згідно якої зростання вартості національної грошової одиниці забезпечує зниження цін та уповільнення темпів інфляції, варто зазначити, що ревальвація обмінного курсу гривні, яка спостерігалась у період економічного зростання, і особливо у 2005 та 2008 роках, у зв'язку із припливом іноземної валюти й перевищення її пропозиції над попитом, не сприяла зниженню темпів приросту рівня внутрішніх цін, оскільки уповільнення темпів інфляції у літній період слід розглядати, як сезонний чинник, що спостерігається щороку. Зміцнення позицій національної грошової одиниці, підірвавши довіру населення до долара США, як засобу нагромадження, спричинило вихід на внутрішній ринок валютних заощаджень домашніх господарств, зростання попиту та, відповідно, суттєве підвищення рівня внутрішніх цін;

по-п'яте, нагромадження ревальваційного потенціалу внаслідок активної участі НБУ на УМВР, пов'язаної із купівлею надлишкової пропозиції іноземної валюти, в умовах вільного доступу до іноземних ресурсів, низьких відсоткових ставок за кредитними ресурсами в іноземній валюті, зумовивши зміцнення очікувань економічних агентів щодо стабільності обмінного курсу в майбутньому, стимулювало зростання попиту на кредитні ресурси в іноземній валюті, що у свою чергу, породило дисбаланс у співвідношенні вимог і зобов'язань банків в іноземній валюті і, відповідно, створило виклик стійкості фінансової системи України внаслідок появи загрози неплатоспроможності позичальників, особливо в сучасних умовах девальвації;

по-шосте, валютно-курсова політика НБУ, яка проводилась із 2000 року та була спрямована на підтримку конкурентоспроможного обмінного курсу гривні щодо долара США, який сформувався внаслідок обвалу національної грошової одиниці у 90 – х роках ХХ століття, зумовила стрімке нарощення експорту та вартісне перевищення його обсягів над імпортом упродовж шести років. Так, якщо у 2001 році сальдо поточного рахунку платіжного балансу становило 3,7% ВВП і за три роки збільшилось на 6,9 відсоткових пункти, то уже станом на 01.01.2008 року заданий показник дорівнював (-4,2%) ВВП, і за дванадцять місяців досягнув рівня (-7,1%) ВВП. Оскільки весняна ревальвація, створення

ради імпортерів при КМУ у 2005 році та укріплення РЕОК, тенденція до якого намітилась у 2004 році у зв'язку із прискоренням інфляції в державі порівняно із країнами – основними торговельними партнерами, зумовили погіршення рахунку поточних операцій платіжного балансу держави, в частині балансу товарів та послуг;

по-сьоме, після періоду штучного завищення курсу національної грошової одиниці, девальвація гривні у 1998 – 1999 роках більше ніж удвічі щодо долара США та на 108% щодо євро, забезпечивши підвищення цінової конкурентоспроможності вітчизняних товаровиробників та, відповідно, зростання експортної виручки, сприяла щорічному нарощенню вартісних обсягів експортного мита до Державного бюджету України. Поряд із цим, зростання об'ємів експортної виручки та укріплення курсу гривні, що мало місце із 2000 року, викликали додатковий попит на імпорт та, як наслідок, збільшення надходжень імпортного мита, ПДВ, акцизного збору від операцій ввезення.

Основні положення розділу висвітлені у наукових працях автора [144; 146].

РОЗДІЛ 3 ВАЛЮТНО-КУРСОВА ПОЛІТИКА УКРАЇНИ У КОНТЕКСТІ РЕАЛІЗАЦІЇ СТРАТЕГІЧНИХ НАЦІОНАЛЬНИХ ІНТЕРЕСІВ

3.1. Ефективна валютно-курсова політика як інструмент зміцнення міжнародної ліквідної позиції України

У ХХІ столітті, на сучасному етапі глобалізації, особливістю якого є поглиблення торговельно-економічних та фінансово-кредитних відносин, надзвичайно актуальною є проблема забезпечення платоспроможності держави як позичальника, тобто своєчасного погашення зовнішніх зобов'язань прийнятними для кредитора платіжними засобами, не порушуючи при цьому нормальний хід відтворювального процесу, та передбачає підтримку певних темпів економічного зростання і стабільності курсової позиції національної грошової одиниці, що у свою чергу вимагає ефективного управління валовими міжнародними резервами країни.

Офіційні золотовалютні резерви, забезпечуючи платоспроможність країни на світовому ринку, виступають і однією із найважливіших передумов проведення ефективної валютної та валютно-курсової політики як її складової, оскільки впливають на можливості ефективного використання інструментів валютного регулювання, особливо, девізної політики, встановлення режиму валютного курсу, регулювання платіжного балансу держави та ін.

Поряд із цим, здійснюючи регулювання національної економіки, шляхом проведення інтервенцій на міжбанківському валютному ринку, центральний банк держави, як суб'єкт реалізації валютно-курсової політики, впливає на обсяги міжнародних резервів та показники, що відображають їх достатність, і відповідно, рівень зовнішньої платоспроможності держави.

Процес формування валових міжнародних резервів в Україні розпочався у 1992 році, у зв'язку із необхідністю підтримки курсу національної валюти.

На етапі становлення системи валютного регулювання (1991 – 1998 рр.), який розпочався з проголошення політичної незалежності України і характеризувався відсутністю формального і фактичного розподілу єдиної

валютно-грошової системи СРСР між новоствореними державами, що обумовлювало повну невизначеність правил та органів регулювання, Україна була вимушена вести довгі та безрезультативні переговори щодо отримання належної частини золотовалютних резервів СРСР (16,3%) й валютних коштів, які належали клієнтам відділень Внешторгбанку на її території. Разом із тим, Україна виборювала собі право на створення міжнародних резервів, оскільки навіть сама їх необхідність піддавалась сумніву в умовах гострої нестачі пропозиції на валютному ринку країни¹.

За рахунок проведення операцій, шляхом здійснення первинної емісії у 1992 році, на Українській міжбанківській валютній біржі у валовий міжнародний резерв держави було придбано 2,2 млн. дол. США [69] і на кінець періоду міжнародні ліквідні активи України становили 468,8 млн. дол. США.

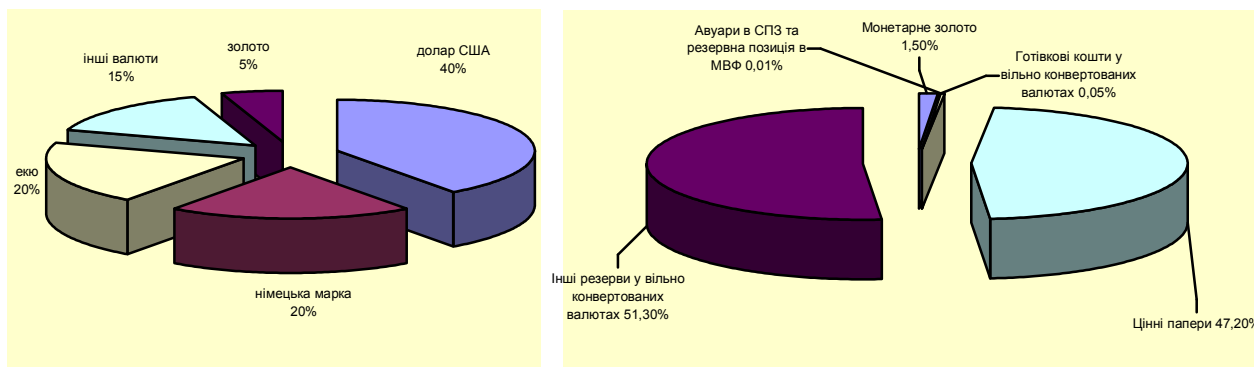
Золотовалютний запас України за роки економічної незалежності збільшився у 70 разів, і станом на 1.12.2008 року досягнув 34413,0 млн. дол. США, що, у свою чергу, сприяло підвищенню міжнародної валютної ліквідності України і, відповідно, рівня її фінансової безпеки.

Варто зазначити, що приріст загальної маси офіційних валютних резервів України відбувався виключно за рахунок валютної компоненти і цінних паперів, номінованих в іноземній валюті, тоді як вартість офіційних золотих запасів зменшилась, разом із скороченням частки золота у структурі українських резервів (див. рис. 3.1.).

Так, на кінець 2007 року, у порівнянні із 1992 роком, питома вага монетарного золота в структурі міжнародних валютних резервів скоротилась на 3,5 відсоткові пункти і дорівнювала 1,5%. При цьому, авуари в СПЗ і резервна позиція в МВФ становили лише 0,009%.

Окрім того, у 2007 році проти 1992 року, частка готівкових коштів та інших резервів у вільноконвертованій валюті скоротились із 95% до 51,35%, у той час, як вартісний обсяг цінних паперів у валових міжнародних резервах держави становив 47,16%.

¹ Перша спроба створення резерву за рахунок стабілізаційного кредиту від ЦБ Росії була здійснена у листопаді 1992 року, але уже в грудні ці кошти були витрачені урядом на оплату туркменського газу, а створення резерву вільноконвертованої валюти розпочалося лише у 1993 році.



на кінець 1992 року

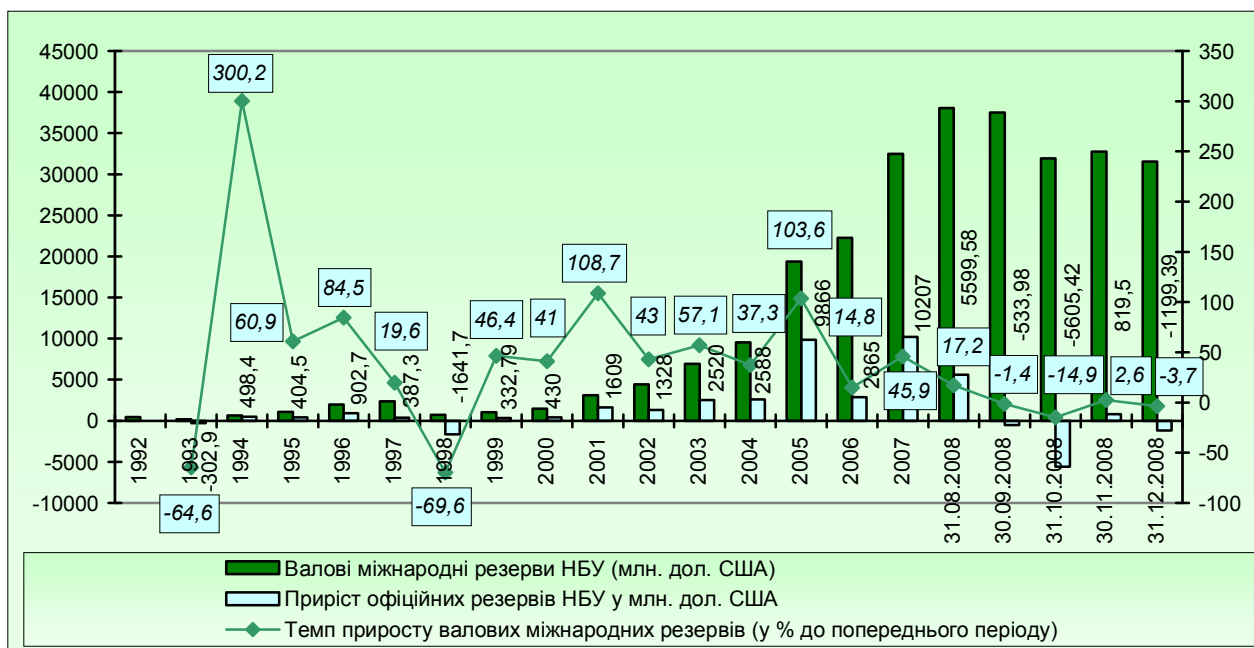
на кінець 2007 року

Джерело: Грошово-кредитна політика в Україні / [Володимир Семенович Стельмах, Анатолій Олександрович Єпіфанов, Наталія Іванівна Гребеник, Володимир Іванович Міщенко]; за редакцією В.І. Міщенка. – [2.вид., перероб. і доп.]. - К. : Знання, 2003. - 421с. (1992 рік); Розраховано автором на основі даних розміщених на Інтернет – сторінці Національного банку України – Основні тенденції валютного ринку України [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/Fin_ryn/Pot_tend_v/index.htm (2007 рік).

Рис. 3.1. Структура міжнародних резервів України

Упродовж 1992 – 1996 років, в умовах поступової стабілізації економічних процесів, що відбувалися в державі, підвищення довіри до національної грошової системи і запровадження Декретом Кабінету Міністрів України “Про систему валютного регулювання і контролю” № 15 – 93 від 19.02.1993р., Законом України “Про порядок здійснення розрахунків в іноземній валюті” № 185/94 – ВР від 23.09.1994р. обов’язкового продажу 50% валютної виручки експортерами упродовж 90 днів після здійснення експортно-імпортних операцій, спостерігалось динамічне нагромадження офіційних валютних резервів і стабілізація курсової динаміки національної грошової одиниці по відношенню до американського долара (див. рис. 3.2., Додаток Т).

У 1996 – 1997 рр. в умовах залучення короткотермінового капіталу нерезидентів для фінансування дефіциту бюджету шляхом розміщення урядом ОВДП і, відповідно, зростання пропозиції доларів США та її перевищення над попитом, що у свою чергу викликало проведення Національним банком України політики стримування ревальвації гривні, яка проявлялась у викупі надлишку іноземної валюти на Українській міжбанківській валютній біржі, кошти офіційного валютного резерву НБУ зросли на 84,5% (або на 902,7 млн. дол. США) і 19,6% (або на 381,1 млн. дол. США), відповідно, та на кінець 1997 року становили 2358,9 млн. дол. США (див. рис. 3.2.).



Джерело: рисунок побудовано на основі розрахунків проведених за даними “Платіжного балансу і зовнішнього боргу України” [Електронний ресурс] – Режим доступу до журналу: [http://www.bank.gov.ua/Publication/Of_vydan/index.htm#Платіжний баланс і зовнішній борг України](http://www.bank.gov.ua/Publication/Of_vydan/index.htm#Платіжний%20баланс%20і%20зовнішній%20борг%20України); Барановський О. І. Фінансова безпека: [монографія] / Олександр Іванович Барановський. - К.: Фенікс, 1999. - 338с.

Рис. 3.2. Міжнародна валютна ліквідність України станом на кінець 1992 – 2008 років

Однак, наприкінці 1997 року – на початку 1998 року, у зв’язку із загостренням валютно-фінансової кризи в Азії, нестабільністю економічної ситуації в Україні, відміною обов’язкового продажу валютної виручки експортерами, недосконалістю законодавства у валютній сфері, що негативно вплинули на інвестиційний клімат в державі, спостерігалось виведення нерезидентами капіталу із української економіки. Продаж іноземної валюти (американських доларів) Національним банком України із офіційного валютного резерву у зв’язку із необхідністю підтримки курсу гривні в межах оголошеного валютного коридору 1,7 – 1,9 гривні за долар США, призвело до скорочення валових міжнародних резервів НБУ. У 1998 році централізовані резерви, в річному вимірі, зменшились на 69,6% (1641,7 млн. дол. США) до 717,21 млн. дол. США (див. рис. 3.2.).

Уже із кінця 1999 року, у зв’язку із введенням 7 вересня 1998 року обов’язкового продажу 75% надходжень валютних коштів на рахунки експортерів, а із 15.09.1998 року - 50% експортної виручки, поживавленням

кон'юнктури на світових ринках традиційних товарів українського експорту та, як наслідок, зростанням обсягів валютних інтервенцій Національного банку України з купівлі іноземної валюти, зумовлених нарощенням кількісних й вартісних обсягів експорту, щорічні темпи зростання валових міжнародних резервів становили від 114,8% до 208,7% (див. рис. 3.2.).

Як свідчать дані таблиці 3.1, тенденція приросту офіційних валютних резервів держави збігається із тенденцією приросту вітчизняного експорту товарів та послуг, за винятком 2001, 2005 років, у яких темпи нарощення валових резервів значно випереджали темпи зростання абсолютної величини валютної виручки експортерів. Так, станом на кінець 2001, 2005 років, у номінальному виразі валові міжнародні резерви Національного банку України зросли з 430,00 млн. дол. США (на початок 2001 року) до 1609,00 млн. дол. США (на 108,7%), за станом на 31.12.2001 р., та з 2588 млн. дол. США до 9866 млн. дол. США (на 103,6%) у 2005 році, тоді як темпи зростання вартісних обсягів експорту товарів і послуг у заданому періоді становили 109,5% й 107,5% відповідно.

Таблиця 3.1
Динаміка міжнародних резервів Національного банку України, експорту товарів і послуг, притоку прямих іноземних інвестицій

Показники	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Валові міжнародні резерви НБУ (млн. дол. США)	1971,6	2358,9	717,2	1050	1480	3089	4417	6937	9525	19391	22256	32463	31543
Приріст офіційних резервів: у млн. дол. США у % до попереднього року	902,7 84,5	387,3 19,6	-1641,7 -69,6	332,8 46,4	430 41,0	1609 108,7	1328 43,0	2520 57,1	2588 37,3	9866 103,6	2865 140,9,8	10207 45,9	-920 -2,8
Експорт товарів та послуг (млн. дол. США)	20346	20355	17621	16332	19248	21086	23351	28953	41291	44378	50239	64001	85612
Темп приросту експорту товарів та послуг у млн. дол. США у %	-	9 0,04	-2734 -13,4	-1289 -7,3	2916 17,9	1838 9,5	2265 10,7	5602 24,0	12338 42,6	3087 7,5	5861 13,2	13762 27,4	21611 33,8
Прямі інвестиції в Україну (млн. дол. США)			2801	3282	3875	4801	5924	7566	9606	17209	22724	38467	46800
Зміни обсягів інвестицій за період (млн. дол. США)			-	496	594	792	969	1424	1715	7808	5515	15743*	8333
Чисті зміни прямих іноземних інвестицій у %			-	17,7	18,1	20,4	20,2	24,0	22,7	81,3	32,0	69,3	21,7

Примітка: * до кінця 2007 року з врахуванням надходжень від приватизації Криворіжсталі.

Джерело: Розраховано та побудовано автором за даними: "Про стан платіжного балансу" за 1999 – 2008 роки [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/Balance/index.htm>; "Платіжний баланс і

Найвірогіднішим поясненням даного явища є те, що зростання валютних резервів пов'язане не лише із нарощенням експорту, позитивним сальдо торгового балансу, але й зі зниженням відпливу капіталу з України, повернення раніше вивезених коштів, притоком іноземних інвестицій у зв'язку із поліпшенням макроекономічної ситуації в державі.

Зокрема, із 1999 року, обсяги чистого притоку прямих іноземних інвестицій, у зв'язку із зростанням інвестиційної привабливості української економіки, досягненням, завдяки регулюючим заходам НБУ, курсової стабільності, щорічно перевищують рівень попереднього року (за виключенням 2004, 2006 років), що в умовах дії режиму регульованого плавання, який передбачає прив'язку гривні до долара США, з метою уникнення флуктуацій курсу національної грошової одиниці щодо американської валюти, вимагають проведення Національним банком України купівлі іноземної валюти на міжбанківському валютному ринку.

Починаючи із 1998 року в Україні спостерігається суттєвий притік прямих іноземних інвестицій. Упродовж 1998 – 2007 років, їх чистий притік щорічно збільшувався в середньому на 34%, а загальна сума прямих інвестицій з кінця 1998 року зросла більш як у 17 разів та склала на кінець листопада 2008 року 48885 млн. дол. США (див. табл. 3.1).

Аналізуючи дані таблиці 3.1, зауважимо, що зростання валових міжнародних резервів на 203,6% у 2005 році при 7,5% темпі приросту експорту товарів і послуг, викликане значною мірою суттєвим притоком прямих іноземних інвестицій, які у 2005 році склали 7,8 млрд. дол. США, що у 4,5 разів перевищували аналогічний показник 2004 року. Рекордні обсяги притоку прямих іноземних інвестицій були зумовлені надходженням коштів від приватизації компанією “Mittal Steel” металургійного заводу “Криворіжсталь” та продажу банку “Аваль”, що, у свою чергу, дозволили збільшити резервні активи держави на 9,8 млрд. дол. США. Однак, незважаючи на позитивне сальдо інтервенцій, які проводились НБУ у 2005 році та забезпечили зростання резервних активів України до 19391 млн. дол. США і, відповідно, підвищення показників, що

характеризують їх достатність, у 2005 році мала місце 3,8% ревальвація національної грошової одиниці відносно долара США (див. Додаток Т).

Притік середньо – і довгострокових фінансових ресурсів у 2006 – 2007 роках, одним із визначальних факторів стимулювання якого виступала макроекономічна стабільність, в тому числі і стабільність курсової динаміки гривні, дозволив знівелювати негативне сальдо поточного рахунку платіжного балансу, що на кінець 2006 року становило 1,6 млрд. дол. США (або -1,5% ВВП) і за станом на 01.01.2008 року, проти відповідного періоду минулого року, зросло у 3,7 разів й дорівнювало 5,9 млрд. дол. США, а також збільшити резервні активи Національного банку України на 2,9 та 10,2 млрд. американських доларів (2006 – 2007 рр.) [201].

За 2007 рік валові міжнародні резерви Національного банку України зросли на 10207 млн. дол. США (45,9%) до 32463 млн. дол. США, тоді, як у 2006 році на 14,8% (2865 млн. дол. США).

Проте, тенденція, що намітилась із початку 2000 року, змінилась на протилежну у другій половині 2008-го (див. рис. 3.2.). З метою недопущення девальвації національної грошової одиниці в умовах подвійного дефіциту, як за поточним, так і за фінансовим рахунком платіжного балансу у жовтні 2008 року, НБУ на міжбанківському валютному ринку було витрачено 4114,8 млн. дол. США із офіційного резерву держави, що, у свою чергу, зумовило скорочення останнього на 15% [8].

НБУ намагався управляти спадом гривні за допомогою продажу валютних резервів і, у листопаді поточного року, у якому дефіцит платіжного балансу в розмірі 3,3 млрд. дол. США був профінансований за рахунок резервних активів. Проте, на відміну від жовтня, валові міжнародні резерви НБУ зросли на 2,6 відсоткові пункти (1,2 млрд. американських доларів), у зв'язку із отриманням першого траншу за кредитом stand – by МВФ в розмірі 4,5 млрд. дол. США [9].

У грудні 2008 року, інтервенції з продажу іноземної валюти на УМВР становили лише 2,7 млрд. дол. США, що у значній мірі було обумовлено переходом до “вільного плавання” і, відповідно, обмеженням участі НБУ на ньому та виконанням умов меморандуму, підписаного з МВФ, що передбачав

мінімальний рівень резервів Нацбанку за підсумками року у розмірі 26,7 млрд. дол. США [216].

У 2006 – 2007 роках, у загальній структурі офіційних резервів України переважали запаси іноземних вільноконвертованих валют у формі залишків на поточних і кореспондентських рахунках в закордонних банках, казначейських векселів, короткострокових, довгострокових урядових цінних паперів, які проти грудня 2006 року, у 2007 році зросли на 31,5% до 31954,02 млн. дол. США. Монетарне золото, авуари в СПЗ, резервна позиція в Міжнародному валютному фонді та готівкові кошти у вільноконвертованих валютах становили незначну частину у структурі офіційних валютних резервів держави.

За підсумками 2007 року, монетарне золото становило у структурі резервів 490,09 млн. дол. проти 357,73 млн. дол. у 2006 році. Готівкові кошти у вільноконвертованій валюті збільшились за період, що аналізується на 2,3% до 15,05 млн. американських доларів, у той час, як авуари у спеціальних правах запозичення і резервна позиція в Міжнародному валютному фонді зросли із 1,49 до 2,82 млн. дол. США.

Як свідчать дані таблиці 3.2, із 2005 до 2008 року, в умовах надлишку пропозиції іноземної валюти на міжбанківському валютному ринку, інтервенції, які проводились Національним банком України, здійснювались, виключно, із метою недопущення суттєвих коливань курсу гривні у напрямку ревальвації, за виключенням 1 кварталу 2006 року. Міжнародні валютні резерви особливо стрімкими темпами зростали у 2005, 2007 роках. Так, у 2005 та 2007 роках їх річний приріст становив 9869,86 млн. дол. США і 10205,72 млн. дол. США відповідно проти 2861,64 млн. дол. США у 2006 році. Таким чином, валютні інтервенції НБУ були одним із основних джерел наповнення валютних резервів держави. У IV кварталі 2005 року, I, II, III, IV кварталах 2006 року, II, III, IV кварталах 2007 року¹, зростання міжнародних валютних резервів відбувалось більшими темпами, аніж зростання грошової маси в обігу, що, в свою чергу, позначилось на їх співвідношенні і, відповідно, забезпечило підвищення

¹ У 2007 році на динаміку валових міжнародних резервів суттєво вплинуло залучення кредитних ресурсів із зовнішніх джерел Державною службою автомобільних доріг України.

показника, що характеризує покриття грошової маси офіційними валютними резервами та виступає індикатором раннього попередження про зміну курсової динаміки.

Таблиця 3.2

Валютні інтервенції, валові міжнародні резерви та виплати за державними зовнішніми борговими зобов'язаннями

<i>Період</i>	<i>Інтервенції НБУ з купівлі (+), з продажу (-), млн. дол. США</i>	<i>Валові міжнародні резерви на кінець періоду, млн. дол. США</i>	<i>Зміна валових міжнародних резервів, млн. дол. США</i>	<i>Фактичні витрати пов'язані з державним зовнішнім боргом, тис. дол. США</i>
I квартал 2005	3102,1	11952,62	2427,72	483885,33
II квартал 2005	1504,1	13072,56	1119,94	257570,48
III квартал 2005	1343	14256,65	1184,09	536539,81
IV квартал 2005	4503,1	19394,76	5138,11	285181,06
Всього за 2005 рік	10452,3	19394,76	9869,86	1563176,68
I квартал 2006	-1842,1	17259,54	-2135,22	455206,47
II квартал 2006	258,6	17586,27	326,73	244400,94
III квартал 2006	1368,8	19140,63	1554,36	526244,39
IV квартал 2006	1120,7	22256,40	3115,77	274115,4
Всього за 2006 рік	906,0	22256,40	2861,64	1499967,20
I квартал 2007	994,5	22970,95	714,55	490560,67
II квартал 2007	2409,5	25885,71	2914,76	252865,67
III квартал 2007	3509,2	30618,57	4732,86	201606,96
IV квартал 2007	1039,2	32462,12	1843,55	295506,76
Всього за 2007 рік	7952,4	32462,12	10205,72	1240540,06
I квартал 2008	250,5	33228,72	766,6	162019,98
II квартал 2008	2615,3	35439,26	2210,54	265892,61
III квартал 2008	3547,1	37528,60	2089,34	176462,97
IV квартал 2008	-10284,3	31543,29	-5985,31	297231,71
Всього за 2008 рік	-3871,4	31543,29	-918,83	901607,27

Джерело: розраховано та побудовано автором за даними: Основні тенденції валютного ринку України [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/Fin_ryn/Pot_tend_v/index.htm.; Державний борг [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/archive/main?cat_id=36047.

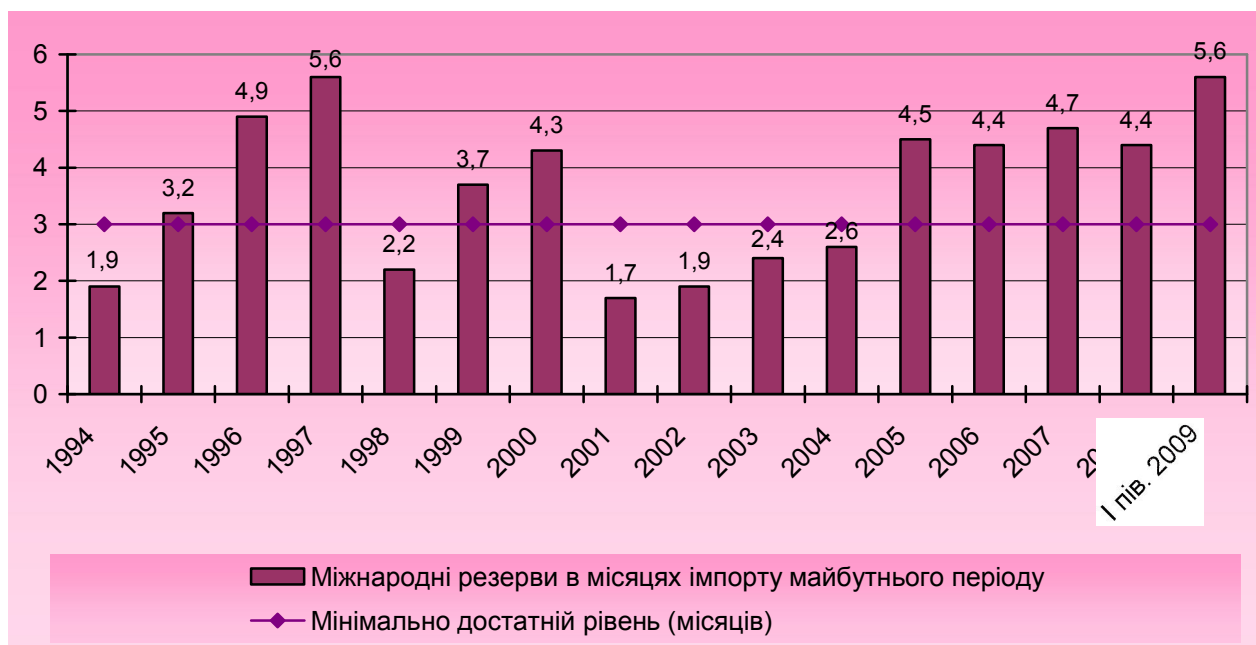
У той же час, зовнішні виплати Міністерства фінансів України і НБУ з погашення та обслуговування державної зовнішньої заборгованості здійснювалось своєчасно та в повному обсязі.

Таким чином, курсова політика, яка проводилась із запровадження режиму регульованого плавання наприкінці 1999 року, до другої половини 2008 року, з метою недопущення флуктуацій курсової динаміки, забезпечила не лише нагромадження валових міжнародних резервів НБУ, але і підвищення показників, що характеризують їх достатність, та, відповідно, рівня фінансової безпеки України в цілому.

Зокрема, у світовій практиці для оцінки рівня достатності міжнародних резервів застосовують показники, що відображають їх співвідношення із вартісними обсягами імпорту, ВВП, зовнішніх платежів, зовнішнього державного боргу, грошовою базою та ін.

Так, сформований обсяг офіційних валютних резервів станом на 1.01.2008 року, надавав можливість фінансувати майбутній імпорт товарів та послуг упродовж 4,7 місяців, що згідно розрахунків, представлених Міжнародним валютним фондом є достатнім, оскільки перевищує вартість квартального обсягу товарів і послуг, які імпортуються в майбутньому періоді.

Вищенаведений індикатор фінансової безпеки держави на кінець грудня 2007 року, у порівнянні із аналогічним періодом 1998 року, в якому, у зв'язку із світовою фінансовою кризою спостерігалось рекордне скорочення накопичених за роки незалежності валових міжнародних резервів для підтримки курсу гривні щодо американського долара в межах оголошеного Національним банком України валютного коридору, зріс із 2,2 тижнів до 20 тижнів покриття майбутнього імпорту (див. рис. 3.3.).



Примітка: до 2001 року міжнародні резерви виражені в тижнях імпорту майбутнього періоду.

Джерело: побудовано автором за даними: "Про стан платіжного балансу" [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/Balance/index.htm>.

Рис. 3.3. Покриття валовими міжнародними резервами імпорту товарів і послуг у 1994 – I півріччі 2009 рр.

Проте, у 2008 році, внаслідок проведення інтервенцій у другому півріччі, з метою усунення девальваційного потенціалу, незважаючи на зниження кількісних та вартісних обсягів імпорту у зв'язку із стрибками курсу, скороченням кредитування, зниженням реальних доходів та, відповідно, купівельної спроможності населення, даний показник порівняно із минулим роком знизився на 0,3 пункти.

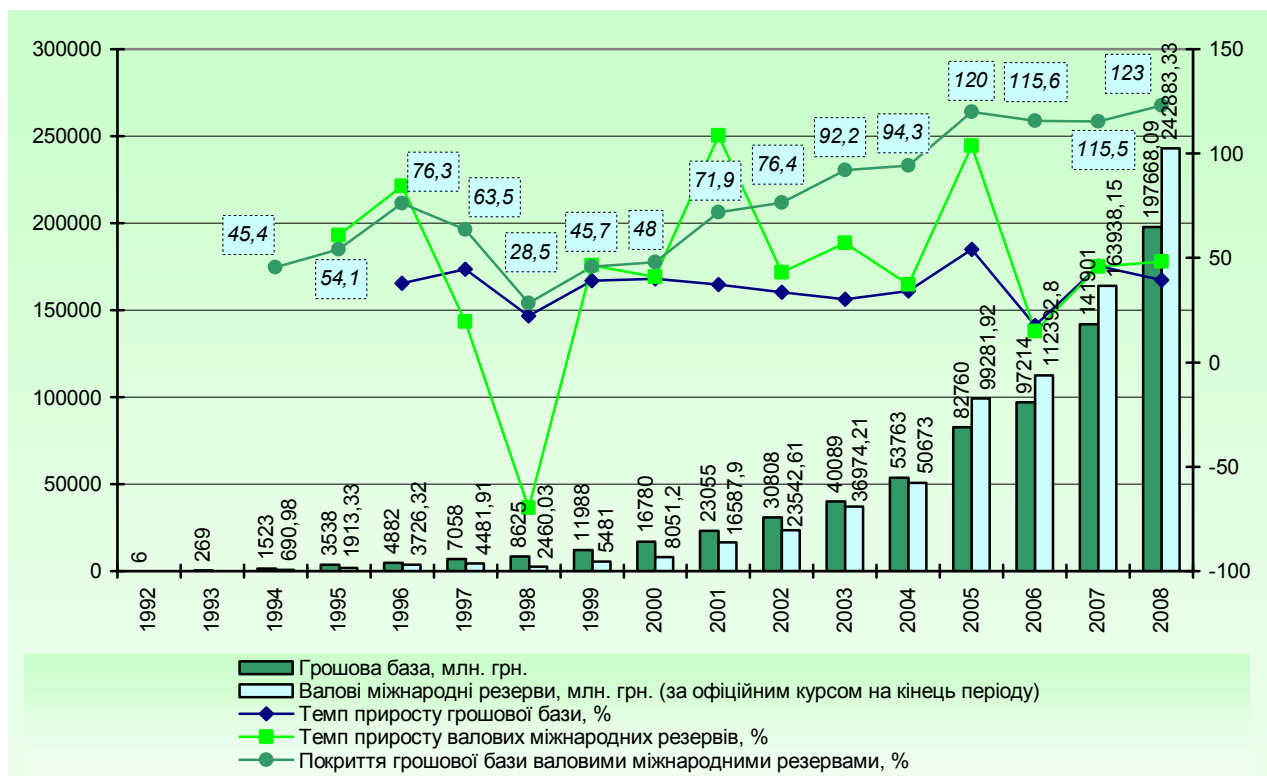
Для характеристики достатності валових міжнародних резервів, стан яких впливає на рівень фінансової безпеки держави, використовується їх співвідношення із обсягом грошової бази в обігу, яке характеризує здатність уникати різких курсових коливань і спекулятивних атак на курс національної грошової одиниці. Що ближче це співвідношення до 100%, то менша імовірність дестабілізації валютного курсу, якщо заданий індикатор нижчий за 60%, девальвація може становити 45% і більше [226].

Аналізуючи рівень валових міжнародних резервів у контексті покриття готівки в обігу, резервів комерційних банків та інших коштів на кореспондентських рахунках в НБУ у 2007 році, можна зробити висновок про те, що девальвація курсу у найближчому періоді малоімовірна, оскільки їх співвідношення становило 115,5%.

Проте, незважаючи на високе значення вищезазначеного параметра, у 2008 році мала місце 52% девальвація офіційного курсу гривні щодо американського долара.

Зростання покриття резервами грошової бази в Україні спостерігається із 1999 року, що в свою чергу було зумовлено перевищенням темпів приросту міжнародних валютних резервів над приростом монетарної бази.

Так, із початку 1999 року, за винятком 2006 – 2007 рр., темпи зростання резервів перевищували темпи зростання грошової бази на 1 – 71,3% (див. рис. 3.4.).



Джерело: розраховано та побудовано автором за даними: “Бюлетеня Національного банку України” [Електронний ресурс] – Режим доступу до журн.: [http://www.bank.gov.ua/Publication/Of_vydav/index.htm#Бюлетень Національного банку України](http://www.bank.gov.ua/Publication/Of_vydav/index.htm#Бюлетень%20Національного%20банку%20України); Основні тенденції валютного ринку України [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/Fin_ryn/Pot_tend_v/index.htm.

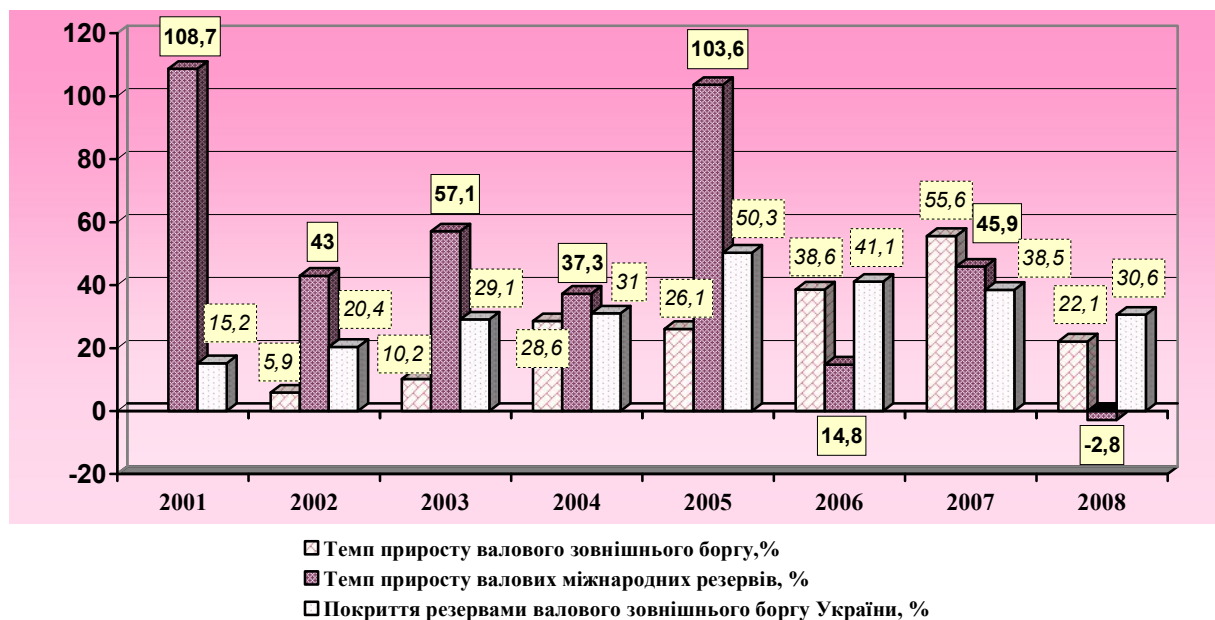
Рис. 3.4. Динаміка валових міжнародних резервів, грошової бази та її покриття офіційними валютними резервами НБУ

У 1999 році показник покриття міжнародними резервами грошової бази зріс на 17,2 відсоткові пункти та досягнув рівня 45,7%, що на 2,3 відсоткові пункти нижче у порівнянні із груднем 2000 року. За 2001 рік значення вищезазначеного індикатора зросло на 23,9 відсоткові пункти. Аналогічна ситуація спостерігалась і у 2003 й 2005 роках, у яких показник покриття грошової бази досягнув 92,2% та 120,0%. Наприкінці ж 2005 року, мало місце злам тенденції, що намітилась після валютно-фінансової кризи 1998 – 1999 рр.

Проте, незважаючи на позитивні тенденції в динаміці показників покриття валовими резервами грошової бази і майбутнього імпорту, що виступають індикаторами раннього попередження про зміну курсу національної валюти і стану фінансової безпеки держави в цілому, викликають занепокоєння показники покриття валового зовнішнього боргу України.

Незважаючи на те, що критичним із погляду забезпечення міжнародної ліквідності був 1998 рік, у якому зовнішній борг перевищував валові валютні

резерви у 18 разів, а у наступні роки спостерігалось поліпшення ситуації, із 2006 року, має місце зниження показника, який відображає відношення валових міжнародних резервів НБУ до валового зовнішнього боргу України (див. рис. 3.5.).



Джерело: розраховано та побудовано автором за даними: “Платіжний баланс і зовнішній борг України” [Електронний ресурс] – Режим доступу до журн.: [http://www.bank.gov.ua/Publication/Of_vydav/index.htm#Платіжний баланс і зовнішній борг України.](http://www.bank.gov.ua/Publication/Of_vydav/index.htm#Платіжний_баланс_і_зовнішній_борг_України.); Основні тенденції валютного ринку України [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/Fin_ryn/Pot_tend_v/index.htm.

Рис. 3.5. Покриття валовими міжнародними резервами НБУ валового зовнішнього боргу України й динаміка їх темпів приросту

Із 2001 по 2006 рік показник покриття валового зовнішнього боргу міжнародними резервами збільшився на 35,1 відсоткових пунктів до 50,3%, що у свою чергу, було зумовлено перевищенням темпів зростання останніх над темпами збільшення обсягів зовнішньої заборгованості держави (див. рис. 3.5.).

Проте, у 2006 – 2007 роках, у зв’язку із стрімкими темпами зростання зовнішньої заборгованості, що становили 138,6% і 155,6% відповідно, у зв’язку із суттєвим приростом приватного боргу, зокрема в банківському й інших секторах економіки, та перевищували щорічне зростання міжнародних резервів на 23,8 й 9,7 відсоткові пункти, мали місце негативні тенденції у динаміці показника, що відображає відношення валових міжнародних резервів НБУ та зовнішнього боргу держави, який лише за два роки знизився на 12 відсоткових пунктів.

Дана тенденція продовжувалась і у 2008 році, у якому вищезазначений показник станом на 31.12.2008 року становив 30,6%, що на 7,9 відсоткові пункти нижче порівняно із 2007 роком.

У той же час, запозичення, які мають короткостроковий характер із 2005 року покривалися валовими міжнародними резервами на: 177,2% - на кінець 2005 року, 146,3% - на кінець 2006 року, 142,8% - на кінець 2007 року, що у свою чергу зумовлено прискоренням темпів залучення зовнішніх позик із короткостроковим терміном погашення (див. рис. 3.6.).



Джерело: розраховано та побудовано автором за даними: “Платіжний баланс і зовнішній борг України” [Електронний ресурс] – Режим доступу до журн.: [http://www.bank.gov.ua/Publication/Of_vydav/index.htm#Платіжний баланс і зовнішній борг України.](http://www.bank.gov.ua/Publication/Of_vydav/index.htm#Платіжний%20баланс%20і%20зовнішній%20борг%20України.;); Основні тенденції валютного ринку України [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/Fin_ryn/Pot_tend_v/index.htm.

Рис. 3.6. Динаміка короткострокового зовнішнього боргу України та його покриття валовими міжнародними резервами

У січні – вересні 2008 року темпи зростання короткострокової заборгованості на 12 відсоткових пункти перевищували темпи зростання довгострокової зовнішньої заборгованості, що призвело до зростання частки короткострокового боргу у валовому зовнішньому борзі з 26,6% до 28,5%. Унаслідок перевищення темпів зростання короткострокового боргу над зростанням міжнародних резервів поступово знижувався коефіцієнт покриття резервними активами короткострокового зовнішнього боргу (до 1,249 за станом на 01.10.2008 порівняно з 1,441 на початок року та 1,772 станом на 01.01.2006) [7].

Проте, у разі виникнення кризової ситуації, у зв'язку із відтоком короткострокового капіталу, офіційні резерви НБУ все ж таки дають можливість задовольнити ажіотажний попит кредиторів на іноземну валюту у повному обсязі, оскільки на кінець 2008 року та 1 півріччя 2009 року коефіцієнт покриття короткострокових зобов'язань становив 143,1% й 138,6% відповідно.

При цьому забезпечується достатній рівень ліквідності з погашення зовнішнього боргу України. Так, у 2000 році питома вага платежів за зовнішніми зобов'язаннями сектору державного управління, органів грошово-кредитного регулювання, банківського сектору та інших секторів економіки України у золотовалютних резервах НБУ становила 204,7% і станом на кінець 2007 року скоротилась до 24,1%.

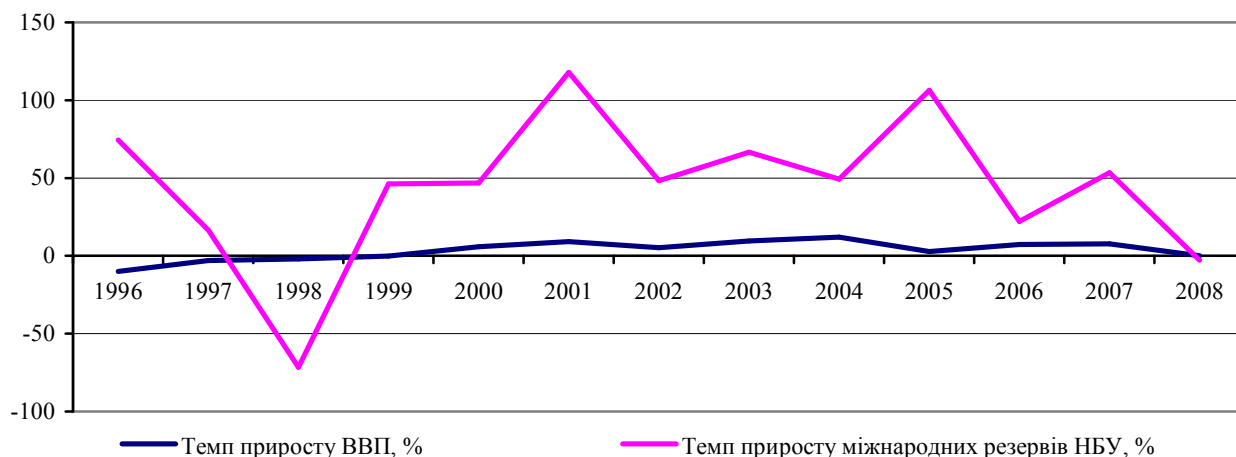
Утім, Україні загрожує хвиля корпоративних дефолтів. Неможливість залучити кредитні ресурси або інвестиції через світову фінансову кризу, значне зниження попиту на українську продукцію на світовому і внутрішньому ринках, дефіцит ліквідності, можуть призвести до банкрутства кількох десятків компаній з високим борговим навантаженням.

У 2009 році держава й корпоративний сектор зобов'язані здійснити виплати за зовнішніми борговими зобов'язаннями на суму 50 млрд. дол. США. При цьому, золотовалютні резерви Національного банку України, які на кінець 2008 року становили 31543,29 млн. дол. США й знизились у річному вимірі на 2,8% в умовах проведення інтервенцій із продажу іноземної валюти, задовольняють потребу боржників у валюті лише на 63%. Позичаючи в МВФ 16,4 млрд. дол., уряд явно враховував можливий дефіцит валюти у 2009 році, оскільки багатомільярдні виплати компаній і банків за зовнішнім боргом збігаються із зростанням дефіциту торговельного балансу й фінансового рахунку платіжного балансу, різким зниженням валютної виручки експортерів та інвестиційного потоку [225].

Одним із кількісних показників, що визначають достатність міжнародних резервів центрального банку держави виступає і їх співвідношення із ВВП країни.

Згідно досліджень, проведених Полтирєвичем та Поповим, перевищення темпів зростання валових міжнародних резервів над темпами зростання ВВП свідчить про високий рівень інвестицій, продуктивність капіталу, високі темпи розвитку зовнішньої торгівлі й економіки в цілому [263].

Як свідчать дані рисунку 3.7., в Україні темпи приросту резервів НБУ значно випереджають щорічні темпи зростання ВВП, що є свідченням експорто-орієнтованого розвитку економіки України.



Джерело: побудовано автором.

Рис. 3.7. Темпи приросту ВВП та валових міжнародних резервів НБУ у 1996 – 2008 роках

Таким чином, слід зазначити, що політика підтримки відносної стабільності номінального курсу гривні стосовно долара США, який порівняно із першою половиною 90-х років перебував на заниженому рівні, та до якої було здійснено перехід у 2000 році від режиму валютного коридору, дала змогу збільшити міжнародні резерви Національного банку України, що, в свою чергу, незважаючи на відволікання коштів з реального сектору економіки, забезпечило:

- підвищення забезпеченості майбутнього імпорту товарів і послуг необхідними валютними ресурсами;
- зростання валютного забезпечення грошової бази;
- збільшення можливості щодо погашення та обслуговування зовнішньої державної заборгованості;
- розширення можливостей НБУ щодо регулювання обмінного курсу при тимчасових коливаннях попиту і пропозиції на валютному ринку;

- позитивний сигнал для інвесторів, як резидентів, так і нерезидентів та зменшення ставок за зовнішніми запозиченнями.

Проте, в сучасних умовах світової фінансової кризи, проблема міжнародної ліквідності України загострюється, що обумовлено проведенням політики валютних інтервенцій із продажу іноземної валюти, з метою втримання обвалу курсу національної грошової одиниці й задоволення ажіотажного попиту на іноземну валюту на тлі послаблення стабільності функціонування банківської системи, за яких населення масово вилучало грошові кошти з депозитних рахунків комерційних банків та конвертувало їх у долари і євро, значних виплат корпоративного сектору за зовнішніми запозиченнями, здійснення розрахунків за імпортований газ, що збігається з різким зниженням припливу експортної виручки та інвестицій з – за кордону.

3.2. Макроекономічна динаміка та її вплив на варіативність валютного курсу і формування валютно-курсової політики держави

Обмінний курс національної грошової одиниці, виступаючи як ціллю економічної політики, так і інструментом макроекономічного регулювання, зазнає впливу ряду факторів, які, в свою чергу, визначають його динаміку.

Так, зокрема російські учені А. Наговіцин, В. Іванов до чинників, які впливають на процес курсоутворення відносять формуючі, структурні фактори, чинники державного регулювання, кризові прояви економіки, політичні і психологічні фактори, які в подальшому класифікують на три групи: утворюючі (формуючі), регулюючі та кризові.

До першої групи факторів, які безпосередньо впливають на динаміку обмінного курсу, російські учені відносять ВНП, платіжний баланс, зовнішню і внутрішню пропозицію грошей та процентні ставки.

А. Наговіцин, В. Іванов, окрім факторів, які безпосередньо позначаються на курсовій динаміці, виділяють і чинники, які впливають на зміну попередніх, таким

чином відбиваючись на процесі курсоутворення, а саме: фактори державного регулювання (податки, квоти, тарифи, ліцензії, кредитна та емісійна політика, регулювання цін, нормативно-правова база, діяльність центрального банку) та структурні фактори (біржова та банківська структура, сезонні чинники, напрям зовнішньоекономічної діяльності).

Як стверджують російські вчені, окрім перелічених вище чинників, на динаміку обмінного курсу впливають і чинники, що породжені розбалансованістю і дестабілізацією фінансової системи: кризові прояви економіки (бюджетний дефіцит, інфляція, відтік капіталу, скорочення обсягів виробництва, низька інвестиційна активність та ін.), а також політичні фактори (зміна правлячої влади, ступінь довіри населення до правлячих гілок влади, рівень надійності в управлінні економічною системою та ін.) та психологічні фактори (інфляційні очікування, недовіра до національної грошової одиниці, орієнтація цін на валютний курс) [172].

Професор В.М. Крашенніков чинники, які впливають на динамічні коливання обмінних курсів, поділяє на дві групи: кон'юктурні та структурні. До першої з них учений відносить чинники, які пов'язані з коливанням ділової активності (зміна рівня сукупного випуску в результаті зростання або падіння сукупного попиту), зовнішньоекономічною ситуацією, зміною внутрішньої політики. У той же час, згідно поглядів В. Крашеннікова, до структурних факторів, які позначаються на обмінному курсі вітчизняної грошової одиниці, належать купівельна спроможність національної грошової одиниці, темпи інфляції, стан платіжного балансу, різниця у процентних ставках країн, державна фінансова політика, рівень конкурентоспроможності національних товарів на зовнішніх ринках, зростання національного доходу, зростання внутрішніх цін [42].

Представники вітчизняної економічної думки, та зокрема Т. Вахненко, на відміну від російських учених, класифікує чинники, які визначають курсову динаміку на структурні та монетарні. При цьому, на її глибоке переконання, структурні чинники, і зокрема, темп зростання ВВП, продуктивність факторів виробництва, зміна умов торгівлі, ступінь відкритості національної економіки,

обсяг зовнішньої заборгованості, рівень внутрішніх відсоткових ставок, розмір державних видатків, впливають на формування реального обмінного курсу лише у середньо- та довгостроковій перспективі, а відповідно монетарні фактори (темпи інфляції, розширення грошової маси, зміна рівня чистих міжнародних резервів) є важливими при поясненні короткострокової нестабільності обмінного курсу національної валюти [46].

У свою чергу, Я. Белінська у монографії “Валютний курс та інфляція у трансформаційній економіці” поділяє фактори впливу на валютний курс на: довгострокові, що виступають глибинними чинниками зміни валютного курсу і визначають положення національної валюти в ієрархії грошових одиниць, але, які діють опосередковано, через зміни інших чинників (конкуренентоспроможність вітчизняних товарів, обсяг грошової маси, темп зростання ВВП, тенденції цінової динаміки); короткострокові (співвідношення попиту і пропозиції на валютному ринку, стан платіжного балансу, рух капіталів і сальдо розрахунків у певній валюті, валютні інтервенції, очікування валютного курсу, офіційні зміни паритету чи центрального курсу валюти); кризові і випадкові фактори (темпи інфляції, дефіцит бюджету, надмірна емісія, вплив спекулятивних капіталів, скорочення інвестицій і обсягів виробництва, падіння купівельної спроможності населення) [21] (див. Додаток У).

Таким чином, від’ємне сальдо платіжного балансу, рівень внутрішніх цін, реальна процентна ставка, інфляційні очікування, попит на експорт та імпорт, експортно-імпорتنі мита і квоти, виробництво, грошова маса виступають одними із визначальних факторів, що впливають на формування курсової динаміки (див. Додаток Ф). Згідно переконань С. Комягина, Л. Чорного, А. Наговіцина, В. Іванова, одним із визначальних чинників курсової динаміки виступає ВВП.

Курсова політика Національного банку України, яка проводилась із грудня 1999 року, що був ознаменований переходом до режиму регульованого плавання і підтримки заниженого курсу гривні, сприяла економічному зростанню, яке розпочалось у 2000 році і характеризувалось: інтенсивним піднесенням виробництва товарів і послуг на тлі посилення інвестиційної активності й

споживчого попиту; нарощенням об'ємів виручки, отриманої суб'єктами фінансово-господарської діяльності, як на внутрішньому, так і на зовнішньому ринках, та, особливо, покращення фінансових результатів підприємств, орієнтованих на експорт; зростанням частки останнього у структурі ВВП у зв'язку із сприятливою кон'юнктурою на світових ринках традиційних товарів українського експорту та курсовою динамікою національної грошової одиниці (див. Додаток X).

Так, питома вага експорту товарів і послуг станом на 31.12.2001 року становила 55,4%, 2003 – 57,8%, 2004 – 63,6%. Проте, із 2005 року має місце скорочення частки експорту у ВВП України (див. Додаток X).

У свою чергу, зростання питомої ваги експорту товарів і послуг у ВВП України призвело до посилення взаємозалежності курсової динаміки від темпів економічного розвитку держави. Згідно поглядів як вітчизняних, так і зарубіжних економістів, які займалися вивченням даної проблематики (Я. Белінська, В. Іванов, С. Комягіна, А. Наговіцин, Л. Чорний), на ринку чистої конкуренції, збільшення (зниження) ВВП на 1% викликає укріплення (здешевлення) національної валюти на 1% при умові, що ряд інших факторів залишаються незмінними.

Так, в Україні, інтенсивне піднесення виробництва товарів та послуг, що мало місце із 2000 року і спостерігалось на тлі посилення інвестиційної активності й споживчого попиту, сприяло стабілізації курсової динаміки гривні щодо американського долара, а з 2004 року до 2008 року і укріпленню її РЕОК.

Реальне зростання ВВП України, що спостерігалось із 2000 року в основному зумовлювалося збільшенням валової доданої вартості у промисловості (добувній, обробній), сільському господарстві, сфері послуг та суттєвим збільшенням його інвестиційної складової (див. Додаток X).

Зокрема, у 2002 – 2003 роках найвищі темпи зростання валової доданої вартості спостерігалися у обробній промисловості (118,2% у 2003 році проти 108,9% у 2002 році), оптовій і роздрібній торгівлі (114,4% у 2003 році), на транспорті (112,6% - 2003 р.) та в будівництві (123% у 2003 році).

У 2004 році, попри скорочення темпів приросту валової доданої вартості (порівняно з відповідним періодом минулого року) у будівництві на 4,6%, в обробній промисловості на 3,6%, на транспорті на 2,1%, мало місце зростання обсягу реального валового внутрішнього продукту на 112,1%, що на 2,5 відсоткові пункти більше ніж у 2003 році.

Проте, із 2005 року, розвиток економіки України характеризується уповільненням темпів економічного зростання, у зв'язку із несприятливою кон'юнктурою на зовнішніх ринках, в т. ч. і за рахунок погіршення цінової конкурентоспроможності внаслідок укріплення РЕОК. Так, зростання ВВП у 2005 році становило 102,6% і в основному зумовлювалось збільшенням валової доданої вартості у добувній і обробній промисловості (на 3,7% та 2% відповідно), на транспорті (на 7,4%).

У 2006 – 2007 рр., у зв'язку із поліпшенням зовнішньої кон'юнктури, щорічні темпи приросту реального ВВП становили 7%. Динамічне зростання валового внутрішнього продукту на даному етапі економічного розвитку України забезпечувалось значною мірою збільшенням валової доданої вартості промислових видів діяльності.

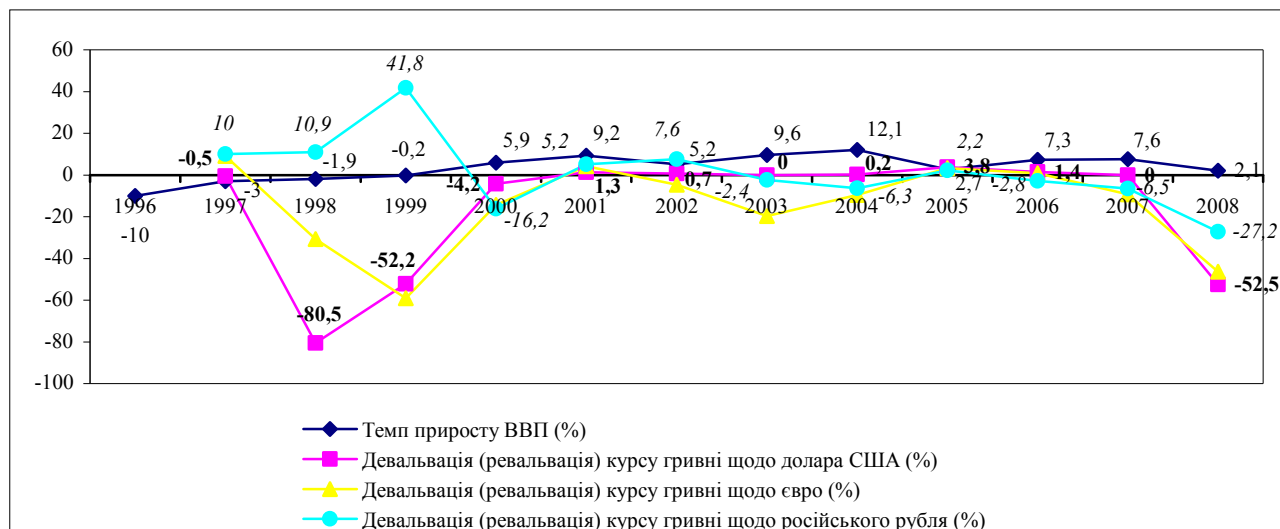
Зокрема, у 2007 році темпи приросту виробленої продукції добувної промисловості становили 2,7%, що на 2,7 відсоткові пункти нижче показника 2006 року, обробної промисловості – 11,7%, проти 5% у 2006 році. Таким чином, стійкі щорічні темпи приросту ВВП, які спостерігались із 2000 року й коливались від 2,7% до 12,1% (див. рис. 3.8.) виступали фундаментальним чинником для підтримки стабільності курсоутворення із трендом до укріплення національної валюти¹.

Проте, проведені розрахунки демонструють, що при щорічному прирості ВВП України на 1% із 2000 року, валютний курс гривні відносно долара США укріплювався на 0,2% у 2001 році, 0,08% у 2002 році, 0% у 2003 й 2007 роках, 0,02% у 2004 році, 0,3% у 2005 році та 0,52% у 2006 році², що свідчить про проведення інтервенцій НБУ із купівлі іноземної валюти з метою недопущення

¹ Аналіз проведено за даними “Бюлетеня Національного банку України”. – 2003 – 2008 рр. - №3.

² Розраховано автором.

різкої ревальвації курсу гривні по відношенню до американського долара та захисту позицій вітчизняних товаровиробників, як на внутрішньому, так і на світових ринках і дію ряду побічних факторів, що гальмують апреціацію курсу гривні.



Джерело: Бюлетень Національного банку України. – 2008. - №8 – 12.; Офіційний курс гривні до іноземної валюти [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/kurs/last_kurs1.htm.

Рис. 3.8. Курсова динаміка гривні та приросту валового внутрішнього продукту України

Одним із факторів, що обернено пропорційно впливає на курсову динаміку, виступає рівень інфляції та інфляційні очікування в країні. Як уже зазначалось, згідно із положеннями теорії ПКС, прискорення інфляційних процесів викликає обвал курсу національної грошової одиниці, що в подальшому зумовлює вторинну хвилю зростання цін.

Характеризуючи інфляційні процеси в Україні, у контексті флуктуацій курсу національної валюти, варто зазначити, що подолання негативних тенденцій цінової динаміки, для якої характерним було переважання прискореного зростання цін виробників промислової продукції (особливо у 1992 – 1994 рр. й 1998 році) (див. Додаток Ц), поряд із дієвим інструментарієм, який застосовувався НБУ у сфері валютних відносин, забезпечили стабілізацію курсу гривні, і зокрема, до американського долара, а інфляція, що мала місце із 2000 до 2008 року, не викликала значних курсових коливань (див. табл. 3.3).

Таблиця 3.3

Індекси споживчих цін, цін виробників промислової продукції та курсова динаміка гривні

<i>Роки</i>	<i>Індекс споживчих цін, %</i>	<i>Індекс цін виробників, %</i>	<i>Офіційний курс гривні до долара США, грн.</i>	<i>Офіційний курс гривні до євро, грн.</i>	<i>Офіційний курс гривні до російського рубля (за 10 од. валюти), грн.</i>
1996	140	117	1,89	2,32	3,58
1997	110	105	1,90	2,11	3,22
1998	120	135	3,43	2,77	2,87
1999	119	116	5,22	4,39	1,67
2000	126	121	5,44	5,03	1,94
2001	106	101	5,37	4,81	1,84
2002	99	106	5,33	5,03	1,70
2003	108	111	5,33	6,02	1,74
2004	112	124	5,32	6,61	1,85
2005	110	109	5,12	6,39	1,81
2006	112	114	5,05	6,34	1,86
2007	117	123	5,05	6,92	1,98
30.06.2008	115,5	129,4	4,85	7,63	2,06
31.12.2008	122,3	123,0	7,70	10,86	2,62

Джерело: Побудовано автором за даними Бюлетеня Національного банку України. – 2008. - №8 - 12; Бюлетеня Національного банку України. – 2009. - №6; Офіційний курс гривні до іноземної валюти [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/kurs/last_kurs1.htm.

Зокрема, за умов уповільнення зростання цін у 2001 році, які на споживчому ринку підвищились лише на 6%, а ціни виробників промислової продукції зросли у річному вимірі лише на 1 відсотковий пункт, спостерігалось зміцнення офіційного курсу гривні на 1,3% щодо долара США, на 4,4% - відносно європейської валюти та 5,2% - відносно російського рубля (див. табл. 3.3). Зазначена тенденція мала місце і у 2002 році, за виключенням курсу гривні щодо євро, яке ревальвувало на 4,6%, при зниженні цін на споживчому ринку на 0,6 відсоткові пункти, у зв'язку із зниженням цін на продовольчі товари на 2,3%, при їх підвищенні на непродовольчі товари (на 1,6%) та послуги (на 3,4%), і зростанні цін виробників промислової продукції на 6% (за видами економічної діяльності у поточному періоді найвищими темпами зростали ціни виробників у добувній промисловості (підвищились на 8,7% у річному вимірі)).

У 2003 – 2004 рр. у зв'язку із прискоренням інфляційних процесів на тлі стабільності курсу гривні по відношенню до американського долара, що викликано реалізацією політики прив'язки до американської валюти, мала місце депреціація курсу вітчизняної грошової одиниці щодо євро і російського рубля.

Основними причинами зростання цін на даному етапі економічного розвитку були невиважена фіскальна політика уряду, зростання доходів населення, кризова ситуація на ринку продовольчих товарів (ціни на продовольчі товари у 2004 році зросли на 15,3% проти 10,9% у 2003 році), подорожчання нафтопродуктів, підвищення інфляційних очікувань (зокрема у 2004 році внаслідок загострення політичної ситуації), тарифів на послуги, зростання експортної кон'юнктури, передусім в металургії, і внутрішнього попиту (особливо на продукцію машинобудування), за яких ІСЦ та ІЦВ промислової продукції, зокрема у 2004 році, зросли на 12,3% і 24,1% відповідно, що на 4,1 та 13 відсоткові пункти перевищували показники 2003 року.

Варто зазначити, що найбільший вплив на підвищення цін виробників мало подорожчання продукції у обробній промисловості, а саме, у виробництві коксу, продуктів нафтоперероблення (на 22,9% у 2003 та 77,9% у 2004 році), що послужили кумулятивним чинником впливу на ціни інших виробників.

Уповільнення інфляційних процесів у 2005 році, стримуючий вплив на які мали зростання на 80% депозитів фізичних осіб, позитивне сальдо Зведеного бюджету України протягом року (за виключенням грудня), ревальвація гривні відносно долара на 5% (на готівковому валютному ринку), позитивно позначилось на курсовій динаміці гривні у 2005 – 2006 роках (забезпечило укріплення курсу гривні у 2005 – 2006 роках, щодо основних курсоутворюючих валют) (див. табл. 3.3).

Так, у 2005 році, в якому ціни на споживчому ринку зросли на 10% у річному вимірі, проти 12,3% у 2004 році, у зв'язку із зростанням цін на продовольчі товари на 10,7% (що на 4,6 відсоткові пункти менше ніж у 2003 році), непродовольчі товари – на 4%, послуги – на 15,8% (торік – на 7,9%), а ціни виробників у добувній і обробній промисловості підвищились на 20,7% та 6,9% відповідно, що, у свою чергу, спонукало підвищення індексу цін виробників промислової продукції на 9,5%, гривня ревальвувала на 3,8% щодо дол. США, 3,3% - щодо євро та 2,2% відносно російського рубля (див. табл. 3.3).

У 2006 році, на відміну від попередніх років, у зв'язку із зростанням вартості енергоносіїв, основним фактором прискорення інфляції було

підвищення на 49,4% тарифів на послуги для населення. Зокрема комунальні послуги за рік подорожчали на 85,7%, а послуги пасажирського транспорту – на 42,1%. При цьому, збільшення цін виробників на 14% порівняно з попереднім роком в значній мірі відбулось за рахунок їх підвищення на 23,4% у виробництві та розподілені газу, води та електроенергії. Та, незважаючи на посилення інфляційних процесів у даному періоді мала місце подальша апреціація гривні, що намітилась у 2005 році. Так, у річному вимірі гривня укріпилась на 1,3% щодо долара США, на 0,78% - щодо євро та 2,2% відносно російського рубля.

Тенденція до прискорення інфляційних процесів спостерігалась і у 2007 році. Одним із чинників зростання ІСЦ поряд із підвищенням цін на 22,9%, 6,0%, 12,0% на продовольчі товари, непродовольчі товари та послуги відповідно, стало стрімке зростання цін виробників на 23%, у тому числі в добувній промисловості на 27,3% та 23% у обробній, внесок якої у зростанні ІЦВ у даному періоді був найбільший і становив 17,8 процентного пункту.

Тому, стрімке зростання цін у 2007 – 2008 роках, спричинило злам ревальваційної тенденції у курсовій динаміці гривні щодо євро і російського рубля та порушення стабільної курсової динаміки щодо дол. США, яка підтримувалась із 2000 року (див. табл. 3.3).

Таким чином, проведений аналіз дає можливість зробити висновок, що уповільнення річних темпів інфляції від 20% до 10% і нижче, призводить до зміцнення позицій національної грошової одиниці щодо основних курсоутворюючих валют.

Окрім того, з часів незалежності України намітилась тенденція переважання темпів зростання цін над темпами девальвації курсу національної валюти, що рівноцінне апреціації, яка негативно позначається на ціновій конкурентоспроможності вітчизняних товаровиробників, як на внутрішньому, так і на зовнішньому ринках (див. Додаток Ц).

Дані таблиці 3.3 свідчать, що найбільш заниженим курс національної грошової одиниці був у 1992 році. Проте, уже із 1994 року спостерігалось стійке перевищення індексів споживчих цін і цін виробників над темпами девальвації, за виключенням 1998 – 1999 рр., 2008 р., для яких характерним було відставання

інфляції від депреціації курсу вітчизняної валюти. Окрім того, динаміка валютного курсу до 2002 року більшою мірою співпадала з динамікою оптових цін, ніж споживчих: їх співвідношення було ближчим до одиниці, що є свідченням витратного характеру інфляції в Україні [21, с.110].

Одним із чинників, що визначають динаміку обмінного курсу, виступає також і дисконтна політика центрального банку, яка окрім впливу на обсяг грошової маси в обігу, можливості комерційних банків, а в подальшому – інших суб'єктів отримувати кредити, обсяг депозитних вкладень й векторну спрямованість капіталу позначається і на курсі національної валюти.

Варто розрізняти вплив зміни номінальної і реальної процентної ставки на динаміку обмінного курсу. Оскільки, зростання номінальної відсоткової ставки викликаючи зниження попиту на кредитні ресурси вітчизняних виробників, що в подальшому веде за собою підвищення собівартості продукції, цін, падіння попиту, і, таким чином, призводить до знецінення національної валюти, у той час, як підвищення реальної відсоткової ставки¹, зумовлюючи збільшення дохідності вкладень, викликаючи зростання попиту на національну валюту і приплив іноземних капіталів, сприяє укріпленню позицій національної грошової одиниці.

Слід зазначити, що зростання відсоткових ставок може і послужити причиною девальвації національної валюти за умови, якщо чинником зазначеної тенденції виступає не політика грошово-кредитної рестрикції, а стрімкі темпи інфляції в державі.

Із 1993 року, широкий діапазон коливань облікової ставки (див. Додаток Ш), яка на той час, поряд із скорочення бюджетних витрат, посиленням податкового і адміністративного тиску на суб'єктів господарювання виступала інструментом антиінфляційної політики України, негативно позначився на курсі гривні щодо американського долара.

Зокрема, у 1993 році, незважаючи на підвищення Національним банком України облікової ставки у річному вимірі на 160 відсоткових пункти, мала місце девальвація

¹ $i_{\text{реальна}} = (1 + i_{\text{номінальна}}) / (1 + \pi) - 1$ – з урахуванням “ефекту Фішера”
де π – інфляція в державі.

національної валюти на 1876,5% (у 19,8 разів). Дана тенденція продовжувалася і у 1994 році, в якому за підвищення ставки рефінансування на 12% девальвація карбованця становила 726%.

У 1995 – 1997 рр. спостерігалось зниження облікової ставки НБУ та уповільнення темпів знецінення національної грошової одиниці відносно американської валюти (див. табл. 3.4).

Таблиця 3.4

Курс національної грошової одиниці до дол. США, облікова ставка НБУ, % ставки за кредитами і депозитами в національній та іноземній валюті

Роки	Офіційний курс грн. (карбованця) до дол. США		Облікова ставка НБУ		Відсоткові ставки за кредитами				Відсоткові ставки за депозитними вкладеннями			
	од. за дол.	зміна у %	%	зміна у %	в національній валюті		в іноземній валюті		в національній валюті		в іноземній валюті	
					%	зміна у %	%	зміна у %	%	зміна у %	%	зміна у %
1992	638		80		76,0				68,0			
1993	12610	-1870	240	+160	221,1	+145,1			187,3	+119,3		
1994	104200	-726	252	+12	201,7	-19,4			171,0	-16,3		
1995	179400	-72	110	-142	107,4	-94,3			61,2	+109,8		
1996	1,89		40	-70	77	-30,4			34,3	-26,9		
1997	1,90	-1	35	-5	49,1	-27,9			18,2	-16,1		
1998	3,43	-80	60	+25	54,5	+5,4			22,3	+4,1		
1999	5,22	-52	45	-15	53,4	-1,1			20,7	-1,6		
2000	5,43	-4,18	27	-18	37,3	-16,1			9,2	-11,5		
2001	5,30	+2,5	12,5	-14,5	29,6	-7,7			10,8	+1,6		
2002	5,33	-0,6	7	-5,5	19,6	-10			6,9	-3,9		
2003	5,31	+0,02	7	0	17,7	-1,9	11,2		8,0	+1,1	6	
2004	5,31	+0,49	9	+2	17,5	-0,2	11,4	+0,2	7,9	-0,1	7	+1
2005	5,12	+3,6	9,5	+0,5	16,4	-1,1	11,7	+0,3	8	+0,1	6,9	-0,1
2006	5,05	+1,4	8,5	-1	15,1	-1,3	11,5	-0,2	7,6	-0,4	6,1	-0,8
2007	5,05	0	8	-0,5	14,4	-0,7	11,2	-0,3	8,2	+0,6	6,3	+0,2
I півріччя 2008	4,85	+4	12	+4	17,3	+2,9	12	+0,8	9,7	+1,5	3,7	-2,6
31.10.2008	5,76	-19	12	0	22,4	+5,1	9,2	-2,8	13,5	+3,8	7,4	+3,7
30.11.2008	6,74	-17	12	0	22,5	+0,1	9,5	+0,3	15,3	+1,8	8,9	+1,5
31.12.2008	7,70	-14,2	12	0	19,2	-3,3	13,6	+4,1	10,9	-4,4	9,1	+1,7
30.01.2009	7,70	0	12	0	22,4	+3,2	8,6	-5,0	18,7	+7,8	9,2	+0,1
27.02.2009	7,70	0	12	0	27,1	+4,7	10,2	+1,6	20,2	+1,5	8,6	-0,6

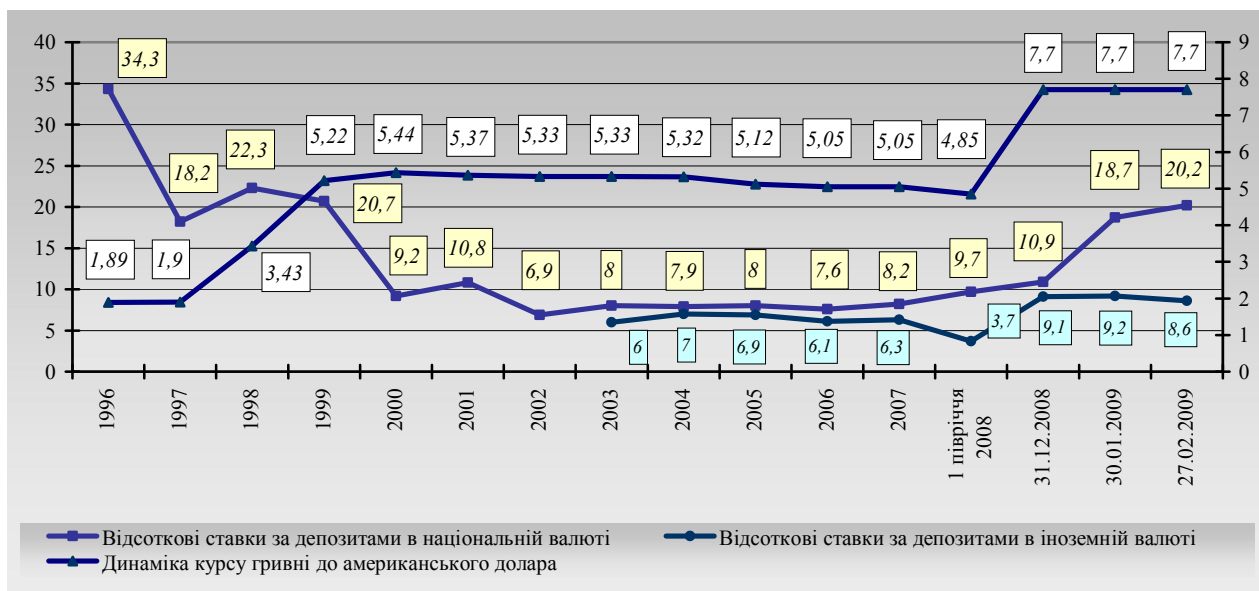
Джерело: Побудовано та розраховано автором за даними: Бюлетеня Національного банку України. – №1 - 12. – 2008 року; Основні тенденції грошово-кредитного ринку України [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/Fin_ryn/Pot_tend/; Процентні ставки за кредитами в реальний сектор економіки та за депозитами [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://nbuportal.bank.gov.ua/control/uk/deposit/list?month=2&year=2009>.

Тому, скорочення із 2001 року частоти і амплітуди коливань ставки рефінансування комерційних банків позитивно позначилось на курсовій динаміці гривні (див. Додатки Ц, Ш).

Стабілізація економічної системи у 1996 – 1997 рр. та з 2000 року, невід’ємною складовою якої була стабілізація обмінного курсу національної валюти України відносно долара США, сприяла зниженню процентних ставок за

кредитами в національній валюті¹, що, в свою чергу, слугувало передумовою для укріплення курсу гривні, у зв'язку із зростанням попиту на дешеві кредитні ресурси, як з боку виробників, так і населення.

На відміну від відсоткових ставок за кредитами, між процентними ставками за депозитними вкладеннями та валютним курсом в Україні до 2002 року спостерігається стійка пряма лінійна залежність, за виключенням 1993, 1995 та 1998 років, у яких при зростанні відсоткової ставки на 119,3, 109,8 та 4,1 в. п., національна валюта знецінилась відносно американського долара в річному вимірі у 19,2 та 1,8 (1995 та 1998 роки) рази відповідно, що було обумовлено інфляційним характером зазначеного підвищення плати за залучення коштів на рахунки суб'єктів господарювання і фізичних осіб (див. рис. 3.9, табл. 3.4).



Джерело: Побудовано та розраховано автором за даними: Бюлетеня Національного банку України. – №1 – 12. – 2008 року; Основні тенденції грошово-кредитного ринку України [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/Fin_ryn/Pot_tend/.

Рис. 3.9. Динаміка відсоткових ставок за депозитами та курсу гривні щодо долара США

На формування обмінного курсу, окрім розглянутих факторів, здійснює вплив сальдо торгового балансу, дефіцит (профіцит) якого зумовлює нагромадження девальваційного (ревальваційного) потенціалу.

¹ Ставка за гривневими кредитами = Ставка за доларовими кредитами + зміна обмінного курсу гривні відносно долара США. У період макроекономічної нестабільності різниця між відсотковими ставками за гривневими кредитами і запозиченнями в іноземній валюті коливалась в діапазоні 30 відсоткових пункти.

Так, в Україні у 1993 році, при від'ємному сальдо торговельного балансу у розмірі 1716 млн. дол. США, спостерігалась депреціація курсу національної валюти із 638 крб. за американський долар на кінець 1992 року до 12610 крб. Проте, щорічне скорочення дефіциту балансу експортно-імпортних операцій, яке мало місце із 1994 року (на 20% - у 1994 році, на 13% - у 1995 та на – 6% у 1996 році) сприяло уповільненню темпів знецінення національної валюти із 1870% у 1993 році до 5% - у 1996 році. Тому, позитивне сальдо торгівельного балансу у 2000 – 2005 рр., поряд із іншими чинниками, забезпечувало курсову стабільність гривні як до американського долара, так і до євро та російського рубля (див. Додаток Щ).

Та перевищення темпів приросту імпорту мінеральних продуктів (продукції паливно-енергетичного комплексу), машин, устаткування, транспортних засобів, приладів над темпами приросту експорту чорних і кольорових металів та виробів з них¹ (які забезпечують біля 50% загального обсягу експорту), у зв'язку із: зростанням вартості критичного імпорту енергоресурсів; низькою конкурентоспроможністю металургів з причин високого енергоспоживання й низького КПД; зниженням світових цін на метал, фізичних обсягів експорту внаслідок спаду зовнішнього попиту (з липня 2008 року), породжених світовою економічною кризою, спричинило дефіцит торговельного балансу у 2006 – 3 кварталі 2008 рр., що таким чином здійснює тиск в сторону депреціації курсу національної грошової одиниці (Додаток Щ).

Представники НБУ від'ємне сальдо торгового балансу вважають визначальним фактором високого курсу долара. Проте, у даному контексті слід відмітити, що незважаючи на негативне сальдо зовнішньоторгового балансу у Латвії, яке на кінець 2008 року перевищувало 20% ВВП, національна грошова одиниця (лат) практично не знецінилась. Незважаючи на значне перевищення імпорту над експортом у структурі зовнішньоторгового балансу у Польщі, країнах Балтії, Молдавії, девальвація національних валют за три місяці (вересень

¹ Так, у 2004 році темпи зростання експорту продукції металургійного комплексу становили 53,5%, у 2005 – 7,6%, у 2006 – 16,9%, у 2007 – 26,6%, 1 кварталі 2008 року – 24,6% (порівняно з 1 кварталом 2007 року), у той час, як середньорічні темпи приросту імпорту мінеральних продуктів та машин, устаткування й транспортних засобів дорівнювали 23 і 40 відсоткових пункти відповідно (Джерело: “Платіжний баланс і зовнішній борг України” за 1 квартал 2008 року).

– листопад), у порівнянні з Україною, становила лише 23% (польський злотий), 13% (країни Балтії, окрім Латвії) та 7,5% (молдавська лея) відповідно [68].

Таким чином, валютний курс формується під впливом не лише інструментів валютно-курсового регулювання, але і широкого спектра факторів (фінансових, економічних, політичних, психологічних), які є досить мобільними, а їх взаємний вплив часто може нейтралізувати або підсилювати дію один одного.

З метою визначення основних чинників, що впливають на динаміку валютного курсу, вчені, які займалися вивченням даної проблематики (Л.І. Краснікова, К.В. Гармель, А.Г. Барсегян) проводили розрахунки шляхом побудови економетричної моделі багатофакторної регресії.

У процесі побудови даної моделі Л. Краснікова, К. Гармель визначили, що упродовж 1996 – 2001 років найбільший вплив на динаміку готівкового обмінного курсу мали темпи зростання індексу споживчих цін, обсяг зовнішнього боргу, купівлі іноземної валюти домашніми господарствами, ставка рефінансування. Згідно із моделлю, у разі зростання темпів інфляції, зовнішнього боргу, попиту на іноземну валюту домашніх господарств на 1%, готівковий обмінний курс зростає на 2,54%, 0,55%, 0,11% відповідно. Якщо ж темпи зростання ставки рефінансування збільшаться на 100%, гривня зміцниться на 0,3%. В 1996 – 2001 рр. динаміка розрахункового обмінного курсу відповідала його реальній динаміці та на 92% визначалась динамікою зазначених факторів [120].

Побудувавши рівняння регресії з урахуванням ряду чинників, що впливають на валютний курс (рівень інфляції у середині країни, грошова пропозиція, експорт, імпорт, сальдо торгового балансу), А. Барсегян дійшов висновку, що коливання розрахункового курсу в 2003 – 2005 роках були пов'язані із значними стрибками сальдо торговельного балансу [17].

Акцентуючи увагу на фінансових чинниках дестабілізації курсової динаміки (попит на іноземну валюту, обсяг зовнішнього боргу, індекс споживчих цін, облікова ставка), дослідження кореляційного зв'язку між заданими

факторами та готівковим обмінним курсом гривні (з урахуванням даних таблиці Додатку Ю) дає можливість побудувати регресійне рівняння, що має вигляд:

$$Y = 0,632777 - 0,000388 * X1 + 0,0000408 * X2 + 0,044038 * X3 - 0,020732 * X4 \quad (3.1)$$

Y – розрахунковий готівковий обмінний курс, грн./дол.;

X1 – купівля іноземної валюти домашніми господарствами, млн. дол. США;

X2 – обсяг зовнішнього боргу, млн. дол. США;

X3 – індекс споживчих цін, %;

X4 – облікова ставка, %.

Коефіцієнт детермінації $R^2 = 0,58$, що означає, що на 58% зміна готівкового обмінного курсу пояснюється факторами $X1$, $X2$, $X3$, $X4$ і відповідно на 43% визначається іншими факторами.

F – критерій Фішера ($F_{роз} > F_{таб}$) виявив адекватність побудованої моделі, на підставі якої можна проводити економічний аналіз.

Аналіз побудованої моделі з економічного погляду дає підстави зробити висновок щодо наявності прямого зв'язку між валютним курсом та обсягом зовнішнього боргу, індексом споживчих цін й оберненого із попитом на іноземну валюту домашніх господарств, обліковою ставкою.

Так, згідно із моделлю, незважаючи на зростання попиту на іноземну валюту на 1 млн. дол. США, гривня укріплювалась на 0,03%, оскільки у 2002 – 2006 рр. домінувало перевищення пропозиції іноземної валюти над її попитом. Іншим важливим чинником укріплення гривні протягом зазначеного періоду була облікова ставка. Модель показує, що у разі її зростання на 1% національна грошова одиниця ревальвує на 0,020%. Обсяг зовнішнього боргу та індекс споживчих цін негативно впливає на динаміку обмінного курсу. Коефіцієнт моделі показує, що у разі їх зростання на 1 млн. дол. США й 1%, гривня знецінюється на 0,000041% та 0,044% відповідно (див. детальніше Додаток Я).

При цьому, кореляційний зв'язок між чистим попитом на іноземну валюту на готівковому ринку, зміною обсягу зовнішнього боргу, індексом споживчих цін, процентною ставкою за кредитами фізичним особам у національній валюті, зміною обсягів коштів банків на рахунках НБУ і готівковим обмінним курсом гривні описується таким регресійним рівнянням:

$$Y = 0,632777 - 0,0388X_1 + 0,0000408\Delta X_2 + 0,44038X_3 - 0,0020732X_4 + 0,03504\Delta X_5 \quad (3.2)$$

де Y – розрахунковий готівковий обмінний курс, грн./дол. США;

X_1 – чистий попит на іноземну валюту на готівковому ринку, дол. США;

ΔX_2 – зміна обсягу зовнішнього боргу, млн. дол. США;

X_3 – індекс споживчих цін, річна зміна %;

X_4 – процентна ставка за кредитами фізичним особам у національній валюті, %;

ΔX_5 – зміна обсягів коштів банків на коррахунках НБУ.

У свою чергу, коефіцієнт детермінації $R^2 = 0,81$. Результат економічного аналізу побудованої моделі свідчить про існування прямого зв'язку між валютним курсом та зміною обсягу зовнішнього боргу, річною зміною індексу споживчих цін, зміною обсягів коштів банків на коррахунках НБУ й оберненого із чистим попитом на іноземну валюту на готівковому ринку і процентною ставкою за кредитами фізичним особам у національній валюті.

На графіку (див. рис. 3.10.) можна побачити, наскільки точно відповідає динаміка готівкового обмінного курсу, розрахована на базі моделі, реальній динаміці цього показника.

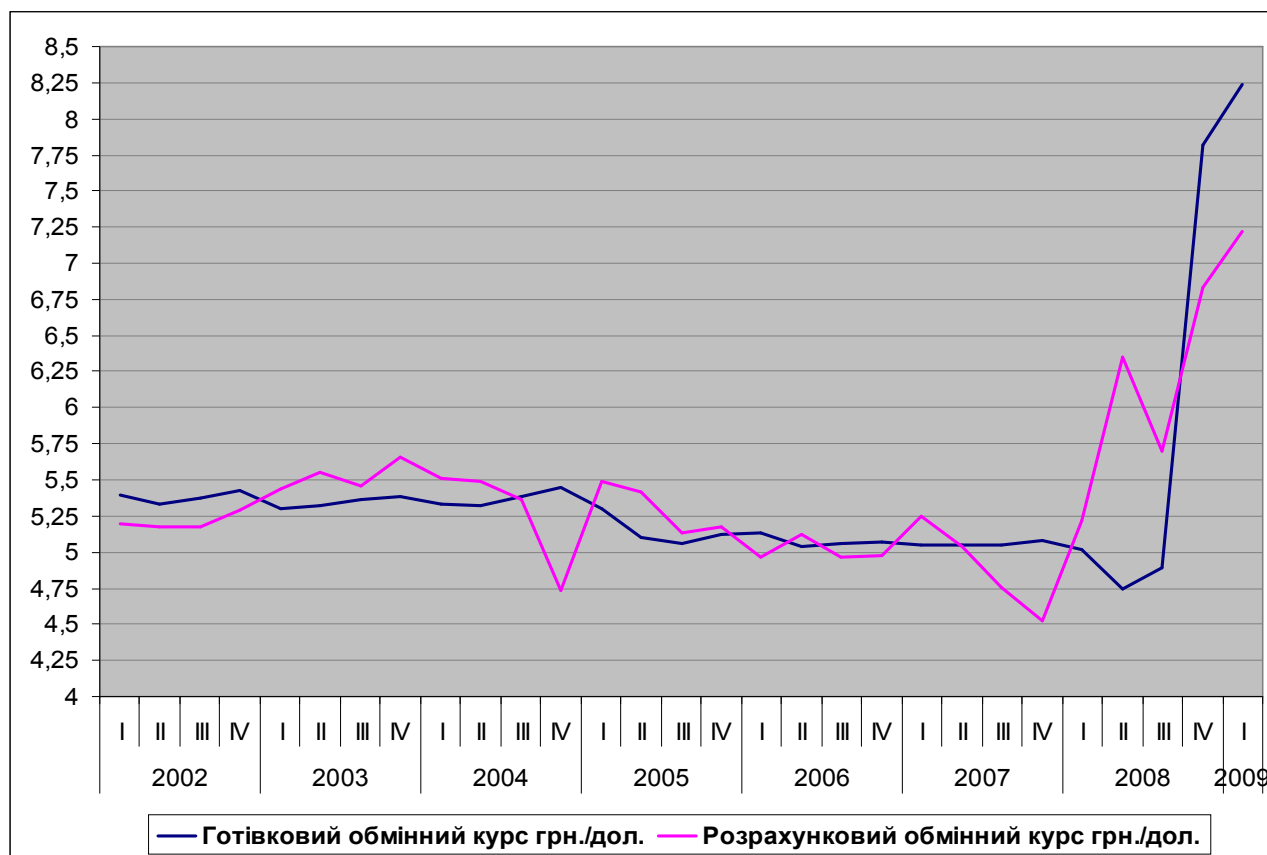


Рис. 3.10. Розрахунковий курс гривні до долара США у 2002 – I кв. 2009 рр.

Графік значень, отриманих із рівняння, свідчить, що гривня була переоцінена по відношенню до американського долара у 2003, 2005, 2008 роках, I – II кв. 2004 року, II кв. 2006 року, I кв. 2007 року та про наявність ревальваційного потенціалу у 2002 році, III – IV кв. 2004 року, I, III, IV кв. 2006 року, II – IV кв. 2007 року, IV кв. 2008 року, I кв. 2009 року.

Отже, було побудовано економетричну модель, яка виявила вплив фінансових чинників на динаміку готівкового обмінного курсу у 2002 – 1 кв. 2009 рр. Якщо екстраполювати отримані результати у майбутнє, то проведене дослідження можна використати для прийняття рішень у процесі формування валютно-курсової політики держави.

Отже, валютно-курсова політика України на початку становлення ринкової економіки, завданням якої була підтримка стабільності номінального курсу національної грошової одиниці щодо долара США, що реалізовувалась в умовах скорочення внутрішнього виробництва, стрімких темпів інфляції й зростання імпорту, особливо продовольчої продукції, забезпечила досягнення фінансової стабільності, збільшення кредитних вкладень в економіку та відновлення її зростання, що в подальшому послужили джерелом збереження започаткованої у 2000 році, як внутрішньої (цінової), так і зовнішньої (курсової)¹ стабільності національної грошової одиниці, і таким чином, підвищила рівень її фінансової безпеки.

Слід зазначити, що політика підтримки відносної стабільності номінального курсу гривні щодо долара США, який порівняно із першою половиною 90-х років ХХ ст. перебував на заниженому рівні, до якої було здійснено перехід у 2000 році від режиму валютного коридору, дала змогу:

- 1) наростити обсяги виробництва, переважно в орієнтованих на експорт секторах економіки;
- 2) на базі девальвації РЕОК, яка із грудня 1997 року по лютий 2004 року становила 35,5%, суттєво збільшити позитивне сальдо торговельного балансу і надходження валюти в Україну, незважаючи на подорожчання

¹ Після значної девальвації гривні відносно американського долара у 90 – х роках, з кінця 2000 року по 2007 рік, її курс був стабільний, з незначною номінальною ревальвацією на 7%.

імпорту з країн зони євро, у зв'язку із знеціненням долара США, щодо європейської валюти на міжнародному валютному ринку;

- 3) збільшити міжнародні резерви Національного банку України, що, в свою чергу, забезпечило підвищення міжнародної ліквідності держави;
- 4) підвищити довіру до банківської системи, завдяки чому зросли обсяги депозитів, як у національній, так і в іноземній валюті;
- 5) послабити значення американського долара, як засобу нагромадження;
- 6) збільшити обсяги кредитів у реальний сектор економіки, оскільки здійснюючи політику стабілізації обмінного курсу, НБУ фактично хеджував усі ризики, пов'язані з кредитуванням [239, с.11].

Проте, макроекономічна ситуація у 2008 році в Україні, яка характеризувалася високими темпами інфляції, розгортанням кризи банківського сектору, суттєвими темпами нарощення від'ємного сальдо торговельного балансу, а також, зростанням частоти і амплітуди курсових коливань гривні, неспроможністю забезпечити низьку волатильність номінального курсу національної грошової одиниці (Додаток АА), особливо, щодо американського долара (Додаток АБ), прогнозованість і зрозумілість середньо- й довгострокових тенденцій руху валютного курсу, свідчить, що фактична фіксація обмінного курсу гривні (у формі прив'язки до долара США), виконала свою роль номінального якоря і потребує зміни діючого режиму.

Варто зазначити, що в сучасних умовах зниження ефективності впливу державних органів на встановлення валютного курсу зумовлено:

- 1) посиленням світової лібералізації руху валютних коштів, швидким розповсюдженням фінансових криз й здійсненням швидкої структурної перебудови економіки;
- 2) функціонуванням відкритої економіки та фінансової глобалізації, що значно підвищують можливість значних різких змін курсу національної валюти, як це мало місце у 1990 – х роках;
- 3) посиленням негативного впливу економічних потрясінь, які відбуваються в країні, до валюти якої прив'язана національна грошова одиниця, тобто долара США (іпотечна криза в Сполучених Штатах Америки та

депреціація курсу долара на світовому валютному ринку у 2006 – 1 кварталі 2008 років).

Таким чином, в сучасних умовах глобальних перетворень виникає необхідність перегляду валютно-курсової політики НБУ.

Варто зазначити, що лише Україна і Туркменістан із країн СНД за останні три роки не лише не переглядали режим валютного курсоутворення, але і не змінювали офіційний курс місцевої валюти до американського долара у той час, як більшість держав Співдружності та Центрально – Східної Європи (Чехія, Польща, Угорщина) проводили неодноразову зміну курсу власних валют (у більшості випадків національна валюта укріплювалась).

В Україні, ще у 2007 році, незважаючи на від'ємне сальдо зовнішньої торгівлі, тенденція до зростання якого намітилась наприкінці 2005 року, значний приплив валюти, у зв'язку із рекордним за останні сім років притоком капіталу¹ (Додаток АВ), зокрема у фінансовий сектор, куди спрямовувалось 37,9% загальної суми прямих іноземних інвестицій, за рахунок зростання інвестиційної привабливості, створив передумови для укріплення національної грошової одиниці.

У даному контексті доволі цікавим для України є зарубіжний досвід, щодо особливостей функціонування валютного ринку й регулювання курсової динаміки національної валюти в умовах посилення припливу іноземного капіталу.

Зокрема, масовий притік іноземного капіталу у Чилі, Польщі, наприкінці 90 – х років ХХ століття, а також в Угорщині та Ізраїлі, спричинивши ревальваційний тиск на курс національної грошової одиниці, в рамках валютної прив'язки, зумовив перехід до гнучкішого режиму курсоутворення, який передбачав розширення коридору курсових коливань по мірі зростання притоку валютних ресурсів, у той час як у Мексиці (наприкінці 1994 року), Таїланді (у 1997 році), Бразилії (у 1999 році), перехід до плаваючого режиму валютного курсу був продукований лібералізацією руху капіталу [209].

¹ У 2007 році, чистий притік прямих іноземних інвестицій в економіку України у 1,6 рази перевищив рівень попереднього року та становив 9,8 млрд. дол. США (6,6% від ВВП) (без врахування надходжень від приватизації “Криворіжсталі”).

Проте, в Україні, з метою підтримки номінального офіційного курсу гривні на рівні 5,05 грн. за долар США, НБУ проводив активну політику інтервенцій з купівлі іноземної валюти (Додаток АГ), що в свою чергу вимагало стерилізації приросту грошової маси, яка зумовлювала нагромадження інфляційного потенціалу. Та незважаючи на скорочення надлишкової пропозиції доларів за рахунок участі НБУ на міжбанківському валютному ринку, політичні дискусії навколо проблеми недооцінки курсу національної грошової одиниці та офіційні заяви про можливу апреціацію до 4,95 грн./дол., яка не суперечить “Основним засадам грошово-кредитної політики на 2008 рік”, незважаючи на заспокоювання директора департаменту банківського регулювання і нагляду Нацбанку Олександра Кіреєва, який стверджував що: “Ревальвація навряд чи буде ефективною в нинішній ситуації з дефіцитом поточного рахунку платіжного балансу. Оскільки через квартал, при зміні курсової політики, ми можемо дістати ще й великі проблеми. Гойдалка нахилиться в інший бік, і де зупинимося - невідомо” [208], спровокували масовий продаж американських доларів¹.

Скориставшись зростанням попиту на національну грошову одиницю із 18.03.2008 до 31.03.2008 комерційні банки знизили курс купівлі американської валюти на готівковому ринку із 500,28 грн. за 100 дол. США до 494,53 грн.².

Тенденція до послаблення позицій американського долара спостерігалась на валютному ринку України впродовж квітня – липня 2008 року, проте, перегляд офіційного курсу НБУ здійснив лише 23 травня, закріпивши його на рівні 4,85 грн.

Апреціація, незважаючи на погіршення цінових конкурентних переваг вітчизняних експортерів, яка на той час становила 4%, розглядалась, як один із найбільш адекватних методів боротьби з інфляцією, стримування інфляційних очікувань, здешевлення технологічного імпорту машин і обладнання, критичного імпорту з країн доларової зони, стримування доларизації економіки, зниження зовнішньої заборгованості.

¹ За різними оцінками, обсяги продажу американської валюти із 15 по 26 березня 2008 року збільшились у 5 – 6 разів.

² За даними Бюлетеня Національного банку України. – 2008. - №5. – С.145.

Проте, на наш погляд, в умовах поглиблення від'ємного зовнішньоторговельного сальдо, Національному банку України доречно було врахувавши досвід 2005 року, здійснити перехід до більш гнучкого режиму, оскільки ідеологія валютних коридорів та прив'язок вичерпала себе, та з метою усунення ревальваційного тиску на національну грошову одиницю запровадити обмеження на короткостроковий приплив “швидких” капіталів, який в Україні приваблюють високі відсоткові ставки за кредитами.

Зокрема, в Російській Федерації у 2004 році, з метою збереження контролю над рівнем інфляції та курсом рубля, Центральний банк запровадив обмеження на притік короткострокового іноземного капіталу, що був підсилений ревальвацією національної грошової одиниці.

Ревальвація гривні не лише не сприяла уповільненню інфляції, але і в умовах членства до СОТ без програми адаптації, разом із значним зниженням захисних імпорتنих ставок, призвела до поглиблення від'ємного сальдо поточного рахунку платіжного балансу.

У другій половині 2008 року, ситуація в Україні, в умовах прив'язки гривні до долара, який із липня поточного року, незважаючи на найбільшу фінансову кризу в США з часів Великої депресії, укріплювався на світовому валютному ринку щодо європейської валюти, високої інфляції в порівнянні з країнами торговельними партнерами, нагадувала події 1997 – 1998 років у країнах Південно – Східної Азії, що слугувало сигналом до рішучих дій.

У 1990 – х роках, національні валюти країн Південно – Східної Азії (Гонконг, Малайзія, Корея, Сінгапур, Таїланд, Тайвань, тощо) були прив'язані до американського долара, або до кошика, в якому він займав значну вагу.

За таких умов, при хронічному дефіциті поточного рахунку платіжного балансу, особливо у Індонезії, Малайзії, Таїланді, Філіппінах, який закладав потенціал девальваційного тиску, проте тривалий час фінансувався завдяки притоку капіталів, послаблення позицій долара США у 1991 – 1995 рр. відносно інших валют, забезпечувало надання відносних конкурентних переваг країнам – “тиграм”.

Проте, укріплення позицій американської валюти відносно інших світових валют із 1995 року й високі темпи інфляції у азійських країнах, що мали своїм наслідком реальне зміцнення національних валют, прив'язаних до долара, призвели до зниження конкурентних позицій, як на внутрішньому, так і на зовнішньому ринках, що в подальшому корелювало значну девальвацію.

Так, уже влітку 1997 року розпочались активні спекулятивні атаки на валюти країн Південно – Східної Азії. Прорахунки в монетарній політиці (небажання зміни процентних ставок) спричинили стрімку втечу капіталу. До кінця вересня порівняно з поточним роком таїландський бат девальвував на 42%, малайзійська рупія – на 37%, індонезійський рингіт – на 26%, філіппінське песо – на 29%. У вересні 1997 року валютна криза поширилась в Кореї, Сінгапурі та Тайвані. Із усіх країн Південно – Східної Азії, лише Гонконгу за рахунок значних золотовалютних резервів, активної дисконтної політики, вдалось стримати депреціацію національної валюти.

Проте, уже у першій половині 1998 року, завдяки антикризовим заходам, впливанням міжнародних фінансових інститутів, макроекономічній стабілізації, в тому числі і подоланні негативного зовнішньоторговельного сальдо у країнах Азії була досягнута стабілізація валютної ситуації [251].

Тому, у сучасних умовах, девальвація національної грошової одиниці, тенденція до якої намітилась в Україні уже в вересні 2008 року¹ і посилюється внаслідок: поглиблення світової економічної кризи; кризи вітчизняної банківської системи, що спричинена загостренням іпотечних проблем, виведенням вкладниками коштів з депозитних рахунків Промінвестбанку, а в подальшому й інших банків, у зв'язку із невпевненістю у їх кредитоспроможності та зниженням довіри до банківської системи держави; виведення валютних коштів нерезидентами через погіршення кредитних рейтингів України²; зростання попиту на іноземну валюту зі сторони НАК

¹ Із 1 по 10 вересня українська валюта по відношенню до долара США знецінилась на готівковому ринку на 10 копійок.

² Міжнародне рейтингове агентство Standard & Poor's у зв'язку із погіршенням політичної ситуації, зростанням витрат уряду зумовлених необхідністю рекапіталізації банківської системи в умовах уповільнення економічного зростання і високих валютних ризиків, знизила довгострокові суверенні кредитні рейтинги України за зобов'язаннями, як в національній, так і в іноземній валютах.

“Нафтогазу” України, дочірніх банків у зв’язку з необхідністю здійснення розрахунків за енергоресурси й погашення зобов’язань перед материнськими структурами та активізацією підприємницької діяльності, вимагає комплексної розробки і реалізації державних програм у валютній, бюджетній та монетарній сферах, з метою забезпечення внутрішньої і зовнішньої рівноваги, як передумов фінансової безпеки держави.

3.3. Політико-економічні інтереси та їх узгодження у контексті формування валютно-курсової політики України

При створенні системи фінансової безпеки, як невід’ємної складової національної безпеки держави, першочергове значення має визначення національних економічних інтересів, що сприяє виробленню ефективних засобів їх реалізації і захисту. В умовах розгортання першої світової економічної кризи ХХІ століття та загострення фінансово-економічних проблем в Україні, найбільш пріоритетними національними інтересами виступають сповільнення темпів інфляції, недопущення рецесії економічного розвитку, подолання негативного сальдо торговельного балансу, відновлення довіри до банківської системи та її зміцнення, зупинення падіння фондових ринків, збереження валютних резервів, та особливо недопущення падіння національної грошової одиниці і забезпечення стабільності її курсової динаміки, досягнення яких сприятиме відновленню стійкості макроекономічного середовища й підвищенню рівня фінансової безпеки держави.

Стабільна динаміка обмінного курсу за умов становлення ринкової економіки сприяє підвищенню привабливості активів, номінованих в національній грошовій одиниці, залученню прямих і портфельних інвестицій, росту інвестиційно-спрямованого імпорту, процесу дедоларизації економіки і підвищенню кредитного рейтингу країни. Окрім того, у зв’язку із відсутністю ринків похідних інструментів, стабільний обмінний курс виступає механізмом хеджування валютних ризиків і чинником попередження валютних криз.

Тому сьогодні, перед Національним банком України постає необхідність проведення зваженої валютно-курсової політики із врахуванням ризиків: погіршення зовнішньоекономічної кон'юнктури через зниження цін на метали і падіння попиту на них у зв'язку із світовою економічною кризою; невизначеності динаміки курсу долара відносно євро на міжнародних фінансових ринках; зростання інфляції; політичної дестабілізації.

Окрім того, у ході власної діяльності НБУ, як суб'єкту реалізації курсової політики доцільно враховувати конфлікт інтересів суспільства та держави, система яких є завжди суперечливою.

Так, апреціація національної грошової одиниці, що має своїм наслідком зниження зовнішньої заборгованості, як державного, так і приватного сектору економіки, суперечить інтересам експортерів та населення, яке володіє заощадженнями в іноземній валюті.

Зокрема, внаслідок послаблення курсу американського долара щодо гривні на 3,8% та 4% у 2005 й 2008 роках відповідно, втрати фізичних і юридичних осіб за депозитними вкладеннями становили 1,1 млрд. грн. та 3,6 млрд. грн.

Восени 2008 року, в умовах укріплення долара на світових ринках, несприятливої кон'юнктури на них, що мала своїм наслідком скорочення надходжень експортної виручки (та відповідно погіршення стану поточного рахунку платіжного балансу¹) і появу загрози зростання збитків банків, що обслуговують експортерів, дострокового зняття заощаджень із банківських рахунків (за жовтень 2008 року, було розірвано депозитних контрактів на суму 22 млрд. грн.), НБУ, врахувавши досвід кризи 2004 року, тимчасово приборкав девальвацію вітчизняної валюти, яка із періоду весняної ревальвації знецінилась лише на 20% (із 4,85 до 5,76 гривень за американський долар станом на 31.10.2008 року), у той час, як депреціації національних валют у світі становили 30 – 40%.

Наприкінці 2004 року, Національний банк України, з метою врегулювання валютного ринку, чинниками дестабілізації якого виступали в той час криза

¹ Основними факторами, що посилили проблему платіжного балансу, окрім скорочення експорту металів були введення обмежень на експорт зерна та відсутність заходів із впровадження енергозберігаючих технологій для зменшення імпорту енергоносіїв.

влади, негативні очікування, що зумовили зростання недовіри населення до національної грошової одиниці та надання переваги іноземній валюті, проводив активну політику валютних інтервенцій та здійснив запровадження обмежень на ринках депозитів для фізичних осіб і кредитів для бізнесу, а саме:

- ввів заборону дострокового повернення депозитів до січня 2005 року, при збереженні своєчасних процентних платежів за вкладками;
- запровадив мораторій на збільшення кредитних портфелів (комерційні банки лише мали право на видачу кредитів в межах повернених коштів);
- зобов'язувався забезпечувати комерційні банки готівковою валютою для запобігання паніки серед населення.

У 2008 році, прийняття Національним банком України 11 жовтня Постанови № 319 [195] та Постанов № 353 [197] і № 356 [198] від 5 та 7 листопада відповідно, про заборону дострокового зняття депозитів, скорочення розміру допустимої маржі, між курсом продажу і купівлі у населення іноземної валюти із 5 до 3%, підтримало фінансовий сектор, зменшило відтік капіталів, сприяло стабілізації банківської системи і офіційного курсу гривні до американського долара у першій половині листопада на рівні 5,76 – 5,79 грн./дол. США.

Зокрема, відповідно до Постанови № 353 від 5 листопада [197], комерційні банки зобов'язані були продавати іноземну валюту за офіційним курсом¹, не змінювати готівковий курс купівлі – продажу іноземних валют протягом робочого дня, продавати куплені в Національного банку України готівкові долари протягом того ж дня. Окрім того, 5 листопада НБУ оголосив про встановлення офіційного обмінного курсу гривні до іноземних валют за підсумком торгів на міжбанківському валютному ринку, а також про заборону резидентам зберігати на рахунках іноземну валюту, куплену на внутрішньому ринку більше п'яти днів.

При цьому, прорахунком НБУ при реалізації валютно-курсової політики України, у порівнянні з 2004 роком, було упущення з уваги готівкового ринку, що мало своїм наслідком різку депреціацію курсу гривні на ньому по

¹ Згідно з Постановою № 356 від 7 листопада за курсом, що перевищує офіційний не більш як на 1,5% [198].

відношенню до долара (до 7 гривень за долар США), у той час, як на безготівковому ринку за рахунок проведення політики обмежень курс стабілізувався 24 жовтня 2008 року на рівні 5,12 грн.

Та масові інтервенції з продажу іноземної валюти на міжбанківському валютному ринку, сукупний обсяг яких, за жовтень становив 4,1 млрд. дол. США, сприяли зниженню вартості готівкового долара із 7 до 6 гривень.

Поряд із цим, участь центрального банку на УМВР спричинила скорочення золотовалютних резервів держави за місяць на 15% (із 37528,60 млн. дол. США у вересні до 31923,18 млн. дол. США – в жовтні), що посилює проблему, пов'язану із обслуговуванням зовнішніх боргових зобов'язань, особливо приватних¹, що може певним чином ускладнити діяльність окремих секторів економіки.

Проте, у Росії та Ісландії, у порівнянні з Україною, ситуація на той час була більш критичною. Якщо на початку 2008 року Центральний банк Російської Федерації, з метою недопущення укріплення рубля проводив щоденні інтервенції із купівлі іноземної валюти, які сягали 2 – 3 млрд. дол. США, то уже із вересня мають місце щоденні операції із купівлі національної валюти еквівалентні 2 – 3 млрд. дол. США з метою усунення наростаючого девальваційного потенціалу. В цілому за вересень – жовтень 2008 року золотовалютні резерви Росії скоротились із 600 до 484 мільярдів американських доларів [11].

В результаті світової економічної кризи, першою із країн з розвинутою економікою, що опинилась на межі банкрутства була Ісландія, яка в останні роки стала високопривабливою для інвесторів. Зростання платежів банків за зовнішнім боргом поглибили проблему рахунку поточних операцій платіжного балансу, дефіцит якого у першому кварталі 2008 року становив 34% ВВП проти 15,6% у 2007 році. Протягом 2008 року крона девальвувала на 50%, а золотовалютні резерви країни скоротились до 2 млрд. євро, у той час, як для стабілізації фінансової системи необхідно 10 млрд. євро, що відповідає річному ВВП Ісландії [100; 101].

¹ Через рік українські компанії і банки зобов'язані погасити близько 25 млрд. дол. зовнішніх боргів, більшість з яких рефінансувати або пролонгувати навряд чи вдасться.

Проте, незважаючи на активну політику НБУ на міжбанківському валютному ринку й впровадження валютних обмежень, стійкий попит на американський долар (від 50 млн. до 1 млрд. доларів щоденно) спричинив уже 20 листопада девальвацію безготівкового курсу гривні до 6,50 грн./дол. і депреціацію офіційного курсу до 5,99 грн. (на 20 копійок, або 3,5%), а 24 листопада – до 6,15 грн./дол.

Слід зазначити, що антикризові заходи НБУ фактично закінчились прийняттям лише низки постанов, у той час, як доречним було:

- скорочення терміну обов'язкового повернення валюти в Україну;
- впровадження норми обов'язкового продажу 50% валютної виручки експортерів у п'ятиденний термін, що діяла ще у 2004 році, незважаючи на ряд її негативних наслідків, а саме: скорочення свободи економічних суб'єктів та, як наслідок, спрямування грошових потоків у тінь;
- введення обмежень на імпорт товарів, що дозволено СОТ при різкому погіршенні платіжного балансу;
- визначення переліку позицій критичного імпорту.

Окрім того, варто зазначити, що мораторій на дострокове розірвання депозитних контрактів, впроваджений Постановою НБУ №319 від 11 жовтня 2008 року [195], хоча і зупинив відтік вкладів з фінансових установ, що загрожувало їм банкрутством, продукував паніку серед населення. На відміну від грудня 2004 року, у якому мало місце його впровадження, в зв'язку із масовим зняттям вкладів з депозитних рахунків під час помаранчевої революції і впродовж якого у засобах масової інформації розміщувалось роз'яснення з приводу даних обмежень, що встановлювались на місяць, в 2008 році невизначеність щодо терміну його дії лише загострила проблеми [188]. Як справедливо стверджував А. Яценюк, дія зазначеної постанови не буде вічною¹, а скасування її в майбутньому призведе до масового зняття коштів клієнтами з рахунків у банках, оскільки довіра, як до банківської системи, так і до

¹ Мораторій на дострокове розірвання депозитних контрактів було скасовано 18.05.2009 року.

національної грошової одиниці, яка здобувалась впродовж сімнадцяти років, остаточно підірвана¹ (див. рис. 3.11.).



Джерело: Побудовано на основі розрахунків автора.

Рис. 3.11. Середньомісячні темпи приросту зобов'язань банків за коштами залученими на депозитні рахунки фізичних і юридичних осіб та курсова динаміка гривні

Згідно опитувань, проведених Центром соціальних досліджень “Софія”, у грудні 2008 року в усіх областях України, 76,9% респондентів висловлюють недовіру комерційним банкам і вважають, що зараз не найкращий момент для зберігання заощаджень на депозитних рахунках у фінансових установах [217].

Ще одним із негативних моментів політики НБУ, на наш погляд, виступає неефективне використання регулюючих важелів, і зокрема таких, як рефінансування комерційних банків, дисконтна політика, проведення валютних аукціонів, запровадження режиму вільного плавання без створення необхідних для цього передумов, які послужили фактором подальшого укріплення іноземних валют на вітчизняному валютному ринку.

Так, проведення рефінансування комерційних банків для підтримки їх ліквідності, розширення кредитування економіки, на суму 29230,16 млн. грн. у жовтні і 45473,51 млн. грн. у листопаді (з початку року його обсяг станом на

¹ Незважаючи на дію мораторію щодо дострокового повернення депозитних вкладень із 1.10.2008 по 6.03.2009 року з банківської системи було виведено близько 90 млрд. грн.

31.11.2008 року становив 138781,77 млн. грн.) та відсутність відстеження і впорядкування подальшого їх використання банківським регулятором, спричинило вливання зазначених коштів у валютний ринок, з метою отримання прибутку від спекулятивних операцій, що негативно позначилось на курсовій динаміці гривні, яка девальвувала із 24 листопада по 19 грудня на 28% щодо американського долара, на 48% - щодо євро, на 27% - щодо російського рубля.

Свідченням спекулятивних операцій комерційних банків з валютою виступає зростання у 2,3 рази за IV квартал 2008 року (із 5,5 до 12,7 млрд. грн.) доходів від торгових операцій комерційних банків, в той час, як процентні і комісійні надходження, які за підсумками трьох кварталів 2008 року становили 93,2% сукупних доходів банківської системи (78,1 млрд. грн.) скоротились на 3,7% [215].

Враховуючи світовий досвід, НБУ необхідно проводити ефективну дисконтну політику в умовах зростання вітчизняних відсоткових ставок, в той час, як у зарубіжній практиці має місце протилежна тенденція.

Зокрема, з метою стимулювання економічного зростання, що виступає передумовою для укріплення національної валюти, за рахунок підвищення споживчого попиту й зниження виплат за кредитами, центральні банки Швейцарії, Англії, Канади та ін. країн знижують облікову ставку.

Так, Центральний банк Швейцарії упродовж 2008 року переглядав облікову ставку чотири рази, при цьому, понизивши її 11.12.2008 року до 0,5%, що відповідало найнижчому значенню за останні чотири роки.

Для стимулювання вітчизняних економік у грудні 2008 року, облікова ставка була знижена Центральними банками Канади до 1,5%, Англії – до 2%, Європейським центральним банком до 2,5% [237].

Проте, зниження облікової ставки в Україні за 17% інфляції у 2007 році та 22% - у 2008 році, суперечить економічним теоріям.

При цьому, на наш погляд, повністю дискредитувала себе й ідея проведення валютних аукціонів, що періодично здійснюються НБУ із 19 листопада 2008 року. Принцип таких торгів, на відміну від традиційних інтервенцій, за якого насамперед задовольняються найвищі за ціною іноземної

валюти заявки, створює умови для подальшої девальвації національної грошової одиниці.

Одним із факторів, що викликав прискорення темпів девальвації готівкового курсу гривні до американського долара на 101,2% у річному вимірі, станом на 18.12.2008 року, яка ще на 1.12.2008 року становила 36,5% (див. рис. 3.12.), та за якої Україна випередила Ісландію за темпами знецінення національної грошової одиниці, став перехід до режиму плаваючого обмінного курсу, заяви про можливу конвертацію валютних депозитних вкладень в національну валюту¹.



Джерело: Рік долара [Електронний ресурс] / Олена Шкарпова, Вікторія Руденко // Контракти – 2008. - №51 від 22.12.2008. – Режим доступу до журналу: <http://kontrakty.com.ua/show/ukr/article/45/51200811373.html>.

Рис. 3.12. Зниження курсу національних валют різних країн світу щодо долара США, % (у період з 1.01.2008 по 1.12.2008)

¹ Такий захід в Аргентині, що мав місце у 2002 році, спричинив масовий хаос та вуличні протести населення.

Так, 27 листопада 2008 року, заступник голови Національного банку України О. Савченко оголосив про перехід до плаваючого обмінного курсу, заявивши, що: "... у сучасних умовах неможливо приборкати кризові явища в економіці і валютно-курсовій сфері без введення гнучкого курсу гривні" [174].

За словами О. Савченка, ринок здатен стабілізувати обмінний курс. При цьому, заступник голови НБУ зазначав, що девальвація на рівні 30 – 35% є оптимальною для України [175].

Тому, уже Постановою №351 від 04.11.2008 року [196], що набрала чинності 28 листопада 2008 року, НБУ прив'язав офіційний курс гривні до середнього міжбанківського, що було обумовлено стрімкими темпами девальвації курсу гривні, як на готівковому, так і на безготівковому ринках, та необхідністю виконання умов меморандуму укладеного з МВФ про економічну і фінансову політику від 31.10.2008 року, що передбачає зближення офіційного і ринкового курсів.

У той же час, Постановою №408 від 1 грудня 2008 року [199] було скасовано обмеження щодо різниці між офіційним курсом та курсом продажу валюти на готівковому ринку, що було запроваджено НБУ 7 листопада 2008 року і становило 1,5%.

Таким чином, політика невтручання Національного банку України у процеси на валютному ринку спричинила обвал гривні до 10,20 грн. за долар США 18 грудня 2008 року, в той час, як позиції американської валюти із 18.11.08 по 18.12.08 на світовому ринку знизилась на 16%.

Варто зазначити, що НБУ, який сфокусував свої дії у монетарній політиці на підтримання цінової стабільності, як передумови довгострокового економічного зростання, на протиположності стабільності обмінного курсу, слід було здійснювати поступовий перехід до "вільного плавання" з огляду на стрімкі темпи інфляції¹, високий рівень доларизації вітчизняної економіки, необхідність

¹ Згідно поглядів представників Німецької консультативної групи з питань економічних реформ при Уряді України (Рікардо Джуччі, Роберта Кірхнера, Віталія Кравчука), при щорічних темпах інфляції, що перевищують 15%, політика режиму вільного плавання та таргетування інфляції підриває, як репутацію даної системи, так і довіру до НБУ (див. детальніше [53]).

забезпечення громадськості орієнтирами щодо майбутніх змін у курсовій динаміці, недосконалість механізму монетарної трансмісії¹.

Тому, вищезазначена тенденція спонукала НБУ до проведення рішучих заходів. Зокрема внаслідок переговорів Президента, Голови НБУ, Міністра фінансів України, банківський регулятор зобов'язувався:

- проводити періодичні інтервенції спрямовані на підтримку національної грошової одиниці, при цьому поступово знижуючи курс продажу іноземної валюти²;
- обмежити грошову емісію;
- провести перевірку комерційних банків на законність витрачання коштів, отриманих під час проведення їх рефінансування НБУ.

Зазначені заходи сприяли укріпленню офіційного курсу із 7,86 грн. (за станом на 18.12.2008) до 7,70 грн. (за станом на 29.12.2008) за американський долар, проте, в цілому, антикризові заходи, що проводились НБУ у 2008 році в грошово-кредитній сфері характеризуються наступними негативними наслідками, а саме:

- 1) загостренням проблеми неплатоспроможності позичальників за зобов'язаннями в іноземній валюті;
- 2) підвищенням вартості обслуговування і погашення валових зовнішніх боргових зобов'язань;
- 3) падінням попиту на дешеві вітчизняні акції внаслідок девальвації національної грошової одиниці;
- 4) низькі обсяги кредитування реальної економіки внаслідок високої доходності за валютними операціями, спричинених нестабільністю курсової динаміки;

¹ Емпіричні дослідження проведені представниками Центру наукових досліджень при Національному банку України (Міщенко В.І., Лисенко Р.С., Сомик А.В., Шульга С.О., Петрик О.І., Ніколайчук С.А.) свідчить про деформацію процентного каналу механізму монетарної трансмісії, оскільки при зміні середньозваженої ставки за інструментами рефінансування та облікової ставки НБУ, що виступає домінуючим важелем грошово-кредитної політики при режимі вільного плавання, відсутня реакція, у даному періоді, короткострокових ставок на міжбанківському кредитному ринку. Так, при зростанні облікової та середньозваженої ставки за інструментами рефінансування НБУ на 1 в.п. у вітчизняній практиці мало місце підвищення на 2,2% (через 11 – 13 міс.) за зниження на 3,38% (через 2 міс.) процентних ставок за кредитами овернайт на міжбанку (див. детальніше [168]).

² НБУ зобов'язувався 18.12.2008 року продавати долари із міжнародного резерву на УМВР за курсом 8,95 грн., 19.12.2008 року – за курсом 8,70 грн.

5) повернення до старої моделі з трьома різними курсами – офіційним, ринковим та курсом інтервенцій Національного банку України, свідченням чого виступає девальвація офіційного курсу гривні до долара США на 52% та курсу торгів на міжбанківському ринку на 60%.

Таким чином, відхилення фактичного курсу національної грошової одиниці на 47% від прогнозованого¹ й наявність девальваційного потенціалу свідчать про необхідність перегляду валютно-курсової політики держави, і особливо – режиму валютного курсоутворення.

Окрім забезпечення зовнішньої (курсової) стабільності національної грошової одиниці, одним із пріоритетних національно-економічних інтересів виступає досягнення внутрішньої (цінової) стабільності, що згідно Конституції України та Закону України “Про Національний банк України” перебуває у компетенції НБУ.

Так, відповідно до Закону України “Про національний банк України”, НБУ виступає суб’єктом реалізації грошово-кредитної політики, яка визначається як сукупність заходів у сфері грошового обігу і кредиту, направлених на регулювання економічного зростання, стримування інфляції та забезпечення стабільності національної грошової одиниці України, зайнятості населення та вирівнювання платіжного балансу [92].

Згідно із Конституцією України, що набула чинності у 1996 році відповідно до Закону України від 28.06.1996 року №254 к/96 – ВР, основною функцією Національного банку України та метою його грошово-кредитної політики є забезпечення стабільності грошової одиниці України, як монетарної передумови збалансованого соціально-економічного розвитку.

Слід зазначити, що цільові орієнтири монетарної політики щороку визначаються в Основних засадах грошово-кредитної політики, які ухвалюються Радою НБУ і подаються на розгляд Верховної Ради України із 2001 року.

Такими змінними індикаторами фінансової сфери у 2002 – 2009 рр. визначено індекс споживчих цін, монетарну базу (до 2006 року), грошову масу та

¹ В Основних засадах грошово-кредитної політики на 2008 рік, передбачено підтримку обмінного курсу гривні до долара США в межах 4,95 – 5,25 грн. за дол. США.

обмінний курс гривні до долара США, які до 2005 року були рівно пріоритетними й породжували дилему цілей монетарної політики. Оскільки, як свідчить практика, одночасне виконання усіх прогнозних індикаторів виявилось неможливим, що обумовлено необхідністю зміни одних, для підтримки інших у запланованих межах.

Проведений аналіз рівня дотримання змінних індикаторів фінансової сфери, визначених Основними засадами грошово-кредитної політики на наступний рік у 2002 – 2005 рр. показав, що впродовж досліджуваного періоду, жодного разу їх фактичні значення не відповідали плановим одночасно за всіма показниками, а найбільше відхилення від запланованих показників спостерігалось у темпах зростання грошової бази і грошової маси [168, с.99].

У 2005 році вперше у вітчизняній практиці головним орієнтиром монетарної політики було визначено індекс споживчих цін, у той час, як показник грошової маси окреслено проміжним орієнтиром грошово-кредитної політики, відхилення темпів зростання якого від прогнозних показників не вимагає корекції політики, а регулювання обмінного курсу спрямовується на підтримання цінової і фінансової стабільності в державі.

Та обмінний курс не виступає дієвим інструментом підтримки цінової стабільності в Україні.

Окрім того, Україна досягнула такого етапу, коли її відкритість може обмежувати проведення незалежної монетарної політики в умовах жорсткого режиму валютного курсу. Велика пропозиція іноземної валюти, яка виникає в результаті зростання експорту товарів та послуг, активізації процесів приватизації державного майна, притоку короткострокового капіталу, справляє тиск на гривню і монетарні агрегати, що у випадку стерилізації, призводить до збільшення спекулятивної частки потоків капіталу та великих квазі-фіскальних збитків. Якщо ж стерилізація не проводитиметься, то зростання монетарних агрегатів загрожує ціновій стабільності.

До 2005 року політика НБУ, яка полягала у підтримці обмінного курсу гривні, що де-факто була прив'язана до долара США із 2000 року, зробила свій внесок у відносно швидке зниження темпів інфляції та досягнення цінової

стабільності. Однак, уже із 2005 року регулюючі заходи НБУ, спрямовані на підтримку цінової конкурентоспроможності вітчизняних товаровиробників та курсу гривні до долара США, в умовах її прив'язки до американської валюти та значного притоку іноземних інвестицій, зумовили прискорення темпів інфляції, яка у квітні 2008 року перевищила 30%, та “стерилізаційну пастку”¹.

Як свідчить весняна ревальвація 2005 та 2008 років, зміцнення національної грошової одиниці не лише не зупиняє інфляцію, а навіть не в змозі пригальмувати її.

Так, з квітня по серпень 2005 року інфляція лише прискорилась. У 2008 році, динаміка приросту індексу споживчих цін весняно-літнього періоду була низхідною. Проте, таку тенденцію слід розглядати як сезонний чинник, що спостерігається щорічно, за виключенням 2007 року, а не як наслідок укріплення національної грошової одиниці по відношенню до американського долара.

Тому, за таких умов, особливий інтерес для України становить досвід реалізації грошово-кредитної політики, та особливо валютно-курсової політики зарубіжних країн.

Зокрема, заслуговує на увагу практика реалізації політики центральних банків країн колишнього соціалістичного табору, а саме: Республіки Казахстан, Республіки Білорусь та Російської Федерації, у яких, як і в Україні, обмінний курс національної грошової одиниці виступає основним інструментом монетарної політики, в тому числі і боротьби з інфляцією, що відповідно зумовлює її недостатню ефективність порівняно із європейськими країнами.

Так, особливістю монетарної політики Національного банку Республіки Казахстан є її побудова на середньострокових засадах, що передбачає прогнозування цільових орієнтирів (темів інфляції², ставки рефінансування, обсягів і темів змін валових золотовалютних резервів, грошової маси,

¹ “Стерилізаційна пастка” – явище, що має місце при проведенні політики підтримки фіксованого обмінного курсу за стрімкого припливу іноземного капіталу, прикметними рисами якого є розкручування інфляційної спіралі. Так, проведення валютних інтервенцій із купівлі іноземної валюти, наслідком яких є зростання монетарних агрегатів, за умов обмеження можливості здійснення стерилізаційних операцій, призводить до зростання цін. При цьому, підвищення відсоткових ставок для боротьби з інфляцією та їх перевищення рівня – зовнішніх, в умовах фіксованого курсу, сприяють посиленню спекулятивних операцій, подальшому припливу іноземного капіталу, що у свою чергу вимагає проведення подальших інтервенцій, які мають своїм наслідком подальше розширення грошової пропозиції і, відповідно, нагромадження інфляційного потенціалу.

² Забезпечення цінової стабільності виступає основним цільовим орієнтиром грошово-кредитної політики Національного банку Республіки Казахстан.

депозитних вкладень і кредитів в економіку) на три роки. Це, у свою чергу, сприяє підвищенню її прозорості та формуванню позитивних очікувань суб'єктів економічної діяльності. За таких умов, при проведенні політики плаваючого валютного курсоутворення фактичний рівень інфляції, незважаючи на щорічну тенденцію до зростання¹, знаходився до 2007 року в межах прогнозованого рівня, що свідчило про ефективність обраного курсу Національним банком держави. Проте, 19% інфляція, що спостерігалась у 2007 році вимагає перегляду політики Національного банку країни [180].

На відміну від Республіки Казахстан, у Білорусі діє режим прив'язки білоруського рубля до російської валюти, за якого кінцевою ціллю монетарної політики є зниження інфляції до 7 – 9% у 2007 році, а контрольним параметром грошово-кредитної політики виступає середньострокове таргетування обмінного курсу. Та 12% інфляція, яка мала місце у 2007 році, свідчить про низьку ефективність вищезазначеної політики та вимагає її переосмислення [181].

Як і в Україні, у Російській Федерації монетарна політика Центрального банку спрямована на забезпечення внутрішньої і зовнішньої стабільності російського рубля, а її головною метою виступає зниження інфляції. При цьому, із 2005 року проведення валютно-курсової політики ґрунтується на вартості бівалютної корзини, яка включає євро та долар США за режиму регульованого плавання. Особливістю монетарної політики Росії в умовах нерозвиненості фінансового ринку є використання облігацій Центрального банку, що сприяє посиленню впливу відсоткової ставки на грошово-кредитний ринок в державі [181].

Враховуючи намічений перехід Національного банку України до режиму інфляційного таргетування, привертає до себе увагу практика його запровадження у Чехії, Польщі, Угорщині та Словаччині.

На початку перехідного періоду найбільшою проблемою у даних країнах було утримання контролю над інфляцією через лібералізацію внутрішніх цін та

¹ Фактичні значення показника інфляції у 2002 році становили 6,6%, у 2003 – 6,8%, у 2004 – 6,7%, у 2005 – 7,5%, у 2006 – 8,4%.

міжнародної торгівлі. Важливим завданням для урядів та центральних банків у зв'язку з цим було визначення оптимального режиму валютного курсу.

Запровадження фіксованого обмінного курсу на початкових етапах перехідного періоду у Чехії, Угорщині, Естонії, Латвії та Польщі виправдало себе, оскільки сприяло покращенню макроекономічних показників, на відміну від країн, у яких перевага була надана гнучкому режиму валютного курсоутворення (Болгарія, Румунія, Росія, Україна). Проте, уже із середини 90-х років з'явилась тенденція руху до гнучких режимів валютних курсів.

Зокрема Чехія, одна із перших країн з перехідною економікою, яка у 1997 році здійснила перехід до таргетування інфляції і регульованого плаваючого валютного курсу чеської крони, оскільки лібералізація руху капіталу у 1995 році унеможлиблювала підтримку фіксованого курсу національної грошової одиниці, яка прив'язувалась до кошика з п'яти валют, а із 1993 року – до бівалютного кошика, який включав німецьку марку та американський долар.

Проведення валютних інтервенцій із купівлі іноземної валюти у зв'язку із стрімким припливом прямих і портфельних інвестицій, потреби в яких Чехія не мала, для підтримання обмінного курсу, поряд із стерилізацією надлишкової ліквідності, інструментами якої виступали норми обов'язкового резервування, випуск облігацій центрального банку, обмеженнями валютної позиції, заморожуванням коштів від приватизації, здійсненням рестрикційної політики характеризувались низькою ефективністю. Саме неспроможність підтримки валютного курсу в межах встановленого коридору та високі темпи інфляції стали поштовхом до переходу до керованого плавання в поєднанні із таргетуванням інфляції у грудні 1997 року. Варто зазначити, що в сучасних умовах цінової та курсової стабільності, ключовим інструментом грошово-кредитної політики Чехії виступає відсоткова ставка, а валютні інтервенції, які впродовж 1998 – 2003 років слугували засобом недопущення різкого укріплення крони, з 2003 року не проводяться [12].

Як і в Чехії, перехід до гнучкого курсового режиму і таргетування інфляції в Польщі (у жовтні 1997 року), був зумовлений курсовою нестабільністю, зростанням грошової пропозиції, щорічні темпи приросту якої із 1992 року,

незважаючи на проведення широкомасштабних стерилізаційних операцій на відкритому ринку і політики високих відсоткових ставок, що стимулювали подальший приплив іноземного капіталу в країну, перевищували цільове значення на 40% - 60%. Режим плаваючого обмінного курсу в Польщі було запроваджено лише у 2000 році, проте із 1998 року Центральний банк Польщі не втручається у валютний ринок.

У 1995 році 30% інфляція в Угорщині була причиною переходу від режиму жорсткої до повзучої прив'язки обмінного курсу форинта до кошика валют, що мало своїм наслідком уповільнення її темпів до 10% у 1999 році. Проте, уже в 2001 році така політика вичерпала себе. Неспроможність утримання курсу форинта в межах вузького діапазону валютного коридору і недовіра до стерилізаційних інструментів, спрямованих на поглинання надлишкової ліквідності, яка викликає формування інфляційного потенціалу, зумовили розширення діапазону коливань обмінного курсу національної грошової одиниці щодо європейської валюти до $\pm 15\%$ та запровадження режиму інфляційного таргетування. За таких умов, регулятором курсової динаміки в Угорщині виступають офіційні відсоткові ставки, а валютні інтервенції застосовуються лише за значної амплітуди курсових коливань. Єдиним прорахунком політики центрального банку держави являється одночасна підтримка обмінного курсу в межах широкого коридору та визначення цільових орієнтирів інфляції, що зумовлює конфлікт цілей монетарної політики. Як наслідок, у 2003 році, мала місце 3% девальвація форинта щодо євро.

На відміну від Польщі, Угорщини, Чехії, у Словаччині режим інфляційного таргетування було запроваджено лише у 2005 році поряд із переходом до курсового режиму ERM 2, який передбачає утримання курсу на рівні центрального паритету $\pm 15\%$, що сприяло зовнішній і внутрішній стабілізації національної грошової одиниці.

Окрім неспроможності забезпечити підтримку прогнозних показників обмінного курсу гривні до долара США і темпів інфляції¹, в умовах, коли

¹ Основними засадами грошово-кредитної політики на 2008 – 2009 роки передбачено обмінний курс гривні до долара США в межах 4,95 – 5,25 грн. за долар США у 2008 році та 4,85 за долар США ($\pm 5\%$) у 2009 році, в той час, як темпи інфляції прогноуються на рівні 9,6 і 9,5%.

валютний канал домінує у трансмісійному механізмі грошово-кредитної політики України, ще одним аргументом на користь перегляду валютно-курсової політики держави виступає розвиток процесів лібералізації валютного регулювання¹ та ухвалення програми інтеграції України в Європейський Союз Указом президента від 14 вересня 2000 року².

Так, розробка і проведення макроекономічної політики об'єктивно визначається трилемою Тейлора – Обсфельда, яка полягає у тому, що держава не може одночасно утримувати прив'язку обмінного курсу, зберігати відкритість ринку капіталу та користуватися незалежністю у грошово-кредитній політиці. Вибір можна зробити на користь лише двох із згаданих параметрів.

Незалежність грошово-кредитної політики (обумовлена збереженням та розвитком монетарного суверенітету) та проведення політики валютної лібералізації неминуче створюють умови, які вимагають відмови від прив'язки валютного курсу гривні до долара або іншої базової одиниці у формі іноземної валюти, “кошика” іноземних валют. Таким чином, вибір даного стратегічного напрямку (підвищення рівня гнучкості валютно-курсowego механізму аж до введення режиму “вільного плавання”) визначається попередньо обраними стратегіями розвитку валютної системи країни.

Зростання обсягів експорту і імпорту, що супроводжується структурним їх зміщенням у бік країн – членів ЄС також посилюють проблему режиму обмінного курсу в Україні. У разі збільшення товарообміну України та країн ЄС можлива зміна курсоутворюючої валюти – з долара США до євро або переходу до кошика валют (долар – євро).

Проте, запровадження прив'язки гривні до євро на даному етапі викликало б погіршення реального ефективного курсу гривні, негативно б відобразилося на стані експортерів, а відтак і на фінансовій стабільності, оскільки долар США, на даний момент, є основною валютою у розрахунках суб'єктів зовнішньоекономічної діяльності.

¹ До Статті 8 Угоди про Міжнародний валютний фонд Україна приєдналась ще у 1996 році, згідно до якої обмежуються можливості валютного регулювання, особливо поточних операцій.

² Угоду про партнерство і співпрацю між Європейським співтовариством і Україною було підписано ще у червні 1994 року, яка набула чинності лише у березні 1998 року.

Зарубіжний досвід свідчить, що для успішного переходу до гнучкого обмінного курсу, як правило необхідні такі складові:

- 1) ліквідний і ефективний валютний ринок;
- 2) послідовна політика інтервенцій центрального банку на валютному ринку, із тенденцією до поступового їх припинення;
- 3) належний альтернативний номінальний орієнтир;
- 4) дієвість системи для аналізу схильності державного і приватного сектору до валютного ризику та управління ним.

Функціонування режиму гнучкого обмінного курсу вимагає, перш за все, ліквідного й ефективного валютного ринку, що забезпечить реакцію обмінного курсу на дію ринкових сил [209, с.4].

Валютні ринки більшості країн, що розвиваються, характеризуються низькою ємністю і ефективністю, що обумовлено функціонуванням обмежень на рух капіталу, які знижують оборот ринку, та щодо відкритої валютної позиції, а також функціонуванням жорсткого режиму валютного курсоутворення, що має своїм наслідком неліквідність ринку.

За таких умов, усунення норм валютного регулювання, що пригнічують ринкову активність, зниження участі центральних банків на міжбанківському валютному ринку та забезпечення гнучкого обмінного курсу сприяють підвищенню глибини і ефективності валютного ринку країни.

Відмова від валютної прив'язки вимагає від держави також її заміни іншим номінальним орієнтиром і перегляду основ грошово-кредитної політики. Проте, світовий досвід свідчить, що ряд центральних банків підтримують функціонування режиму плаваючого обмінного курсу без офіційного номінального орієнтиру – наприклад, в зоні євро та у Швейцарії, - в даних країнах, офіційні органи користуються високим ступенем довіри, якого важко досягнути за короткий термін в країнах, що розвиваються, особливо, якщо до переходу на новий режим країна опиралась на жорсткий обмінний курс, який слугував таким орієнтиром, або якщо у минулому в державі спостерігались періоди високої інфляції [209, с.13].

У ПАР цільові показники інфляції були встановлені лише у 2000 році, проте режим плаваючого обмінного курсу було запроваджено у 1980 році. У Туреччині, Мексиці, поряд із запровадженням гнучкого режиму обмінного курсу, було встановлено номінальний орієнтир у формі системи цільових грошово-кредитних показників, в якості проміжної стратегії до впровадження цільових показників інфляції.

В Україні перехід до нового валютного режиму, в сучасних умовах, вимагає, перш за все, певних елементів підтримки, а саме: достатню спроможність управляти валютними ризиками; глибокі валютні ринки і ринки хеджування та відповідні інструменти, а також надійні альтернативні рамки монетарної політики, оскільки підготовка до інфляційного таргетування знаходиться ще на початковому етапі.

Підтримуючі елементи допоможуть подолати потенційно більші за масштабами зміни валютного курсу, а також підвищать рівень впевненості у дієвості нового механізму курсоутворення.

Тому, перехід до плаваючого обмінного курсу в Україні вимагає, перш за все, створення інституціональних, організаційних та технічних передумов, а саме:

- досягнення цінової стабільності та забезпечення відповідності прогнозованого рівня інфляційних очікувань і його фактичних результатів;
- зниження бюджетного дефіциту та спрямування бюджетної політики, з одного боку, на збільшення соціального забезпечення населення, а з іншого – на стимулювання виробництва;
- нарощення виробництва, чистого експорту з поліпшеною його структурою, покращення структури імпорту через збільшення обсягів ввезення високотехнологічної продукції;
- підвищення рівня зайнятості, доходів населення і продуктивності праці;
- досягнення стабільності банківської системи;
- зниження рівня доларизації економіки та зовнішньої заборгованості;
- зниження тиску короткострокового спекулятивного капіталу на обмінний курс;

- формування розвинених фінансових ринків, що забезпечить проведення НБУ операцій на відкритому ринку;
- нарощення інвестицій в основний капітал;
- підвищення рівня незалежності центрального банку, що передбачає відмову від політичного контролю над його діяльністю, автономність рішень у сфері цілей та інструментів монетарної політики, політичну нейтральність працівників;
- реалізацію прозорої інформаційної політика НБУ;
- розробку ефективної системи прогнозування монетарних показників;
- удосконалення механізму монетарної трансмісії, у якому на даному етапі економічного розвитку обмінний курс виступає єдиним дієвим каналом передачі рішень грошово-кредитної політики в реальний сектор економіки, і зокрема посилення дієвості облікової ставки та запровадження режиму безпосереднього інфляційного таргетування;
- досягнення політичної стабільності.

Тому, на сучасному етапі основною метою валютно-курсової політики повинна бути підтримка зовнішньої стабільності національної валюти, а саме – номінального обмінного курсу гривні, оскільки режим “керованого плавання” до запровадження перелічених вище заходів найбільш відповідає потребам української економіки, у зв’язку з тим, що з одного боку, зменшує курсовий ризик, а з іншого, завдячуючи присутності НБУ на міжбанківському валютному ринку, дозволяє здійснювати короткострокову підтримку українських експортерів.

Окрім того, поряд із підтримкою режиму керованого валютного курсу, Національний банк України зобов’язаний забезпечити:

- 1) підтримку достатнього рівня міжнародних резервів, який надає можливість державного втручання у разі наявності негативних тенденцій зміни обмінного курсу гривні, а також є індикатором платоспроможності для зовнішніх позичальників;
- 2) перегляд структури і диверсифікацію золотовалютних резервів відповідно до зміни частки іноземних валют в міжнародних розрахунках;

- 3) достатній рівень монетизації економіки;
- 4) підвищення капіталізації банківської системи;
- 5) достатню інституційну базу.

Лише при запровадженні режиму інфляційного таргетування, прийнятним буде перехід до більш гнучкого режиму валютного курсу, що у свою чергу обумовить також зміну завдань валютно-курсової політики на цьому етапі і вимагатиме:

- 1) коригування системи валютного регулювання: скасування системи ліцензування операцій по здійсненню прямих інвестицій за кордон для усіх нефінансових підприємств; скасування системи ліцензування для приватних інвесторів, які здійснюють управління портфелем цінних паперів через спеціалізовані фінансові інститути; впровадження механізму реалізації цінних паперів нерезидентів резидентам через купівлю депозитарних розписок, які будуть випущені на ці папери, тощо [детальніше див. 167, с.200 – 201];
- 2) зменшення інтенсивності валютних інтервенцій і переорієнтації на інструменти опосередкованої дії управління валютним курсом (політика процентних ставок, норми резервування, система валютного регулювання);
- 3) підвищення ролі дисконтної валютної політики.

Поряд із цим, у перехідний період до таргетування інфляції, НБУ зобов'язаний:

- укласти угоду із Урядом щодо переходу до нової грошово-кредитної стратегії;
- подолати високі темпи інфляції та значний рівень доларизації фінансового і реального секторів економіки;
- забезпечити підтримку обмінного курсу гривні в межах оголошеного валютного коридору, який охоплюватиме його мінімальне та максимальне ринкове значення та дозволить боротися з інфляцією в ефективний спосіб;
- покращити систему прогнозування інфляційної динаміки та розпочати публікацію прогнозного показника інфляції;

- скасувати правові перешкоди для розвитку інструментів хеджування. Створити інформаційні системи для спостереження за джерелами ризику, розробити методи прогнозування зміни ризику та планувати заходи його своєчасної мінімізації;
- забезпечити формування й реалізацію чіткої, прозорої монетарної і валютно-курсової політики, у тому числі застосування чітко сформованої облікової ставки НБУ, визначення процедури її застосування та часових умов оголошення;
- стримати притік короткострокового капіталу та регулювати відтік надлишкового капіталу шляхом: введення безпроцентних обов'язкових резервних вимог на окремі групи іноземного капіталу; встановлення мінімального строку перебування капітальних вкладень на території держави, тощо.

У сучасних умовах погіршення ситуації на світових валютно-фінансових ринках, розбалансованості вітчизняної банківської системи, розкручування інфляційної спіралі, від'ємного сальдо поточного рахунку платіжного балансу та негативних тенденцій в динаміці фінансового, що створюють вагомі передумови для девальвації національної грошової одиниці, НБУ з метою недопущення подальшої депреціації курсу гривні і пом'якшення впливу світової валютно-фінансової кризи на вітчизняну фінансову систему доцільно:

по-перше, проводити активну політику валютних інтервенцій на міжбанківському валютному ринку України, узгодивши її із дисконтною політикою держави;

по-друге, забезпечити підтримку конкурентоспроможного РЕОК із одночасним недопущенням його укріплення внаслідок стрімких темпів інфляції порівняно із країнами – основними торговельними партнерами;

по-третє, створити дієвий механізм рефінансування комерційних банків, що належним чином компенсуватиме втрати гривневої ліквідності внаслідок проведення операцій із продажу іноземної валюти для підтримки курсових позицій національної грошової одиниці.

Досягнення стабільності курсової динаміки гривні можливо забезпечити лише шляхом проведення комплексу заходів у всіх сферах економіки, що сприятиме стабілізації макроекономічних показників, значення яких, у сучасних умовах, здійснюють тиск на національну грошову одиницю в сторону депреціації.

Зокрема, відносно групи економічних показників, подолання девальвації гривні можливо забезпечити через досягнення таких складових:

1. мінімізація інфляційних процесів та їх утримання на однозначному рівні, оскільки зростання інфляції в Україні зумовлює зменшення попиту на національну грошову одиницю, посилення доларизації економіки, зниження темпів приросту ВВП, зростання відсоткових ставок, що у свою чергу, прискорюють знецінення реального курсу національної грошової одиниці;
2. підвищення рівня зайнятості, оскільки, як свідчить досвід Чехії, Польщі, Індонезії, при функціонуванні плаваючого режиму курсоутворення посилюється зростання рівня безробіття;
3. становлення конкурентоспроможних вітчизняних підприємств, які вироблятимуть якісну продукцію, що користуватиметься попитом на світових ринках, в умовах від'ємного сальдо поточного рахунку платіжного балансу, що здійснює тиск в сторону подальшої девальвації гривні;
4. зниження обсягу зовнішньої заборгованості для якої характерне перевищення темпів приросту експорту, що у свою чергу, свідчить про підвищення ризику його обслуговування за рахунок скорочення капіталовкладень і, як наслідок, зниження темпів економічного розвитку й подальшої девальвації;
5. диверсифікація джерел енергопостачання та запровадження енергозберігаючих й альтернативних енерготехнологій у зв'язку із зростанням цін на енергоресурси в умовах високого рівня залежності від зовнішнього постачання та, як наслідок, підвищенням ризику подальшої депреціації гривні, оскільки 60% у ціноутворенні України залежить від їх вартості;

6. утримання низького рівня дефіциту бюджету та забезпечення спрямування його боргового фінансування на створення умов для розвитку економіки через підвищення конкурентоспроможності вітчизняних товаровиробників;
7. стабілізація політичної ситуації і забезпечення прогнозованості дій уряду з питань напрямків розвитку країни.

Таким чином, забезпечення, як курсової, так і фінансової стабільності в цілому, як передумов фінансової безпеки держави, вимагають тісної координації грошово-кредитної, валютно-курсної, зовнішньоекономічної, фіскальної та інших політик.

Висновки до розділу 3

У результаті аналізу процесів валютно-курсного регулювання у контексті реалізації стратегічних національних інтересів зроблено такі висновки:

по-перше, курсова політика, яка проводилась із запровадження режиму регульованого плавання наприкінці 1999 року до другої половини 2008 року, з метою недопущення флуктуацій курсової динаміки, забезпечила не лише нагромадження валових міжнародних резервів НБУ, але і підвищення показника покриття майбутнього імпорту товарів та послуг необхідними валютними ресурсами, зростання валютного забезпечення грошової бази, збільшення резервів щодо погашення та обслуговування державної заборгованості, розширення можливості НБУ щодо регулювання обмінного курсу при тимчасових коливаннях попиту і пропозиції на валютному ринку, позитивний сигнал для інвесторів, як резидентів, так і нерезидентів та зменшення ставок за зовнішніми запозиченнями. Проте, в сучасних умовах світової фінансової кризи, проведення політики валютних інтервенцій із продажу іноземної валюти з метою втримання обвалу курсу національної грошової одиниці й задоволення ажіотажного попиту на іноземну валюту, призводить до зниження показників, що характеризують міжнародну ліквідність України і, відповідно, загострює проблему фінансової безпеки держави;

по-друге, проведення політики підтримки заниженого курсу гривні із 2000 року сприяло економічному зростанню, яке характеризувалось піднесенням виробництва товарів та послуг на тлі посилення інвестиційної активності й споживчого попиту, нарощенням обсягів виручки отриманої суб'єктами фінансово-господарської діяльності, та, особливо, покращенням фінансових результатів підприємств орієнтованих на експорт, зростанням частки останнього у структурі ВВП у зв'язку із сприятливою кон'юнктурою на світових ринках та курсовою динамікою національної грошової одиниці, що у свою чергу призвело до посилення взаємозалежності курсової динаміки від темпів економічного розвитку держави;

по-третє, стійкі щорічні темпи приросту ВВП, які спостерігались із 2000 року й коливались від 2,7% до 12,1% виступали фундаментальним чинником для підтримки стабільності курсоутворення із трендом до укріплення національної валюти. Проведені розрахунки демонструють, що при щорічному прирості ВВП України на 1% із 2000 року, валютний курс гривні відносно долара США укріплювався на 0,2% у 2001 році, 0,08% у 2002 році, 0% у 2003 й 2007 роках, 0,02% у 2004 році, 0,3% у 2005 році та 0,52% у 2006 році;

по-четверте, подолання негативних тенденцій цінової динаміки, для якої характерним було переважання прискореного зростання цін виробників промислової продукції у 90 – х роках ХХ ст., поряд із дієвим інструментарієм, який застосовувався НБУ у сфері валютних відносин, забезпечили стабілізацію курсу гривні і, зокрема, до американського долара, а інфляція, що мала місце із 2000 до 2007 року, не викликала значних курсових коливань. Стрімке зростання індексу споживчих цін та цін виробників промислової продукції у 2007 – 2008 роках спричинило злам ревальваційної тенденції у курсовій динаміці гривні щодо євро і російського рубля та порушення стабільної курсової динаміки щодо долара США, яка підтримувалась із 2000 року;

по-п'яте, стабілізація економічної системи у 1996 – 1997 роках та у 2000 році, невід'ємною складовою якої була стабілізація обмінного курсу національної валюти відносно долара США, сприяла зниженню процентних ставок за кредитами в національній валюті, що у свою чергу, слугувало

передумовою для укріплення курсу гривні у зв'язку із зростанням попиту на дешеві кредитні ресурси, як з боку виробників, так і населення.

Основні положення розділу висвітлені у наукових працях автора [154; 151].

ВИСНОВКИ

Проведений у дисертації комплексний аналіз ефектів валютно-курсової політики та існуючої практики регулювання у контексті фінансової безпеки держави дає підстави зробити висновки теоретико-аналітичного характеру і сформулювати пропозиції практичного спрямування.

1. У забезпеченні фінансової безпеки країни важливу роль відіграє ефективність валютно-курсової політики, яка, здійснюючи вплив на економічну систему держави в цілому, виступає одним із комплексних її індикаторів. Це зумовлено впливом курсу національної грошової одиниці на фактори, які становлять виклики і загрози стабільності фінансово-кредитної сфери, зокрема на рівень цін та темпи інфляції, обсяг валютних резервів, динаміку експортно-імпортних операцій і рух капіталу, а відповідно і сальдо платіжного балансу та ін.

2. Дієвість валютно-курсової політики залежить від ефективності діяльності та правильності прийнятих рішень на кожному з етапів її формування і реалізації, які передбачають: визначення стратегічних, тактичних цілей та цільових показників; вибір форми валютно-курсової політики (режиму курсоутворення і визначення рівня конвертованості національної валюти); вибір інструментів реалізації; виконання конкретних завдань; контроль за ходом здійснення регулятивного впливу на валютний курс; корегування реалізації політики валютного курсу відповідно до отриманих результатів.

3. Курсова динаміка визначається не лише характером валютно-курсової політики, але і фіскальної, грошово-кредитної, та зовнішньоторговельної. Так, в умовах дії плаваючого обмінного курсу, проведення стимулюючої фіскальної політики зумовлює зростання національного доходу, сукупного попиту, що мають своїм наслідком підвищення внутрішньої відсоткової ставки, яка виступає стимулом для припливу іноземних інвестицій та в подальшому призводить до укріплення позицій національної грошової одиниці. При цьому апреціація курсу національної грошової одиниці, зумовлюючи зниження чистого експорту та підвищення попиту на імпорт, породжує виклик фінансовій безпеці держави і

нейтралізує позитивний вплив бюджетної політики на національний дохід. Проведення експансійної грошово-кредитної політики призводить до покращення сальдо торговельного балансу, спричиненого девальвацією курсу національної валюти, зростання реальних грошових залишків та національного доходу. При проведенні політики підтримки фіксованого валютного курсу, бюджетна політика та політика зовнішньоторговельних обмежень, що при режимі вільного плавання сприяють ревальвації обмінного курсу, призводять до зростання національного доходу і сукупного попиту.

4. В Україні широкого поширення набули валютні інтервенції у зв'язку з запровадженням режиму валютного коридору (у 1997 р.), та використовувались для подолання надмірних флуктуацій обмінного курсу гривні щодо долара США і його підтримки в офіційно встановлених межах. Їхня роль, як інструменту зміни грошової маси в обігу посилилась із 2000 р., що було зумовлено запровадженням жорстких умов роботи міжбанківського валютного ринку після фінансової кризи 1998 - 1999 рр., визначення НБУ основним учасником торгів на ньому, запровадженням валютного коридору і фіксації валютного курсу. Проте зі скасуванням обов'язкового продажу валютної виручки експортерами у 2005 р., обсяг валютних інтервенцій щодо купівлі іноземної валюти суттєво зменшився. Підтримка курсової стабільності гривні НБУ з 2000 р., при лібералізації валютного ринку в 2005 р., забезпечила відновлення довіри до національної грошової одиниці і стала поштовхом до значного припливу прямих іноземних інвестицій, середньо - і довгострокових негарантованих кредитів при одночасному зменшенні відтоку капіталу і, відповідно, до формування бездефіцитного рахунку фінансового і консолідованого платіжного балансу. Проте, послаблення позицій української гривні у 2008 р., спричинивши відтік коштів та скорочення надходжень прямих іноземних інвестицій, чистих залучень зовнішніх державних позик, як приватним, так і державним секторами, внаслідок падіння довіри нерезидентів та ефектів світової фінансової кризи, загострило проблему платіжного балансу, пов'язану із негативним рахунком поточних операцій.

5. Досягнення макроекономічної і особливо курсової стабільності у 2000 р., першопричиною якої була оптимальна валютно-курсова стратегія, що передбачала

перехід до режиму плаваючого обмінного курсу, сприяло зростанню депозитних вкладень у національній валюті значно вищими темпами, ніж в іноземній, та водночас зниженню рівня депозитної доларизації економіки держави до 31,8% станом на 30 вересня 2008 р. проти 53% у 1996 р. Проте, через стрімку девальвацію гривні уже у жовтні 2008 року низхідний доларизаційний тренд змінився на протилежний, і за станом на 01 січня 2009 р. показник депозитної доларизації зріс на 12,2 в. п., що дає підстави стверджувати про загрозу фінансовій безпеці України.

6. Після періоду штучного завищення курсу національної грошової одиниці, девальвація гривні у 1998 – 1999 рр. більше ніж вдвічі щодо долара США та на 108% щодо євро, забезпечивши підвищення цінової конкурентоспроможності вітчизняних товаровиробників та, відповідно, зростання експортної виручки, сприяла щорічному нарощенню вартісних обсягів експортного мита до Державного бюджету України. Поряд із цим, зростання обсягів експортної виручки та укріплення курсу гривні, що мало місце із 2000 р., викликали додатковий попит на імпорт та, як наслідок, збільшення надходжень імпортного мита, ПДВ, акцизного збору від операцій ввезення.

Окрім того, подолання волатильності курсової динаміки гривні у 2000 р. і її ревальвація, яка спостерігалась у 2001 – 2002, 2005 – 2006, і 2008 рр., забезпечила підвищення кредитних рейтингів вітчизняних позичальників, зниження відсоткових ставок за зовнішніми позиковими ресурсами, що стимулювало зростання абсолютних і відносних показників зовнішнього боргу. Поряд із цим, в умовах перевищення платежів із обслуговування та погашення зовнішнього державного боргу (з 1999 р.), коливання обмінного курсу гривні щодо долара США призводить до зменшення (збільшення) боргового навантаження на державний бюджет і ВВП. Найбільша проблема боргового навантаження – це борги корпоративного сектору, гарантовані державою і власне існуючий механізм їх обслуговування.

7. В Україні темпи приросту валових міжнародних резервів НБУ із 1999 р. до 2008 р. значно випереджали щорічні темпи приросту ВВП, що свідчило про високий рівень інвестицій, продуктивність капіталу, експортно-орієнтований розвиток економіки держави. Поряд із цим нагромадження валових міжнародних резервів НБУ забезпе-

чило підвищення показника покриття майбутнього імпорту товарів та послуг необхідними валютними ресурсами, зростання валютного забезпечення грошової бази, збільшення резервів щодо погашення та обслуговування державної заборгованості, розширення можливості НБУ щодо регулювання обмінного курсу при тимчасових коливаннях попиту і пропозиції на валютному ринку, позитивний сигнал для інвесторів, як резидентів, так і нерезидентів, та зменшення ставок за зовнішніми запозиченнями. Проте, в умовах світової фінансової кризи ХХІ століття, проведення політики валютних інтервенцій із продажу іноземної валюти з метою втримання обвалу курсу національної грошової одиниці й задоволення ажіотажного попиту на іноземну валюту, призвело до зниження показників, що характеризують міжнародну ліквідність України і, відповідно, загострює проблему фінансової безпеки держави.

8. Проведення політики підтримки заниженого курсу гривні із 2000 року сприяло економічному зростанню, яке характеризувалось піднесенням виробництва товарів та послуг на тлі посилення інвестиційної активності й споживчого попиту, нарощуванням обсягів виручки, отриманої суб'єктами фінансово-господарської діяльності, а особливо, покращенням фінансових результатів підприємств, орієнтованих на експорт, зростанням частки останнього у структурі ВВП у зв'язку із сприятливою кон'юнктурою на світових ринках та курсовою динамікою національної грошової одиниці, що у свою чергу призвело до посилення взаємозалежності курсової динаміки від темпів економічного розвитку держави.

9. Гарантування фінансової безпеки держави у сучасних умовах вимагає, поряд із підтримкою режиму керованого валютного курсу, забезпечення НБУ підтримки достатнього рівня міжнародних резервів; перегляду структури і диверсифікації золотовалютних резервів відповідно до зміни частки іноземних валют в міжнародних розрахунках; достатнього рівня монетизації економіки; підвищення капіталізації банківської системи; достатньої інституційної бази; проведення активної політики валютних інтервенцій, узгодивши її із дисконтною політикою; підтримки конкурентоспроможного РЕОК із одночасним недопущенням його укріплення внаслідок високих темпів інфляції порівняно із країнами – основними торговельними партнерами; створення дієвого механізму рефінансування комерційних банків, що

належним чином компенсуватиме втрати гривневої ліквідності внаслідок проведення операцій із продажу іноземної валюти. При цьому, забезпечення, як курсової, так і фінансової стабільності в цілому, як передумов фінансової безпеки держави, можливо лише шляхом проведення комплексу заходів у всіх сферах економіки. Зокрема, відносно групи економічних показників, подолання девальвації національної грошової одиниці можливо забезпечити через мінімізацію інфляційних процесів та їх утримання на однозначному рівні; підвищення конкурентоспроможних вітчизняних підприємств; зниження обсягу зовнішньої заборгованості; диверсифікацію джерел енергопостачання та запровадження енергозберігаючих технологій; утримання низького рівня дефіциту бюджету та спрямування його боргового фінансування на формування умов для розвитку економіки; стабілізацію політичної ситуації.

ДОДАТКИ

Додаток А Теорія сподівання (очікування)

Якщо учасники ринку іноземної валюти не беруть до уваги ризик, тоді форвардний курс валюти буде залежати виключно від того, який майбутній спот-курс прогнозують фахівці. Із формул (А.1), (А.2) і (А.3) отримуємо рівняння (А.4). Так, як насправді торговці валютою бояться ризику, то форвардний курс може бути нижчим або вищим за прогнозований спот-курс.

$$\frac{K_T^f - K_o}{K_o} = \frac{r_1 - r_2}{100 + r_2} \quad (\text{А.1})$$

$$\frac{K_T - K_o}{K_o} = \frac{1 + \frac{\wp_1}{100}}{1 + \frac{\wp_2}{100}} - 1 = \frac{\wp_1 - \wp_2}{100 + \wp_2} \quad (\text{А.2})$$

$$\frac{r_1 - r_2}{100 + r_2} = \frac{\wp_1 \wp_2}{100 + \wp_2} \quad (\text{А.3})$$

$$\frac{K_T^f - K_o}{K_o} = \frac{K_T - K_o}{K_o} \quad (\text{А.4})$$

де K_o – спот-курс іноземної валюти при прямому* котируванні;

K_T^f – форвардний курс на даний момент (теперішній розрахунок форвардного курсу);

r_1 – національна банківська % ставка;

r_2 – іноземна банківська % ставка;

\wp_1 – очікуваний національний темп інфляції;

\wp_2 – очікуваний іноземний темп інфляції;

K_T – прогнозний спот-курс на час T .

* При прямому котируванні за одиницю чи кратне число одиниць приймається іноземна валюта, яка порівнюється з національною. І навпаки (зворотне – Великобританії; Австралія, Нова Зеландія і частково у внутрішньому обороті США до: крон скандинавських країн, японської єни, мексиканського песо, євро).

Додаток Б

Спільні та відмінні риси валютної та валютно-курсової політики держави

	<i>Валютна політика</i>	<i>Валютно-курсова політика</i>
<i>Стратегічні цілі та завдання</i>	<ol style="list-style-type: none"> 1. Стійкі темпи економічного розвитку. 2. Підтримання низьких темпів інфляції та низького рівня безробіття. 3. Забезпечення зовнішньоекономічної рівноваги. 4. Розширення міжнародного співробітництва. 5. Подолання негативних наслідків валютних криз та їх уникнення. 6. Забезпечення стабільного функціонування валютних ринків. 7. Поліпшення міжнародного кредитного та валютного механізмів (зміна валютного режиму та порядку міжнародних розрахунків, проведення валютних реформ, участь у міжнародних переговорах для визначення принципів реалізації валютної політики на міждержавному та регіональному рівнях). 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Забезпечення сталого економічного зростання. 2. Підтримання високого рівня зайнятості населення. 3. Підтримка цінової стабільності. 4. Створення ефективного механізму курсоутворення, який передбачає перегляд ступеня конвертованості національної валюти та режиму валютного курсу. 5. Оцінка екзогенних та ендегенних факторів, що впливають на валютний курс. 6. Оптимізація набору інструментів впливу на кон'юнктуру валютного ринку. 7. Прогнозування змін валютного курсу. 8. Забезпечення режиму курсу національної валюти, по відношенню до іноземних валют, рівень якого визначатиме реальне співвідношення попиту і пропозиції іноземної валюти. 9. Забезпечення низької волатильності, прогнозованості та зрозумілості середньо- і довгострокових тенденцій руху валютного курсу.
<i>Тактичні цілі та завдання</i>	<ol style="list-style-type: none"> 1. Сприяння нормальній організації грошового обігу. 2. Оперативне регулювання сальдо платіжного балансу та підтримання його рівноваги. 3. Забезпечення правових умов організації валютних відносин. 4. Організація контролю за здійсненням валютних операцій. 5. Регламентування порядку здійснення міжнародних розрахунків. 6. Лібералізація або обмеження можливостей суб'єктів господарювання у здійсненні валютних операцій. 7. Дедоларизація економіки. 8. Накопичення валютних резервів. 9. Захист конкурентних позицій вітчизняного товаровиробника. 10. Стимулювання припливу іноземного капіталу та обмеження його вивозу. 11. Виправлення дисбалансів у міжнародному економічному і платіжному обміні. 12. Сприяння розширенню експорту товарів високого ступеня обробки. 13. Забезпечення своєчасного погашення та обслуговування зовнішніх боргових зобов'язань. 14. Створення умов для розвитку виробництва національних імпортозаміщуючих товарів та послуг. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Досягнення стабільності курсу національної грошової одиниці. 2. Створення ефективного механізму оперативного управління валютним курсом. 3. Зниження частоти та амплітуди курсових коливань. 4. Операції із офіційними резервами країни та їх приведення до рівня, який би забезпечив нормальну підтримку національної валюти за умов короткострокових кон'юнктурних коливань економіки.
<i>Об'єкт політики</i>	<ol style="list-style-type: none"> 1. Валютний курс. 2. Платіжний баланс. 3. Грошовий обіг. 4. Зовнішньоекономічна діяльність. 5. Операції суб'єктів господарювання з іноземною валютою. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Валютний курс. 2. Операції суб'єктів господарювання з іноземною валютою. 3. Платіжний баланс. 4. Грошовий обіг.
<i>Суб'єкти реалізації</i>	<ol style="list-style-type: none"> 1. Кабінет Міністрів. 2. Міністерство фінансів. 3. Міністерство транспорту і зв'язку. 4. Державна митна служба. 5. Державна податкова адміністрація. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Центральний банк.

	6. Уповноважені банки та ін. фінансові установи. 7. Центральний банк. 8. Міжнародні валютно-фінансові організації.	
Рівень здійснення	1. Національний. 2. Регіональний. 3. Міжнародний.	1. Національний.
Методи	1. Валютне регулювання. 2. Валютний контроль. 3. Міжнародне валютне співробітництво.	1. Прогнозування валютного курсу. 2. Валютне регулювання. 3. Валютний контроль.

Примітка: Розроблено автором.

Додаток В
Класифікація та характеристика режимів валютних курсів

<i>Види режиму обмінного курсу</i>	<i>Зміст режиму</i>	<i>Класифікація валютних режимів</i>	<i>Характеристика</i>	<i>Країни, що застосовують відповідний режим</i>
Фіксований валютний курс	Офіційно встановлене співвідношення між національними валютами, засноване на валютних паритетах, що визначаються в законодавчому порядку. Режим фіксованого обмінного курсу означає зобов'язання постійної підтримки конкретного курсу національної валюти відносно іноземної незалежно від попиту і пропозиції на валютному ринку. За даного режиму, коливання валютного курсу взагалі відсутні, або допускається відхилення від паритету в межах $\pm 1\%$. Використання вказаного режиму виступало одним із основних принципів функціонування Бреттон – Вудської валютної системи.	<i>1. Офіційна доларизація</i>	Найжорсткіша форма фіксованого валютного курсу, яка передбачає заміну національної валюти стійкою іноземною (як правило долларом США або євро).	Офіційно доларизованими країнами, що використовують доллар США, як внутрішню грошову одиницю є: Панама, Еквадор, Сальвадор, Пуерто-Ріко, Маршалові Острови. Офіційне використання євро поширене у Андоррі, Чорногорії, Ватикані, Сан-Маріно, Монако. До напівофіційно доларизованих країн відносяться: Таджикистан, Гаїті, Ліберія, Багами, Бруней.
		<i>2. Валютний Союз</i>	Використання учасниками єдиного законного платіжного засобу із можливою втратою державами монетарного суверенітету.	У січні 2003 року країни Перської затоки (Бахрейн, Кувейт, Оман, Катар, Саудівська Аравія, Об'єднані Арабські Емірати) ініціювали кроки в напрямі створення монетарного союзу і формально прив'язали свої обмінні курси до долара США. Країни - члени долларової валютної зони (Канада, Мексика) та єврозони, що включає 27 країн з перспективою розширення за рахунок інших держав Європи. При цьому, до країн – членів ЄС, що відмовились від монетарного суверенітету належать Греція, Іспанія та

Продовження Додатку В

		3. Валютна Рада	Даний режим передбачає фіксацію курсу національної валюти щодо резервної на законодавчому рівні, при повному покритті грошової бази чистими міжнародними активами. При цьому, для національної валюти характерна повна внутрішня конвертованість, а валютна рада позбавлена прав на проведення незалежної монетарної політики, кредитування уряду і комерційних банків та здійснення операцій із розміщення цінних паперів.	Португалія. Бермудські Острови, Болгарія, Боснія і Герцеговина, Бруней, Гібралтар, Гонконг, Естонія, Кайманові Острови, Литва та ін.
		4. Режим фіксованої валютної прив'язки	<p>Формальна або неофіційна прив'язка національної валюти до однієї із провідних іноземних валют або до валютного композиту. Валютний курс коливається у межах вузького діапазону ($\pm 1\%$ від центрального паритету, або різниця між мінімальним і максимальним значенням курсу не повинна перевищувати 2% упродовж двох місяців). Прив'язування національної валюти до однієї із провідних іноземних валют здійснюється у трьох формах:</p> <ul style="list-style-type: none"> • прив'язування до провідної резервної валюти (долара США або євро); • фіксація курсу національної валюти до валюти країни – головного зовнішньоторговельного або фінансового партнера; • фіксація курсу колективної валюти, тобто спільної валюти групи країн до однієї з провідних іноземних валют розвинутих країн. 	<p>Аргентина, Сальвадор, Еквадор, Венесуела, Таїті, Оман, Сирія, Нігерія, Ангола.</p> <p>Намібія, Лесото, Свазіленд.</p> <p>Курс східнокарибського долара , що виступає спільною валютою держав Карибського басейну (Ангілья, Антигуа та Барбуда, Домініка, Гренада, Сент – Лусія, Сент – Вінсент та ін.) зафіксовано до американського долара.</p>

Продовження Додатку В

			<p>У світовій практиці, окрім прив'язування національної валюти до якірної, поширена фіксація курсу національної грошової одиниці до валютного композиту, а саме:</p> <ul style="list-style-type: none"> • фіксація курсу національної валюти до спеціальних прав запозичення; • фіксація курсу щодо “валютного кошика”, тобто групи іноземних валют, підібраних у певній пропорції. 	<p>Лівія, М'янма, Руанда, Сейшельські Острови. Кіпр, Ісландія, Кувейт, Бангладеш, Марокко, Таїланд та ін.</p>
		<p><i>5. Фіксований курс в рамках механізму ERM - II</i></p>	<p>Утримання курсу національної валюти упродовж двох років на рівні центрального паритету оголошеного Європейським центральним банком в межах $\pm 15\%$, що є необхідною передумовою входження до єврозони.</p>	<p>Словаччина.</p>
<p>Проміжні режими</p>	<p>Дані режими поєднують у собі риси режимів фіксованого валютного курсу та вільного плавання. До даної групи належать режими повзучої прив'язки, валютного коридору та їх різновиди.</p>	<p><i>1. Повзуча прив'язка (з прогнозованими поправками щотижня, щомісяця), прив'язка з частими поправками (до 6 місяців).</i></p>	<p>Полягає у періодичному коригуванні обмінного курсу на заздалегідь заплановану і опубліковану величину. При цьому, коректування спрямоване, як на апреціацію обмінного курсу, так і на його депреціацію. Як правило, межі допустимих коливань валютного курсу за режиму повзучої прив'язки встановлюються на рівні до $\pm 2,5\%$.</p>	
		<p><i>2. Валютний коридор</i></p>	<p>За даного режиму центральні банки встановлюють мінімальний та максимальний рівень відхилення валютного курсу. У заданих межах обмінний курс може вільно коливатись під впливом ринкових сил, а для запобігання можливостей їх порушення центральні банки застосовують заходи девізної політики, передусім валютні інтервенції. Аналіз світової практики реалізації валютно-курсової політики дає можливість виділити наступні різновиди валютного коридору, зокрема: валютний коридор з горизонтальними межами (встановлені межі коридору залишаються незмінними впродовж функціонування даного валютного режиму); з повзучими</p>	<p>Індія, Китай, Єгипет, Ізраїль, Угорщина.</p>

Продовження Додатку В

			межами у напрямку девальвації (ревальвації) (межі курсових коливань підлягають корекції впродовж періоду функціонування коридору на заздалегідь визначену величину) та комбінованими межами, при яких одна межа є фіксованою, а інша змінною (при цьому її зміна спрямована в сторону звуження або розширення валютного коридору).	
Плаваючий обмінний курс	Валютний курс визначається ринковими силами попиту і пропозиції. При цьому валютні інтервенції здійснюються лише для запобігання коливанням валютного курсу, які не є наслідком фундаментальних макроекономічних зрушень. Використання даного режиму стало одним із основних принципів функціонування Ямайської валютної системи.	<i>1. Кероване плавання</i>	Режим керованого плавання передбачає корегування валютного курсу з невизначеною періодичністю та на невизначену величину, у зв'язку із необхідністю згладження значних коливань. При цьому, центральний банк не зобов'язаний підтримувати обмінний курс та уповноважений проводити валютно-курсову політику, яка найбільш оптимальна для поточного економічного становища. На відміну від вільного плавання даний режим набув більшого поширення. Більшість країн де – юре застосовують режим вільного плавання, проте де – факто не допускають значних курсових коливань, що спричинено “страхом перед плаванням”.	Кіпр, Молдова, Румунія, Словаччина, Чехія.
		<i>2. Вільне плавання</i>	Повна відсутність втручання держави у функціонування валютного ринку, а обмінні курси визначаються взаємодією попиту і пропозиції на ньому.	У режимі вільного плавання встановлюються обмінні курси близько 50 країн світу. Зокрема, Японія, Канада, Швейцарія, Туреччина, Польща.

Джерело: Журавка Ф.О. Валютно-курсова політика Національного банку України в умовах трансформації економіки: [монографія] / Ф.О. Журавка. - Суми: ТОВ “КВК” “Ділові перспективи”, УАБС НБУ, 2007. – 70с.; Лапчук Б. Сучасні підходи до класифікації валютних режимів / Б. Лапчук // Актуальні проблеми міжнародних відносин. Випуск 52 (Частина 1) – 2005. – С. 54-56.; Лапчук Б.Ю. Валютна політика: [навч. посіб.] / Богдан Юрійович Лапчук. – К.: Знання, 2008. – 212с.; Шемет Т.С. Теорія і практика валютного курсу: [навч. посіб.] / За ред. О.І. Рогача. – К.: Либідь, 2006. – 360с.; Киреев А.П. Международная экономика в 2 – х ч. – Ч. 2. Международная макроэкономика: открытая экономика и макроэкономическое программирование: [учебное пособие для вузов] / А.П. Киреев. – М.: Международные отношения, 1999. – 488с.; Schuler K. Introduction to Currency Boards / [http:// users.erols.com/currency/intro.htm](http://users.erols.com/currency/intro.htm).

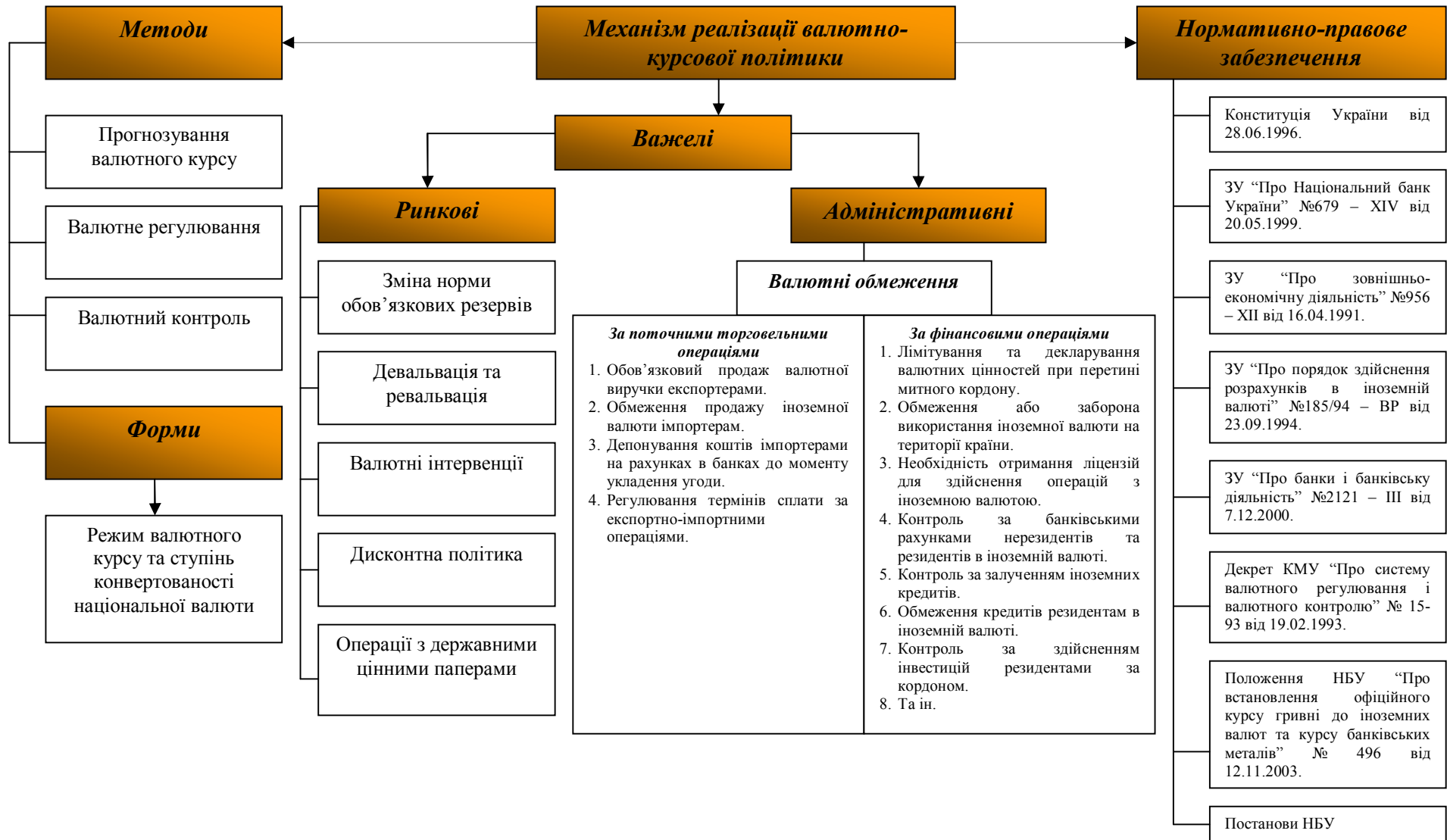
Додаток Г

Переваги та недоліки курсових режимів

<i>Режим валютного курсу</i>	<i>Переваги</i>	<i>Недоліки</i>
<i>Режим фіксації валютного курсу</i>	<ol style="list-style-type: none"> 1. Стабільні фіксовані обмінні курси слугують основою для планування господарської діяльності, забезпечують створення сприятливого середовища для здійснення зовнішньоекономічних операцій, знижують імовірність ризиків у міжнародних операціях та перешкоджають їхньому розвитку. 2. Фіксовані обмінні курси сприяють розвитку міжнародної кооперації. 3. Забезпечують підвищення довіри до національної грошової одиниці. 4. Сприяють зниженню інфляційних очікувань та рівня інфляції в країні. 5. Виступають свого роду інструментом страхування валютних ризиків (зниження ризику негативних змін валютного курсу). 6. Повна конвертованість національної валюти, відсутність втручання у діяльність валютного ринку та унеможливлення необґрунтованої емісії національної валюти за функціонування режиму Валютної Ради. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Необхідність значних міжнародних валютних резервів для підтримки обмінного курсу на рівні оголошеного офіційного паритету. 2. Формування “чорного” валютного ринку. 3. Посилення вразливості до світових валютно-фінансових криз, і особливо до негативних тенденцій, що спостерігаються у країнах до валюти якої здійснена прив’язка. 4. Необхідність здійснення заходів для подолання негативних наслідків проведення інтервенцій на валютному ринку. 5. Функціонування фіксованого режиму породжує проблему визначення рівноважного обмінного курсу. 6. Порушення системи міжнародної торгівлі внаслідок прорахунків у політиці валютних обмежень. 7. Відсутня можливість проведення незалежної монетарної політики.
<i>Плаваючі обмінні курси</i>	<ol style="list-style-type: none"> 1. Плаваючі обмінні курси забезпечують рівновагу платіжного балансу. 2. Можливість проведення незалежної від інших країн грошово-кредитної політики. 3. Знижується потреба у золотовалютних резервах, які виступають джерелом проведення інтервенцій. 4. Відсутність “чорного” валютного ринку. 5. Функціонування режиму плаваючих обмінних курсів сприяє розвитку валютної лібералізації. 6. За умов ефективного функціонування ринків та плаваючих обмінних курсів унеможливується спроможність спекулянтів отримувати прибутки за рахунок центральних банків. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Плаваючі обмінні курси зумовлюють можливість скорочення торговельних операцій внаслідок появи ризику невизначеності. 2. Дестабілізуючий вплив на національну економіку значних коливань обмінних курсів та спекуляцій на валютному ринку. 3. Складність прогнозування майбутніх обмінних курсів. 4. Потреба додаткових витрат на страхування від несприятливих змін валютного курсу.

Джерело: Киреев А. П. Международная экономика: [учеб. пособие для студ. вузов, обуч. по напр. "Экономика" и спец. "Мировая экономика"] : В 2-х ч. / Алексей Павлович Киреев. - М. : Междунар. отношения, 1997 (1999). - 484с.; Лапчук Б.Ю. Валютна політика: [навч. посіб.] / Б.Ю. Лапчук – К.: Знання, 2008. – 212с.; Тоні Лет тер. Выбор режима валютного курса (Перевод на русский С. Романова) Bank of England, 1996.; Шемет Т.С. Теорія і практика валютного курсу: [навч. посіб.] / За ред. О.І. Рогача. – К.: Либідь, 2006. – 360с.

Додаток Д
Механізм реалізації валютно-курсової політики [241, с.280; 76, с.158; 164, с.170-173]



Додаток Е
Тріада “Національні цінності – Національні інтереси – Національні цілі”

При розгляді тріади “Національні цінності – Національні інтереси – Національні цілі” за допомогою кватерніонів з урахуванням кількості елементів, а саме: $x_1 = 17$ – національні цінності; $x_2 = 18$ – національні інтереси; $x_3 = 18$ – національні цілі [64; 63]; $x_0 = 474253336$ – кількість населення України, її можна записати як кватерніон [57]:

$$X = 474253336 + 17 + 18 + 18$$

Використовуючи абсолютну величину кватерніона (Е.1), можна вирахувати міру складності тріади.

$$|X| = \sqrt{x_0^2 + x_1^2 + x_2^2 + x_3^2} \quad (\text{Е.1})$$

Перевагою виразу (Е.1) є той факт, що за допомогою відомої властивості направляючих косинусів (Е.2) можна по – новому виміряти частку впливу кожної компоненти кватерніона на його абсолютну величину.

$$\cos^2\alpha + \cos^2\beta + \cos^2\gamma + \cos^2\varphi = 1, \quad (\text{Е.2})$$

де:

$$\begin{aligned} \cos\alpha &= \frac{x_0}{\sqrt{x_0^2 + x_1^2 + x_2^2 + x_3^2}}; \\ \cos\beta &= \frac{x_1}{\sqrt{x_0^2 + x_1^2 + x_2^2 + x_3^2}}; \\ \cos\gamma &= \frac{x_2}{\sqrt{x_0^2 + x_1^2 + x_2^2 + x_3^2}}; \\ \cos\varphi &= \frac{x_3}{\sqrt{x_0^2 + x_1^2 + x_2^2 + x_3^2}}. \end{aligned}$$

Використовуючи абсолютну величину векторної частини кватерніона (Е.3), можна підрахувати міру складності векторної частини тріади.

$$|V| = \sqrt{x_1^2 + x_2^2 + x_3^2}, \quad (\text{Е.3})$$

де x_1, x_2, x_3 , - векторна частина кватерніона.

За допомогою відомої властивості направляючих косинусів (Е.4) можна виміряти частку впливу кожної векторної компоненти кватерніона на абсолютну величину його векторної складової.

$$\cos^2\alpha + \cos^2\beta + \cos^2\gamma = 1, \quad (\text{Е.4})$$

де:

$$\cos\alpha = \frac{x_1}{\sqrt{x_1^2 + x_2^2 + x_3^2}};$$

$$\cos\beta = \frac{x_2}{\sqrt{x_1^2 + x_2^2 + x_3^2}};$$

$$\cos\gamma = \frac{x_3}{\sqrt{x_1^2 + x_2^2 + x_3^2}}.$$

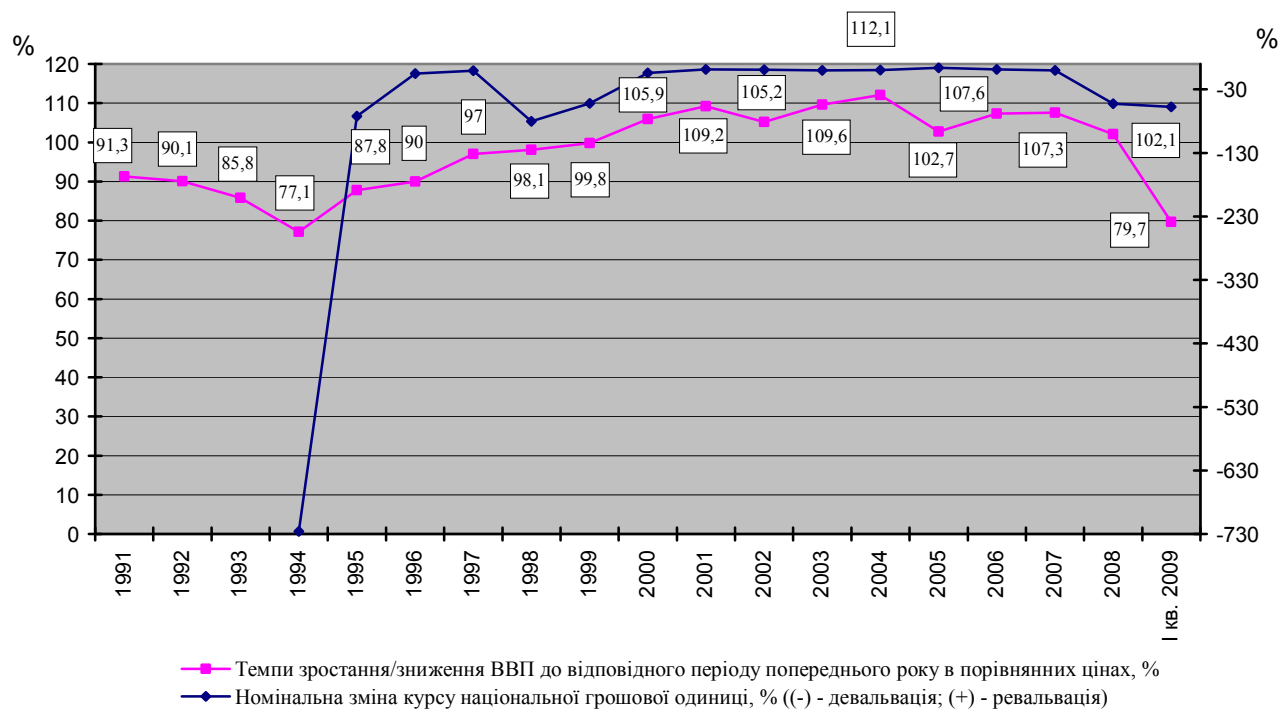
Для нашої задачі, без урахування скалярної частини:

$$\begin{aligned} x_0 &= 0; \\ X &= 0 + 17 + 18 + 18; \\ |V| &= 30,6104; \\ \cos^2\alpha &= 0,3084; \\ \cos^2\beta &= 0,3458; \\ \cos^2\gamma &= 0,3458. \end{aligned}$$

Тобто, частка впливу національних цінностей на абсолютну величину векторної частини кватерніона складає $x_1 = 30,84\%$, частка впливу національних інтересів складає $x_2 = 34,58\%$, а частка впливу національних цілей складає $x_3 = 34,58\%$.

Малопомітна різниця між частинами впливу національних інтересів і національних цілей щодо національних цінностей свідчить про їх однакову важливість і взаємозалежність. А незначна різниця між ними на користь національних інтересів і національних цілей щодо національних цінностей свідчить про те, що українське суспільство – це суспільство, для якого природнім є тяжіння до акцентування уваги передусім на інтересах, а тепер очевидно – й на цілях [214].

Додаток Ж
Динаміка темпів економічного зростання та змін обмінного курсу національної грошової одиниці відносно дол. США у 1991 – I кв. 2009 рр.



Джерело: Розроблено та розраховано автором на основі даних розміщених на Інтернет – сторінці Національного банку України – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/Macro/index.htm>.; http://www.bank.gov.ua/kurs/last_kurs1.htm.

Додаток 3

Динаміка грошових показників та сальдо валютних інтервенцій Національного банку України у 2002 – 2008 рр.

у млн. грн. та млн. дол. США

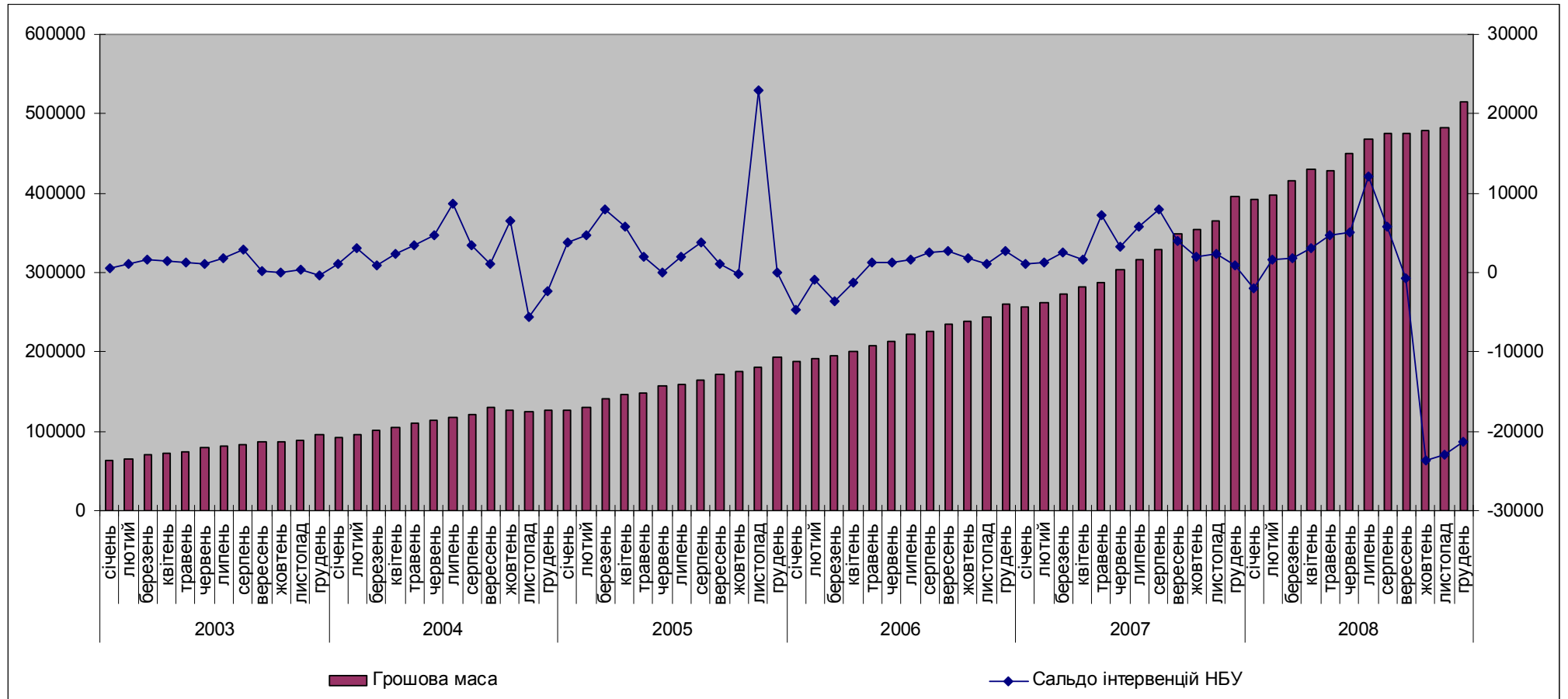
Показники	січень	лютий	березень	квітень	травень	червень	липень	серпень	вересень	жовтень	листопад	грудень
	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12
2002 рік												
Грошова маса МЗ												64870
Грошова база												30808
Сальдо інтервенцій НБУ: у млн. дол. США у млн. грн.	56,3 299,60	147,6 785,45	205 1091,01	51,5 274,34	60,9 324,55	204,6 1090,27	466,5 2485,98	320,7 1709,11	195,8 1043,52	98,4 523,51	-56,9 -303,35	-29,1 -155,17
2003 рік												
Грошова маса МЗ	62853	64945	70114	72509	73977	79034	80786	83048	86495	86858	88295	95043
Грошова база	29838	29939	31191	32799	33119	35178	36638	38220	38021	38014	38254	40089
Сальдо інтервенцій НБУ: у млн. дол. США у млн. грн.	116,7 622,35	197,0 1050,90	308,7 1646,76	287,3 1532,37	242,6 1293,79	206,6 1101,76	329,1 1754,70	537,6 2866,21	37,7 201	-13,5 -71,98	51,4 274,06	-74,6 -397,73
2004 рік												
Грошова маса МЗ	92643	96049	101151	105104	109435	113971	117130	121476	130277	126224	125251	125801
Грошова база	38803	40279	414338	44553	46784	47222	50917	52865	55394	53155	50197	53763
Сальдо інтервенцій НБУ: у млн. дол. США у млн. грн.	191,5 1020,98	568,5 3030,05	175,4 934,76	432,3 2303,60	636,2 3387,77	872,8 4643,91	1616,4 8592,78	637,5 3386,15	208,1 1104,53	1225,3 6502,05	-1046,7 -5554,0	-430,8 -2285,57
2005 рік												
Грошова маса МЗ	125726	130942	140107	146495	147896	156339	159139	164780	171011	174830	180061	194071
Грошова база	52197	54938	60297	62932	61941	65508	66384	68505	70471	71636	74945	82760
Сальдо інтервенцій НБУ: у млн. дол. США у млн. грн.	711,2 3772,13	892,9 4731,48	1498,0 7910,64	1127,5 5693,9	387,1 1954,86	-10,5 -53,08	397,3 2008,35	735,9 3716,30	209,8 1059,49	-42,5 -214,63	4537,5 22914,38	8,1 40,91

2006 рік												
Грошова маса МЗ	188844	191283	195304	201214	207370	214136	221536	226376	234770	238461	244097	261063
Грошова база	75331	765883	75495	78027	76763	80188	82182	81877	84777	87718	87872	97214
Сальдо інтервенцій НБУ: у млн. дол. США	-938,7	-179,0	-724,4	-232,8	244,1	247,3	315,8	500,5	552,5	363,3	226,7	530,7
у млн. грн.	-4740,4	-903,95	-3658,22	-1175,64	1232,71	1248,87	1594,79	2527,53	2790,13	1834,67	1144,84	2680,04
2007 рік												
Грошова маса МЗ	256226	261348	272464	282359	288185	303016	316969	328967	348226	354179	365591	396156
Грошова база	95478	92719	96425	99616	105089	111038	115599	120515	127680	130219	130362	141901
Сальдо інтервенцій НБУ: у млн. дол. США	223,4	265,4	505,7	335,7	1415,4	658,4	1146,6	1575,3	787,3	383,4	479,4	176,4
у млн. грн.	1128,17	1340,27	2553,79	1695,29	7147,77	3324,92	5790,33	7955,27	3975,87	1936,17	2420,97	890,82
2008 рік												
Грошова маса МЗ (млрд. грн.)	391,9	398,2	416,2	429,9	429,2	450,0	467,5	474,7	476,0	479,0	483,2	514,7
Грошова база (млрд. грн.)	136,3	134,3	136,4	145,0	145,9	154,2	163,7	169,0	170,8	173,4	172,8	186,7
Сальдо інтервенцій НБУ: у млн. дол. США	-408,9	304,6	354,8	617,7	954,7	1042,9	2487,2	1210,2	-150,3	-4114,8	-3398,6	-2770,9
у млн. грн.	-2064,9	1538,23	1791,74	3119,39	4630,30	5047,6	12038,0	5857,37	-730,46	-23701,25	-22906,56	-21335,93

Джерело: Розроблено та розраховано автором на основі даних розміщених на Інтернет – сторінці Національного банку України [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/>.

Примітка: Сальдо інтервенцій НБУ: “+” - купівля іноземної валюти; “-” - продаж іноземної валюти.

Додаток К
Динаміка грошової маси та інтервенцій Національного банку України (млн. грн.)



Примітка: Побудовано автором.

Додаток Л

Таблиця Л.1

Приріст грошових агрегатів та частка інтервенцій у прирості грошової маси в обігу у 2003 – 2007 роках

Показники	2003 рік				2004 рік				2005 рік				2006 рік				2007 рік			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Грошова маса (млрд. грн.)	70,1	79,0		95,0	101,2	114	130,3	125,8	140,1	156,3	171,0	194,1	195,3	214,1	234,8	261,1	272,5	303,1	348,2	396,2
Приріст грошової маси: у гривнях (млрд.) у %	5,2 8	9 12,7			6,1 6,4	12,8 12,7	16,3 14,3	-4,5 -3,4	14,3 11,4	16,2 11,6	14,7 9,4	23,7 13,5	12,3 0,6	18,8 9,6	20,6 9,6	26,3 11,2	11,4 4,4	30,5 11,2	45,2 14,9	47,9 13,8
Грошова база (млрд. грн.)	31,2	35,2		40,1	41,4	47,2	55,4	53,8	60,3	65,5	70,5	82,8	75,5	80,2	84,8	97,2	96,4	111,0	127,7	141,9
Частка грошової бази в загальному обсязі МЗ	44,5	44,5		42,2	41	41,4	42,5	42,7	43	41,9	41,2	42,6	38,7	37,4	36,1	37,2	35,4	36,6	36,7	35,8
Приріст грошової бази: у гривнях (млрд.) у %		4,0 12,8			1,3 3,4	5,8 14	8,2 17,3	-1,6 -3	6,5 12,2	5,2 8,6	5,0 7,6	12,3 17,4	-7,3 -8,8	4,7 6,2	4,6 5,7	12,4 14,7	-0,8 -0,8	14,6 15,2	16,6 15	14,2 11,1
Інтервенції НБУ: у млрд. дол. США у млрд. грн.	0,62 3,32	0,74 3,93	0,90 4,82	-0,04 -0,20	0,94 4,99	1,94 10,4	2,46 13,08	-0,25 -1,34	3,10 16,41	1,51 7,60	1,34 6,79	4,50 22,74	-1,84 -9,30	0,26 1,31	1,37 6,91	1,12 5,66	0,99 5,02	2,41 12,17	3,51 17,72	1,04 5,25
Частка інтервенцій у прирості грошової маси в обігу	63,3	44,0			81,6	80,6	80,2	29,9	114,7	46,8	46,2	96,1	-754,5	6,9	33,5	21,5	44,5	39,8	39,2	10,9

Таблиця Л.2

Приріст грошових агрегатів та частка інтервенцій у прирості грошової маси в обігу у 2008 році

Показники	2008 рік			
	I	II	III	IV
Грошова маса (млрд. грн.)	416,2	450,0	476,0	514,7
Приріст грошової маси: у гривнях (млрд.) у %	20 5,0	33,8 8,1	26 5,8	38,7 8,1
Грошова база (млрд. грн.)	136,4	154,2	170,8	186,7
Частка грошової бази в загальному обсязі МЗ	32,8	34,3	35,9	36,3
Приріст грошової бази: у гривнях (млрд.) у %	-5,5 -3,9	17,8 13,0	16,6 10,8	15,9 9,3
Інтервенції НБУ: у млрд. дол. США у млрд. грн.	0,3 1,3	2,6 12,8	3,5 17,2	-10,3 -67,9
Частка інтервенцій у прирості грошової маси в обігу	6,5	37,9	66,2	-175,5

Джерело: Розроблено та розраховано автором на основі даних розміщених на Інтернет – сторінці Національного банку України [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/>.

Примітка: Сальдо інтервенцій НБУ: “+” - купівля іноземної валюти; “-” - продаж іноземної валюти.

Додаток М
Темпи приросту депозитних вкладень та кредитів у економіку України в 1996 – 2008 рр. (у %)

<i>Показники</i>	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	I кв. 2008	II кв. 2008	III кв. 2008	IV кв. 2008	2008
Темп приросту депозитів в національній валюті	-	67,2	29,9	26	81,4	50,4	47,2	64	26,3	65,3	30,9	66,5	5,9	7,6	6,8	-13,5	5,2
Темп приросту депозитів в іноземній валюті	-	84,5	41,4	79,4	24,3	15,7	46,2	62,1	53,2	50,5	53,8	28,1	3,2	4,0	9,1	45,8	75,3
Темп приросту кредитів в національній валюті	-	26,6	98,5	11,7	84,9	49,9	54,4	61,7	29,4	58,8	52,4	72,6	13,6	7,8	5,0	9,1	40,4
Темп приросту кредитів в іноземній валюті	-	55,6	78,8	61,6	48,3	39,0	40,3	60,9	32,2	66,2	95,4	75,4	11,7	7,6	13,6	49,1	103,6

Джерело: Розроблено та розраховано автором на основі даних розміщених на Інтернет – сторінці Національного банку України [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/>.

Додаток Н

Таблиця Н.1

Динаміка рівня фінансової доларизації в Україні у 1996 – 2007 роках

<i>Показники</i>	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Зобов'язання банків за коштами залученими на депозитні рахунки фізичних і юридичних осіб (млн. грн.)	5145	6357	8278	12156	18738	25674	37715	61617	83146	132932	184423	280107
у тому числі:												
в національній валюті	2433,7	4068,5	5041,3	6350,3	11522	17327,4	25510,4	41831,8	52832	87308	114268	190239
в іноземній валюті	2707,3	2288,5	3236,7	5805,7	7216,0	8346,6	12204,6	19785,2	30313	45624	70155	89869
Депозитна доларизація (%)	52,6	36,0	39,1	47,8	38,5	32,5	32,4	32,1	36,5	34,3	38,0	32,1
Вимоги банків за кредитами, наданими в економіку України (млн. грн.)	5452	7295	8873	11787	19574	28373	42035	67835	88571	143433	245312	426927
у тому числі:												
в національній валюті	4102,1	5194,8	5117	5715,5	10568	15846,3	39561,4	39561,4	51201	81293	123877	213871
в іноземній валюті	1349,9	2100,2	3756	6071,5	9006	12526,7	17570,6	28273,6	37370	62140	121435	213056
Кредитна доларизація (%)	24,8	28,8	42,3	51,5	46,0	44,2	41,8	41,7	42,2	43,3	49,5	49,9
Питома вага депозитів в іноземній валюті у загальному обсязі кредитів в іноземній валюті (%)	200,5	109	86,2	95,6	80,1	66,6	69,5	70	81,1	73,4	57,8	42,2

Таблиця Н.2

Динаміка рівня фінансової доларизації в Україні у 2008 році

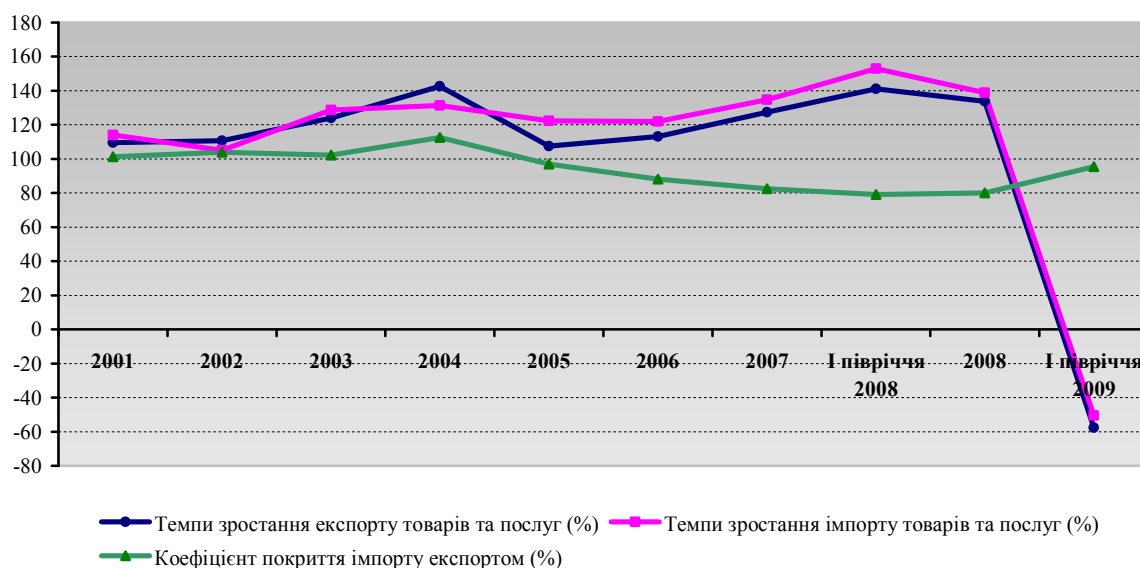
<i>Показники</i>	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12
Зобов'язання банків за коштами залученими на депозитні рахунки фізичних і юридичних осіб (млрд. грн.)	280,6	286,2	301,2	308,6	306,0	321,1	331,7	336,2	339,7	330,4	338,9	357,8
у тому числі:												
в національній валюті	187,4	190,6	201,4	204,5	203,4	216,8	222,2	225,7	231,6	210,1	199,6	200,3
в іноземній валюті	93,2	95,6	99,8	104,1	102,6	104,3	109,5	110,5	108,1	120,3	139,2	157,5

Продовження Додатку Н

Депозитна доларизація (%)	33,2	33,4	33,1	33,7	33,5	32,5	33,0	32,9	31,8	36,4	41,0	44,0
Вимоги банків за кредитами, наданими в економіку України (млрд. грн.)	436,0	455,5	481,0	494,7	499,4	518,1	531,4	547,8	566,0	618,3	671,6	733,9
у тому числі:												
в національній валюті	217,1	227,2	243,0	247,5	252,8	262,0	261,7	268,5	275,0	276,7	280,1	300,1
в іноземній валюті	218,9	228,3	238,0	247,2	246,6	256,1	269,7	279,3	291,0	341,6	391,6	433,8
Кредитна доларизація (%)	50,2	50,1	49,5	50,0	49,4	49,4	50,8	51,0	51,4	55,2	58,3	59,1
Питома вага депозитів в іноземній валюті у загальному обсязі кредитів в іноземній валюті (%)	42,5	41,9	41,9	42,1	41,6	40,7	40,6	39,6	37,1	35,2	35,5	36,3

Джерело: Розроблено та розраховано автором на основі даних розміщених на Інтернет – сторінці Національного банку України [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/>.

Додаток П



Джерело: Платіжний баланс і зовнішній борг України - [http://www.bank.gov.ua/Publication/Of_vydan/index.htm#Платіжний баланс і зовнішній борг України](http://www.bank.gov.ua/Publication/Of_vydan/index.htm#Платіжний_баланс_і_зовнішній_борг_України).

Рис. П.1. Динаміка показників розвитку зовнішньоторговельного сектору економіки України



Рис. П.2. Сальдо поточного рахунку платіжного балансу України до ВВП, %

Додаток Р

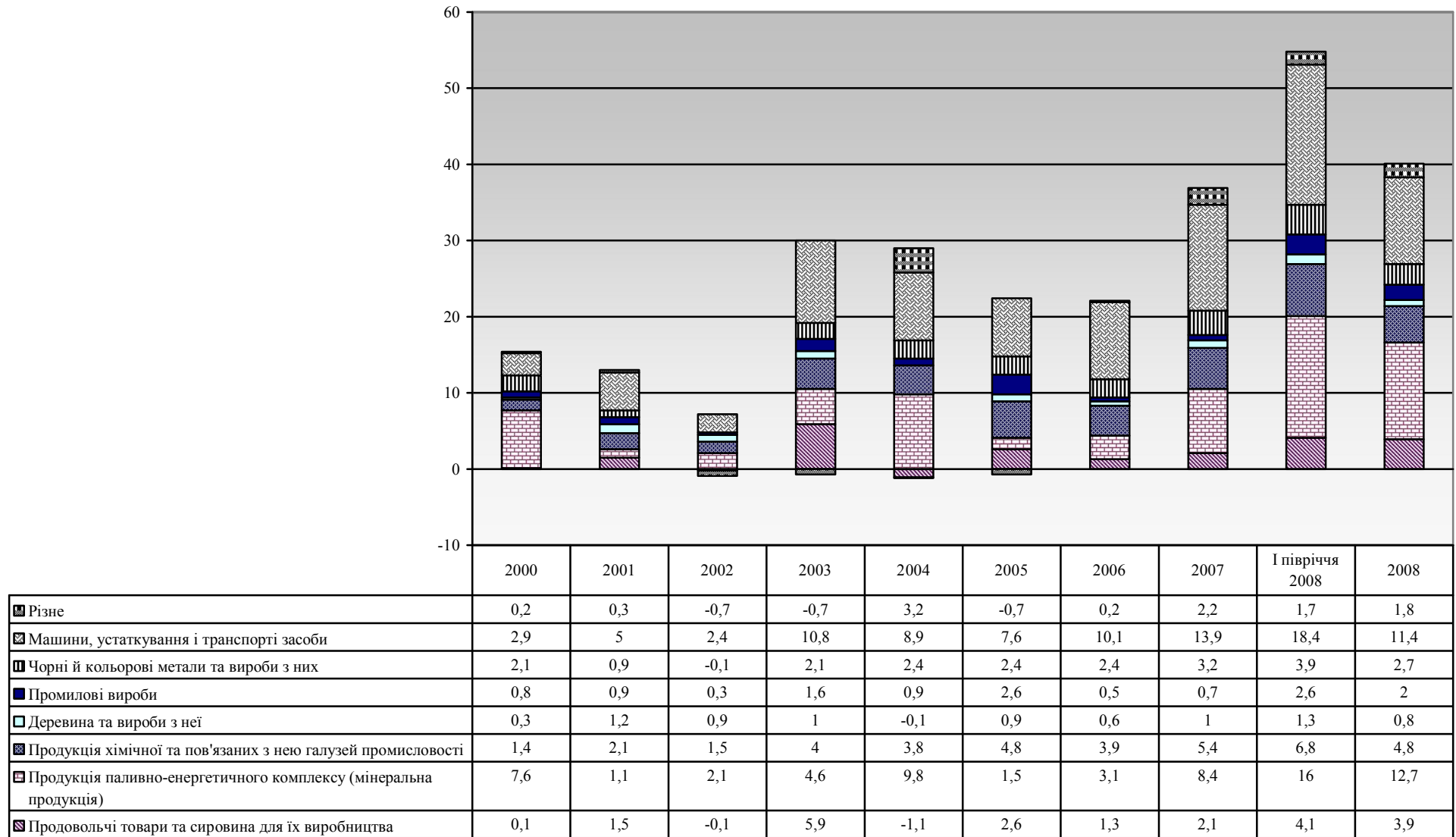
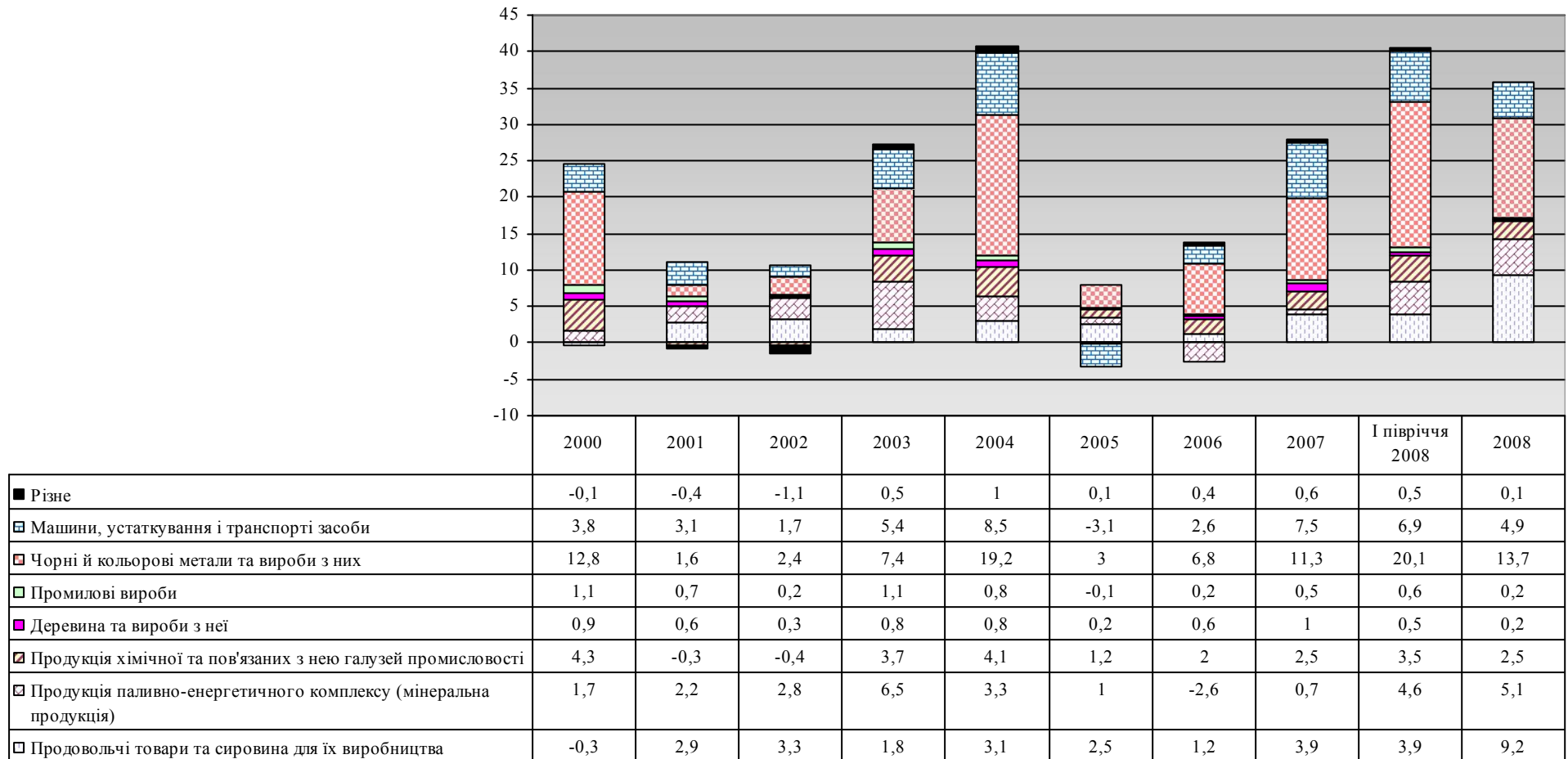


Рис. Р.1. Частка окремих складових в загальній величині темпів приросту імпорту товарів (%)

Продовження Додатку Р



Джерело: Розраховано за даними – «Платіжний баланс і зовнішній борг України» [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/Publication/Of_yudan/index.htm#Платіжний баланс і зовнішній борг України.

Примітка: Перше півріччя 2008 року у порівнянні до першого півріччя 2007 року.

Рис. Р.2. Частка окремих складових в загальній величині темпів приросту експорту товарів (%)

Додаток С

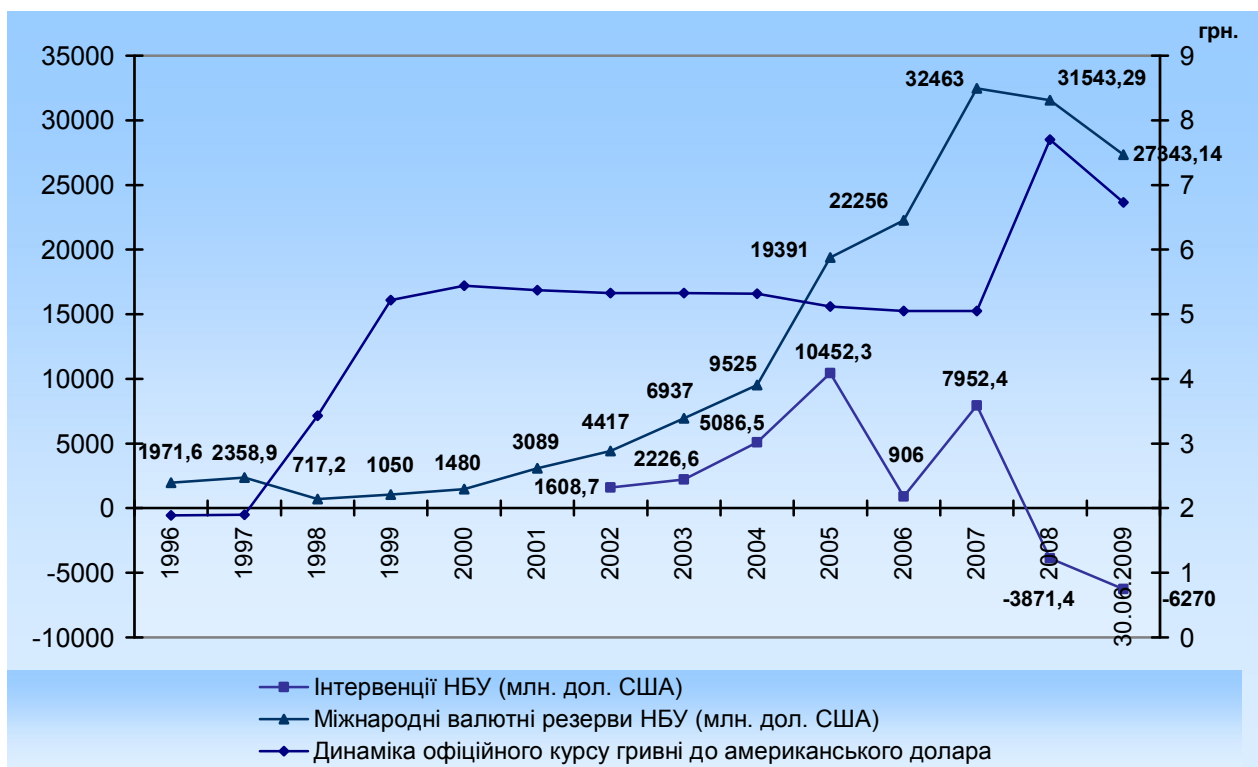
Чисті залучення прямих іноземних інвестицій та за зовнішніми довгостроковими позиками органів грошово-кредитного регулювання, сектору державного управління, банківського сектору і інших секторів економіки (млн. дол. США)

Показники	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	I півріччя 2008	2008
Чисті зміни прямих іноземних інвестицій в Україну	743	496	595	792	693	1424	1715	7808	5604	9891	6358	10693
Середньомісячне значення	62	41,3	50	66	58	118,7	143	651	467	824,3	1060	891,1
Одержані позики органами грошово-кредитного регулювання	381	635	245	375	0	0	0	0	0	0	0	4621
Середньомісячне значення	31,7	53	20,4	31,3	0	0	0	0	0	0	0	385,4
Одержані позики сектором державного управління	780	547	179	719	424	475	1434	663	503	1244	414	973
Середньомісячне значення	65	45,6	15	60	35,3	39,6	119,5	55,3	42	103,7	69	81,4
Одержані позики банківським сектором						233	212	968	2784	7864	4735	10192
Середньомісячне значення						19,4	17,7	80,7	232	655,3	789,2	849,3
Одержані позики іншими секторами економіки	630	623	915	1322	1714	1907	3756	5890	7775	11368	6517	14166
Середньомісячне значення	52,5	52	76,3	110,2	142,8	159	313	490,8	648	947,3	1086,2	1180,5

Джерело: побудовано за даними “Платіжний баланс і зовнішній борг України” [Електронний ресурс] – Режим доступу: [http://www.bank.gov.ua/Publication/Of_vydan/index.htm#Платіжний баланс і зовнішній борг України](http://www.bank.gov.ua/Publication/Of_vydan/index.htm#Платіжний%20баланс%20і%20зовнішній%20борг%20України).

Додаток Т

Валютно-курсова політика Національного банку України та динаміка валових міжнародних резервів



Джерело: Розроблено автором за офіційними даними Національного банку України: Основні тенденції валютного ринку України [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/Fin_ryn/Pot_tend_v/index.htm; Офіційний курс гривні до іноземної валюти [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/kurs/last_kurs1.htm.

Додаток У
Класифікація визначальних факторів формування курсової динаміки

Вчені	Класифікаційні ознаки	Фактори
А. Наговіцин, В. Иванов	1) утворюючі (формуючі) фактори	ВНП, платіжний баланс, зовнішня і внутрішня пропозиція грошей, процентні ставки.
	2) регулюючі фактори	Фактори державного регулювання (податки, квоти, тарифи, ліцензії, кредитна та емісійна політика, регулювання цін, нормативно-правова база, діяльність центрального банку), структурні фактори (біржова та банківська структура, сезонні чинники, напрям зовнішньоекономічної діяльності).
	3) кризові фактори	Кризові прояви економіки (бюджетний дефіцит, інфляція, відтік капіталу, скорочення обсягів виробництва, низька інвестиційна активність та ін.), політичні фактори (зміна правлячої влади, ступінь довіри населення до правлячих гілок влади, рівень надійності в управлінні економічною системою та ін.), психологічні фактори (інфляційні очікування, недовіра до національної грошової одиниці, орієнтація цін на валютний курс).
В.М. Крашенніков	1) кон'юнктурні фактори	коливання ділової активності (зміна рівня сукупного випуску в результаті зростання або падіння сукупного попиту), зовнішньоекономічна ситуація, зміна внутрішньої політики
	2) структурні фактори	Купівельна спроможність національної грошової одиниці, темпи інфляції, стан платіжного балансу, різниця у процентних ставках країн, державна фінансова політика, рівень конкурентоспроможності національних товарів на зовнішніх ринках, ріст національного доходу, зростання внутрішніх цін.
Т. Вахненко	1) структурні фактори	Темп зростання ВВП, продуктивність факторів виробництва, зміна умов торгівлі, ступінь відкритості національної економіки, обсяг зовнішньої заборгованості, рівень внутрішніх відсоткових ставок, розмір державних видатків.
	2) монетарні фактори	Темпи інфляції, розширення грошової маси, зміна рівня чистих міжнародних резервів.
Я. Белінська	1) довгострокові фактори	Конкурентоспроможність вітчизняних товарів, обсяг грошової маси, темп зростання ВВП, тенденції цінової динаміки.
	2) короткострокові фактори	Співвідношення попиту і пропозиції на валютному ринку, стан платіжного балансу, рух капіталів і сальдо розрахунків у певній валюті, валютні інтервенції, очікування валютного курсу, офіційні зміни паритету чи центрального курсу валюти.

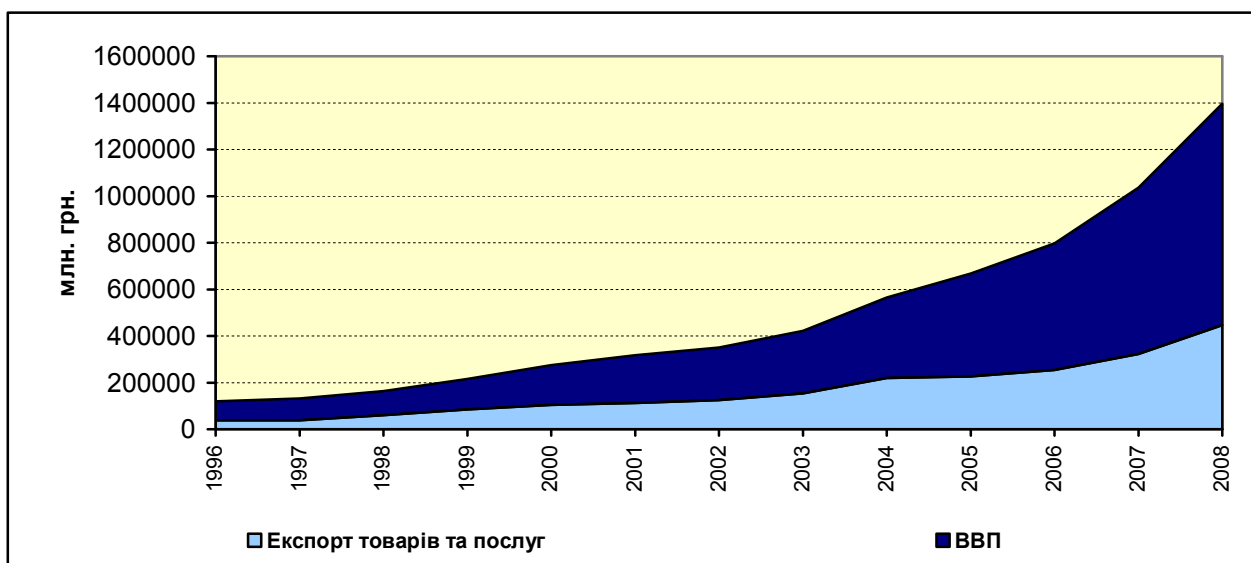
	3) кризові і випадкові фактори	Темпи інфляції, дефіцит бюджету, надмірна емісія, вплив спекулятивних капіталів, скорочення інвестицій і обсягів виробництва, падіння купівельної спроможності населення.
--	--------------------------------	---

Примітка: систематизовано автором.

Додаток Ф
Вплив факторів на динаміку курсу національної грошової одиниці [107, с.120]

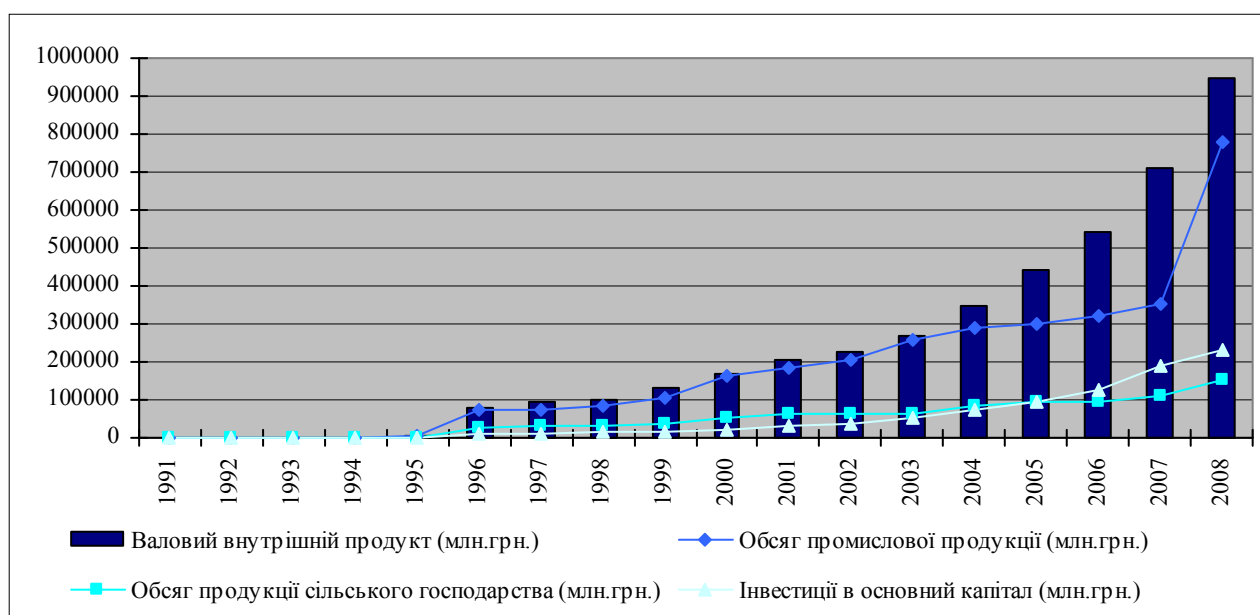
Фактори		Обмінний курс	
		ревальвація	девальвація
Дефіцит платіжного балансу	зростання		+
	зниження	+	
Рівень внутрішніх цін	зростання		+
	зниження	+	
Реальна процентна ставка	зростання	+	
	зниження		+
Інфляційні очікування та темпи інфляції	зростання		+
	зниження	+	
Імпортні мита і квоти	зростання	+	
	зниження		+
Експортні мита і квоти	зростання		+
	зниження	+	
Попит на експорт	зростання	+	
	зниження		+
Попит на імпорт	зростання		+
	зниження	+	
Виробництво, внутрішній попит, продуктивність	зростання	+	
	зниження		+
Грошова маса	зростання		+
	зниження	+	

Додаток Х



Джерело: Розраховано та побудовано автором за даними Бюлетеня Національного банку України. – 2009. - №6.

Рис. Х.1. Динаміка валового внутрішнього продукту та експорту товарів і послуг у 1996 – 2008 роках (млн. грн.)



Примітка: у фактичних цінах, з 1991 по 1995 рік – трлн. укр. крб.

Джерело: Побудовано автором на основі даних Бюлетеня Національного банку України. – 2009. - №6. – С.34.

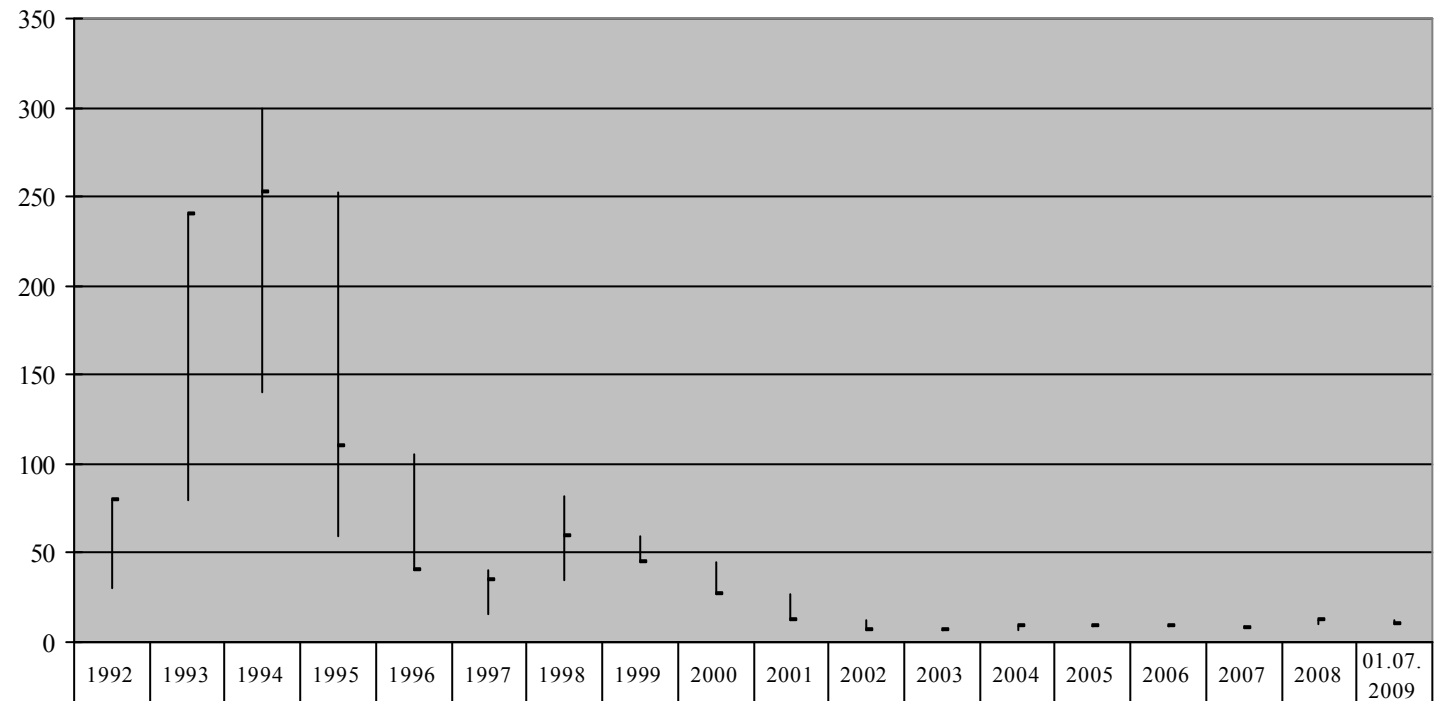
Рис. Х.2. Основні показники економічного стану України за 1991 – 2008 роки

Додаток Ц
Індекси цін виробників, споживчих цін, валютного курсу та їх співвідношення (до грудня попереднього року, разів)

<i>Роки</i>	<i>Індекс цін виробників</i>	<i>Індекс споживчих цін</i>	<i>Індекс валютного курсу (грн./дол.США)</i>	<i>Співвідношення ІЦВ і валютного курсу</i>	<i>Співвідношення ІСЦ і валютного курсу</i>
1991	2,63	3,9	2,41	1,09	1,62
1992	42,29	21,0	106,3	0,4	0,20
1993	97,68	102,6	102,6	0,95	1,0
1994	8,74	5,01	8,26	1,06	0,61
1995	2,72	2,82	1,72	1,58	1,64
1996	1,17	1,40	1,05	1,11	1,33
1997	1,05	1,10	1,01	1,04	1,09
1998	1,35	1,20	1,81	0,75	0,66
1999	1,16	1,19	1,52	0,76	0,78
2000	1,21	1,26	1,04	1,16	1,21
2001	1,01	1,06	0,98	1,03	1,08
2002	1,06	0,99	0,99	1,07	1
2003	1,11	1,08	1	1,11	1,08
2004	1,24	1,12	1	1,24	1,12
2005	1,09	1,10	0,96	1,14	1,15
2006	1,14	1,12	0,99	1,15	1,13
2007	1,23	1,17	1	1,23	1,17
1.07.2008	1,29	1,16	0,96	1,34	1,21
31.12.2008	1,23	1,22	1,52	0,8	0,8

Джерело: [21, с.109], Бюлетень Національного банку України. – 2008. - №8 - 12., Бюлетень Національного банку України. – 2009. - №6., Офіційний курс гривні до іноземної валюти [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/kurs/last_kurs1.htm.

Додаток III
Динаміка коливань облікової ставки Національного банку України

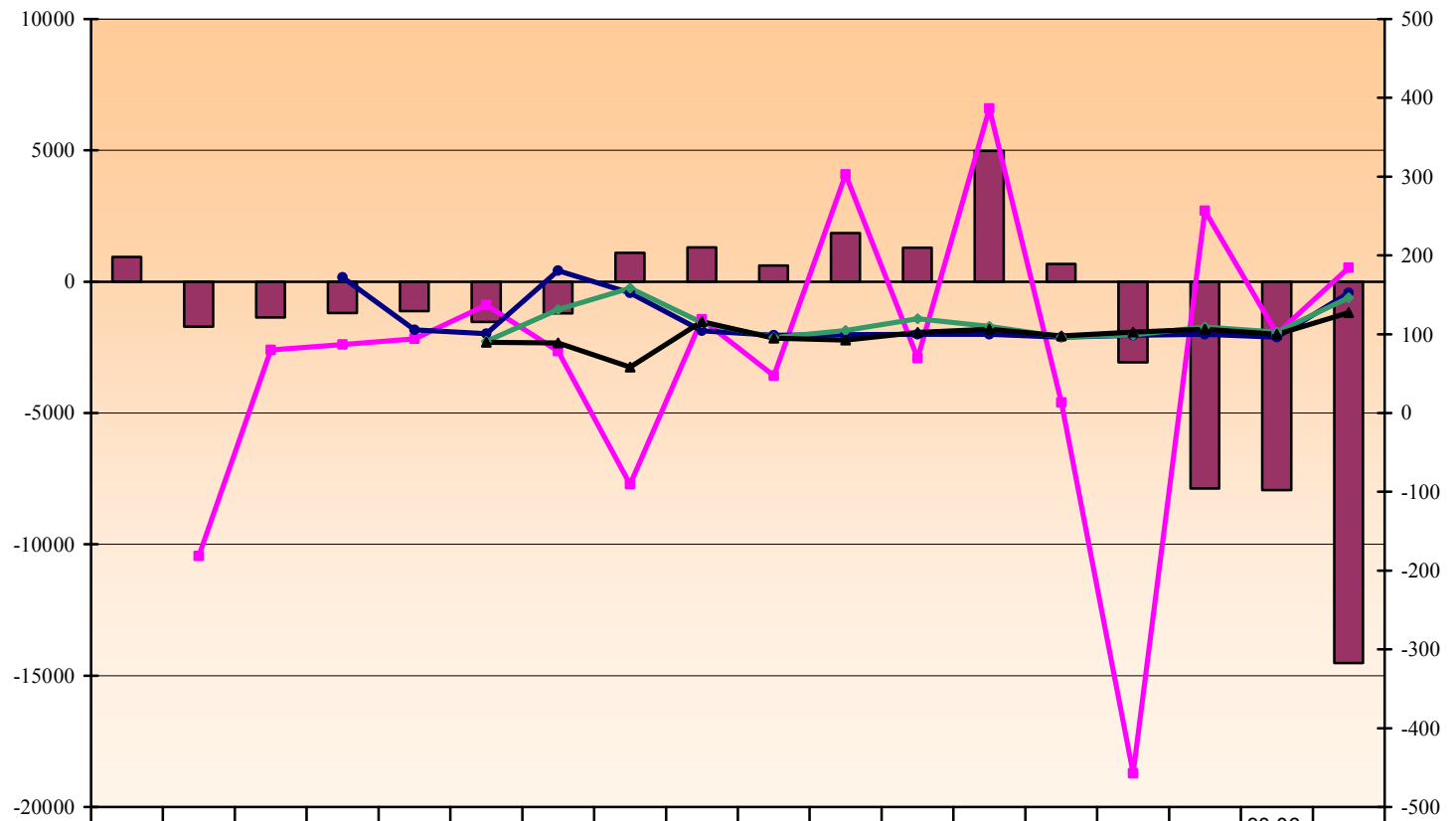


	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	01.07.2009
Максимальна облікова ставка за рік	80	240	300	252	105	40	82	60	45	27	12,5	7	9	9,5	9,5	8,5	12	12
Мінімальна облікова ставка за рік	30	80	140	60	40	16	35	45	27	12,5	7	7	7	9	8,5	8	10	10,25
Ставка рефінансування комерційних банків на кінець року	80	240	252	110	40	35	60	45	27	12,5	7	7	9	9,5	8,5	8	12	10,25

Джерело: Побудовано автором за даними розміщеними на Інтернет – сторінці Національного банку України [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/Statist/PROCENT/Discount_rate.htm.

Додаток III

Динаміка балансу експортно-імпортних операцій та темпи зміни курсової динаміки гривні



	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	30.06. 2008	2008
■ Сальдо торгового балансу (млн.дол.США)	946	-1716	-1366	-1190	-1122	-1536	-1207	1095	1301	613	1857	1288	4978	671	-3068	-7876	-7936	-14520
◆ Темпи зміни до відповідного періоду попереднього року, %		-181,3	80	87,1	94,3	137	78,6	-90,7	118,8	47,1	302,9	69,4	386,5	13,5	-457,2	256,7	100,8	184,4
● Темпи зміни курсу гривні щодо дол.США,%				172,2	105,6	100,5	180,5	152,2	104,2	98,7	99,3	100	99,8	96,2	98,6	100	96	152,5
◆ Темпи зміни курсу гривні щодо євро,%						90,9	131,3	158,5	114,6	95,6	104,6	119,7	109,8	96,7	99,2	109,1	102,8	146,4
▲ Темпи зміни курсу гривні щодо російського рубля,%						89,9	89,1	58,2	116,2	94,8	92,4	102,4	106,3	97,8	102,8	106,5	100	127,2

Додаток Ю
Вихідні дані для побудови рівняння регресії

Період	Готівковий обмінний курс грн./дол.	Купівля іноземної валюти домашніми господарствами, млн. дол. США за період	Обсяг зовнішнього боргу, млн. дол. США на кінець періоду	Індекс споживчих цін, % до грудня попереднього року	Облікова ставка, % на кінець періоду
2002 рік					
I квартал	5,39	110,2	12102	98,9	11,5
II квартал	5,33	175,9	12344	98,2	10,0
III квартал	5,37	187,6	12620	96,7	8,0
IV квартал	5,43	234,2	12708	99,4	7,0
2003 рік					
I квартал	5,30	488,5	14200	103,7	7,0
II квартал	5,32	716,8	17890	104,6	7,0
III квартал	5,36	1087,7	20754	103,3	7,0
IV квартал	5,38	1461,4	23811	108,2	7,0
2004 рік					
I квартал	5,33	1240,2	24633	102,2	7,0
II квартал	5,32	1659,6	26088	104,4	7,5
III квартал	5,38	2455,9	28964	105,6	7,5
IV квартал	5,45	4932,9	30647	112,3	9,0
2005 рік					
I квартал	5,30	2193,6	31896	104,4	9,0
II квартал	5,10	2762,5	33354	106,4	9,0
III квартал	5,06	3841,6	36037	107,1	9,5
IV квартал	5,12	4450,3	39619	110,3	9,5
2006 рік					
I квартал	5,13	4276,5	41006	102,7	9,5
II квартал	5,04	4132,7	42599	102,9	8,5
III квартал	5,06	5275,9	46235	105,9	8,5
IV квартал	5,07	6728,9	54512	111,6	8,5
2007 рік					
I квартал	5,05	5417,8	59761	101,3	8,5

Продовження Додатку Ю

II квартал	5,05	6885,2	65285	104,2	8,0
III квартал	5,05	9049,6	74223	108,6	8,0
IV квартал	5,08	11420,6	82189	116,6	8,0
2008 рік					
I квартал	5,02	9564,9	90238	109,7	10,0
II квартал	4,74	7985,2	97526	115,5	12,0
III квартал	4,89	10497,2	104839	116,1	12,0
IV квартал	7,82	8107,1	103236	122,3	12,0
2009 рік					
I квартал	8,24	4997,3	101000	105,8	12,0

Додаток Я
Аналіз чинників формування та динаміки валютного курсу

Таблиця Я.1

Рік	Квартал	Y	X1	X2	X3	X4	Yрозрах.	e=Y-Yрозрах.
2002	I	5,39	110,2	12102	98,9	11,5	5,200369	0,189631
	II	5,33	175,9	12344	98,2	10,0	5,184992	0,145008
	III	5,37	187,6	12620	96,7	8,0	5,167113	0,202887
	IV	5,43	234,2	12708	99,4	7,0	5,292236	0,137764
2003	I	5,30	488,5	14200	103,7	7,0	5,443684	-0,143684
	II	5,32	716,8	17890	104,6	7,0	5,545165	-0,225165
	III	5,36	1087,7	20754	103,3	7,0	5,460678	-0,100678
	IV	5,38	1461,4	23811	108,2	7,0	5,656011	-0,276011
2004	I	5,33	1240,2	24633	102,2	7,0	5,511236	-0,181236
	II	5,32	1659,6	26088	104,4	7,5	5,4942	-0,1742
	III	5,38	2455,9	28964	105,6	7,5	5,35506	0,02494
	IV	5,45	4932,9	30647	112,3	9,0	4,725536	0,724464
2005	I	5,30	2193,6	31896	104,4	9,0	5,492606	-0,192606
	II	5,10	2762,5	33354	106,4	9,0	5,419181	-0,319181
	III	5,06	3841,6	36037	107,1	9,5	5,129936	-0,069936
	IV	5,12	4450,3	39619	110,3	9,5	5,180541	-0,060541
2006	I	5,13	4276,5	41006	102,7	9,5	4,969942	0,160058
	II	5,04	4132,7	42599	102,9	8,5	5,120319	-0,080319
	III	5,06	5275,9	46235	105,9	8,5	4,956705	0,103295
	IV	5,07	6728,9	54512	111,6	8,5	4,980976	0,089024
2007	I	5,05	5417,8	59761	101,3	8,5	5,250774	-0,200774
	II	5,05	6885,2	65285	104,2	8,0	5,04421	0,00579
	III	5,05	9049,6	74223	108,6	8,0	4,761869	0,288131
	IV	5,08	11420,6	82189	116,6	8,0	4,518164	0,561836
2008	I	5,02	9564,9	90238	109,7	10,0	5,221984	-0,201984
	II	4,74	7985,2	97526	115,5	12,0	6,346836	-1,606836
	III	4,89	10497,2	104839	116,1	12,0	5,695845	-0,805845
	IV	7,82	8107,1	103236	122,3	12,0	6,831869	0,988131
2009	I	8,24	4997,3	101000	105,8	12,0	7,221964	1,018036

Позначимо:

X =	1	110,2	12102	98,9	11,5
	1	175,9	12344	98,2	10,0
	1	187,6	12620	96,7	8,0
	1	234,2	12708	99,4	7,0
	1	488,5	14200	103,7	7,0
	1	716,8	17890	104,6	7,0
	1	1087,7	20754	103,3	7,0
	1	1461,4	23811	108,2	7,0
	1	1240,2	24633	102,2	7,0
	1	1659,6	26088	104,4	7,5
	1	2455,9	28964	105,6	7,5
	1	4932,9	30647	112,3	9,0
	1	2193,6	31896	104,4	9,0
	1	2762,5	33354	106,4	9,0
	1	3841,6	36037	107,1	9,5
	1	4450,3	39619	110,3	9,5
	1	4276,5	41006	102,7	9,5
	1	4132,7	42599	102,9	8,5
	1	5275,9	46235	105,9	8,5
	1	6728,9	54512	111,6	8,5
	1	5417,8	59761	101,3	8,5
	1	6885,2	65285	104,2	8,0
	1	9049,6	74223	108,6	8,0
	1	11420,6	82189	116,6	8,0
	1	9564,9	90238	109,7	10,0
	1	7985,2	97526	115,5	12,0
	1	10497,2	104839	116,1	12,0
	1	8107,1	103236	122,3	12,0
	1	4997,3	101000	105,8	12,0

Отже, оціночне рівняння регресії має вигляд:

$$Y = 0,632777 - 0,000388 * X_1 + 0,0000408 * X_2 + 0,44038 * X_3 - 0,020732 * X_4$$

Таблиця Я.2

Транспонована матриця ($\hat{\epsilon}$) відхилення фактичних даних від
розрахункових

$\hat{\epsilon} =$	0,189631	0,145008	0,202887	0,137764	-0,143684	-0,225165	-0,100678	-0,276011
--------------------	----------	----------	----------	----------	-----------	-----------	-----------	-----------

$$\hat{\epsilon} * e = 6,785576$$

$$(\hat{\epsilon} * e) / (n - m - 1) = (\hat{\epsilon} * e) / (29 - 4 - 1) = (\hat{\epsilon} * e) / 24 = 0,2827$$

Таблиця Я.3

Тоді, дисперсійно-квадратична матриця σ^2

$(\sigma^2)_u =$	7,307769	6,56E-05	3,97E-06	-0,070466	-0,028411
	6,56E-05	6,42E-09	-6,14E-10	-8,3E-07	2,7E-06
	3,97E-06	-6,14E-10	8,99E-11	-1,18E-08	-4,8E-07
	-0,070466	-8,3E-07	-1,18E-08	0,000719	-0,000228
	-0,028411	2,7E-06	-4,8E-07	-0,000228	0,007132

Таблиця Я.4
Дисперсії оцінок параметрів знаходяться на головній діагоналі даної матриці

$\sigma^2(a_0)$	7,3077
$\sigma^2(a_1)$	$0,6 \cdot 10^{-8}$
$\sigma^2(a_2)$	$0,899 \cdot 10^{-10}$
$\sigma^2(a_3)$	0,000719
$\sigma^2(a_4)$	0,007132

Таблиця Я.5
Матриця коефіцієнтів парної кореляції

1	-0,0038	0,312498	0,19545	0,3891
-0,0038	1	0,900477	0,77159	0,43238
0,312498	0,900477	1	0,731945	0,627884
0,19545	0,77159	0,731945	1	0,425835
0,3891	0,43238	0,627884	0,425835	1

Таблиця Я.6
Коефіцієнти парної кореляції

Γ_{yx1}	Γ_{yx2}	Γ_{yx3}	Γ_{yx4}	Γ_{x1x2}	Γ_{x1x3}	Γ_{x1x4}	Γ_{x2x3}	Γ_{x2x4}	Γ_{x3x4}
-0,0038	0,312498	0,19545	0,3891	0,900477	0,77159	0,43238	0,731945	0,627884	0,425835

Таблиця Я.7
Обернена матриця

2,355926	4,116466	-3,910132	-0,820686	0,108018
4,116466	14,54275	-13,18304	-3,104381	1,709659
-3,910132	-13,18304	14,90008	1,14678	-2,622348
-0,820686	-3,104381	1,14678	2,828247	-0,262811
0,108018	1,709659	-2,622348	-0,262811	1,977192

Таблиця Я.8
Через вбудовану статистичну функцію ЛИНЕЙН.

	a4	a3	a2	a1	a0
Оцінки парної кореляції	-0,020732	0,044038	4,08E-05	-0,000388	0,632577
Середнє квадратичне	0,084449	0,026807	9,48E-06	8,02E-05	2,703288
Коефіцієнт детермінації	0,575539	0,531726	#Н/Д	#Н/Д	#Н/Д
F - статистика	8,135558	24	#Н/Д	#Н/Д	#Н/Д
Сума квадратів	9,200741	6,785576	#Н/Д	#Н/Д	#Н/Д

Отже, коефіцієнт детермінації $R^2 = 0,57553851$, що означає, що на 58% зміна готівкового обмінного курсу пояснюється факторами X_1, X_2, X_3, X_4 і відповідно на 43% визначається іншими факторами.

Оскільки F – статистика згідно таблиці рівна $F_{роз} = 8,13556$, то, наприклад, з надійністю 0,95 (95%) можна вважати адекватною експериментальним.

$F_{роз} > F_{таб} = 2,78$ і на підставі прийнятої моделі можна проводити економічний аналіз.

Додаток АА

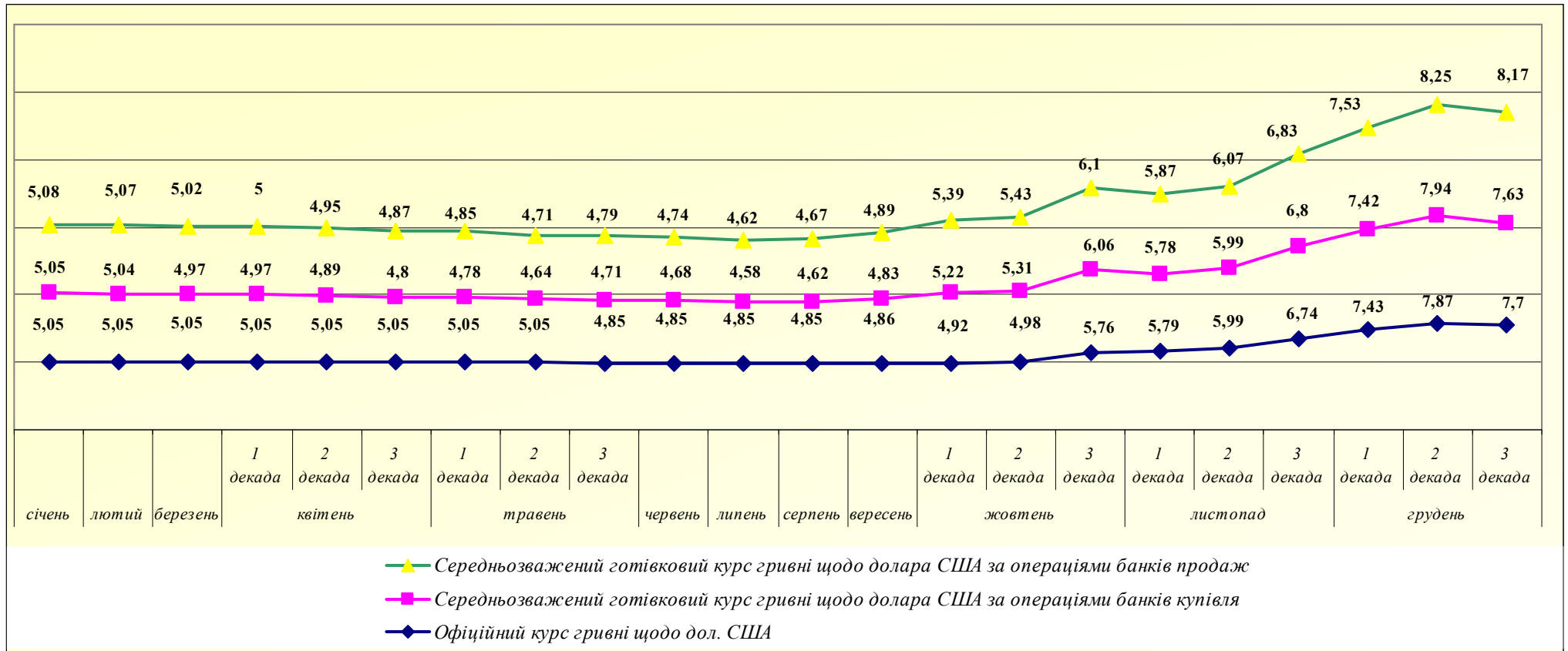
Динаміка офіційного та середньозваженого готівкового курсу гривні щодо основних курсоутворюючих валют у 2008 році (грн., на кінець періоду)

Місяць	Офіційний курс гривні щодо дол. США (грн.)	Офіційний курс гривні щодо євро (грн.)	Офіційний курс гривні щодо російського рубля (грн. за 10 од.)	Середньозважений курс гривні щодо дол. США за операціями банків України (грн.)		Середньозважений курс гривні щодо євро за операціями банків України (грн.)		Середньозважений курс гривні щодо російського рубля за операціями банків України (грн. за 10 од.)	
				купівля	продаж	купівля	продаж	купівля	продаж
Січень	5,05	7,45	2,06	5,05	5,08	7,42	7,49	2,03	2,03
Лютий	5,05	7,64	2,09	5,04	5,07	7,43	7,48	2,03	2,04
Березень	5,05	7,98	2,15	4,97	5,02	7,75	7,84	2,06	2,07
Квітень	5,05	7,86	2,14	4,91	4,96	7,79	7,83	2,05	2,06
1 декада	5,05	7,94	2,14	4,97	5,00	7,83	7,93	2,06	2,10
2 декада	5,05	8,02	2,16	4,89	4,95	7,80	7,86	2,06	2,02
3 декада	5,05	7,86	2,14	4,80	4,87	7,60	7,67	2,0	2,01
Травень	4,85	7,55	2,05	4,71	4,79	7,40	7,48	1,95	1,94
1 декада	5,05	7,79	2,13	4,78	4,85	7,41	7,50	1,97	1,96
2 декада	5,05	7,87	2,13	4,64	4,71	7,30	7,34	1,95	1,99
3 декада	4,85	7,54	2,05	4,71	4,79	7,36	7,48	1,95	1,94
Червень	4,85	7,63	2,06	4,68	4,74	7,29	7,36	1,91	1,92
Липень	4,85	7,55	2,07	4,58	4,62	7,21	7,29	1,94	1,95
Серпень	4,85	7,16	1,97	4,62	4,67	6,94	7,02	1,85	1,86
Вересень	4,86	6,98	1,93	4,83	4,89	6,93	7,02	1,93	1,94
Жовтень	5,76	7,51	2,17	6,06	6,10	7,71	7,83	2,15	2,12
1 декада	4,92	6,74	1,89	5,22	5,39	7,18	7,28	1,97	2,01
2 декада	4,98	6,65	1,89	5,31	5,43	7,24	7,35	1,94	1,87
3 декада	5,76	7,50	2,17	6,06	6,10	7,71	7,83	2,15	2,12
Листопад	6,74	8,70	2,46	6,80	6,83	8,74	8,81	2,42	2,46
1 декада	5,80	7,40	2,15	5,77	5,86	7,36	7,48	2,02	2,11
2 декада	5,99	7,57	2,18	5,99	6,07	7,58	7,67	2,14	2,15
3 декада	6,74	8,70	2,46	6,80	6,83	8,74	8,81	2,42	2,46
Грудень	7,70	10,86	2,62	7,63	8,17	10,64	11,47	2,20	2,05
1 декада	7,43	9,54	2,65	7,43	7,53	9,56	9,63	2,53	2,56
2 декада	7,88	11,52	2,85	7,94	8,25	10,80	12,12	2,81	2,96
3 декада	7,70	10,86	2,62	7,63	8,17	10,64	11,47	2,20	2,05

Джерело: Побудовано автором за даними: Бюлетеня Національного банку України. – 2008. – №1 – 12; Бюлетеня Національного банку України. – 2009. – №1 – 2;
http://www.bank.gov.ua/Fin_ryn/Pot_tend_v/index.htm - Основні тенденції валютного ринку України.

Додаток АБ

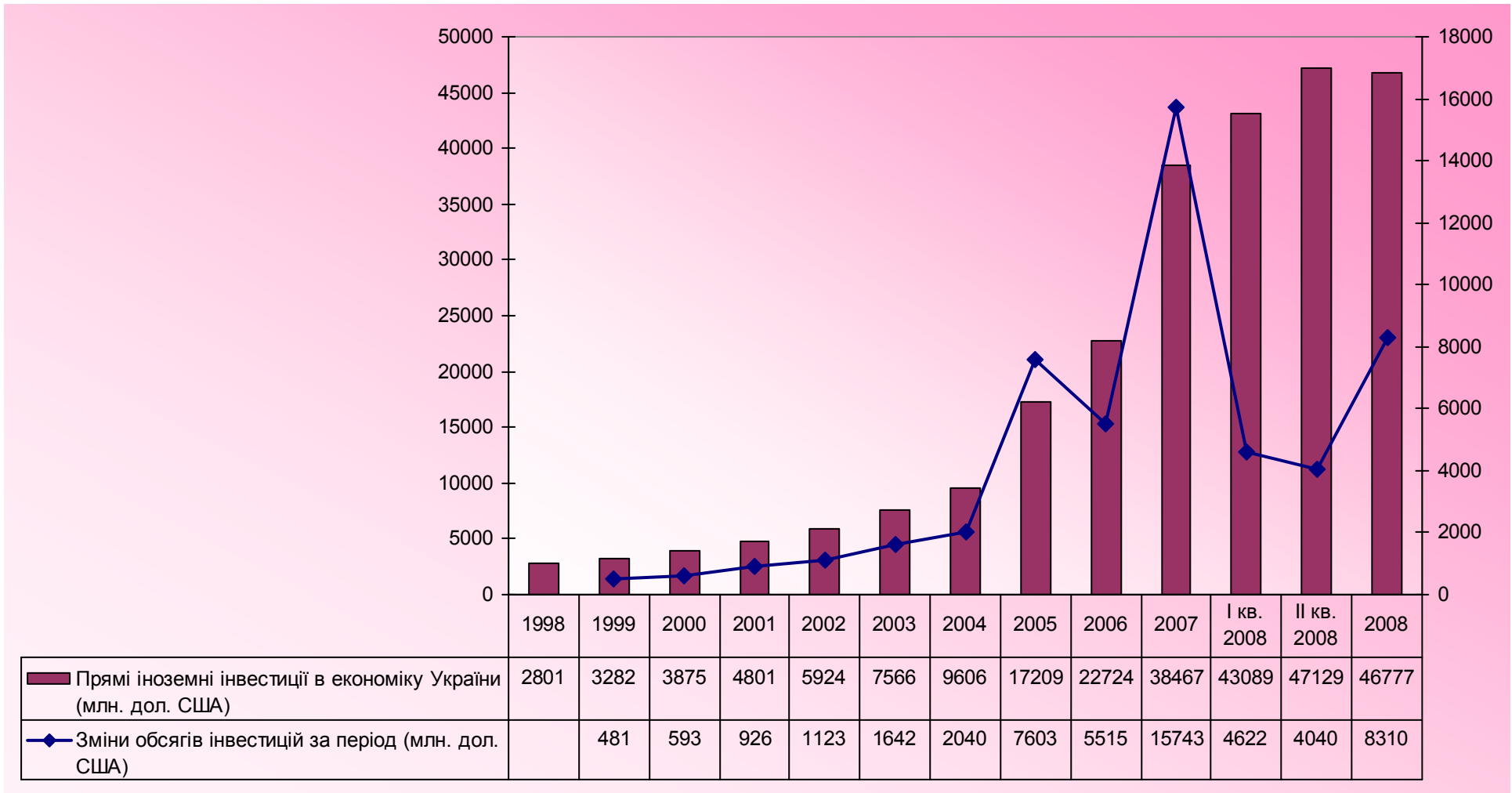
Динаміка офіційного та середньозваженого готівкового курсу гривні щодо американського долара у 2008 році (грн., на кінець періоду)



Джерело: Побудовано автором за даними: “Бюлетеня Національного банку України”. – 2008. – №1 – 12.; “Бюлетеня Національного банку України”. – 2009. – №1 – 2; Основні тенденції валютного ринку України [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/Fin_ryn/Pot_tend_v/index.htm.

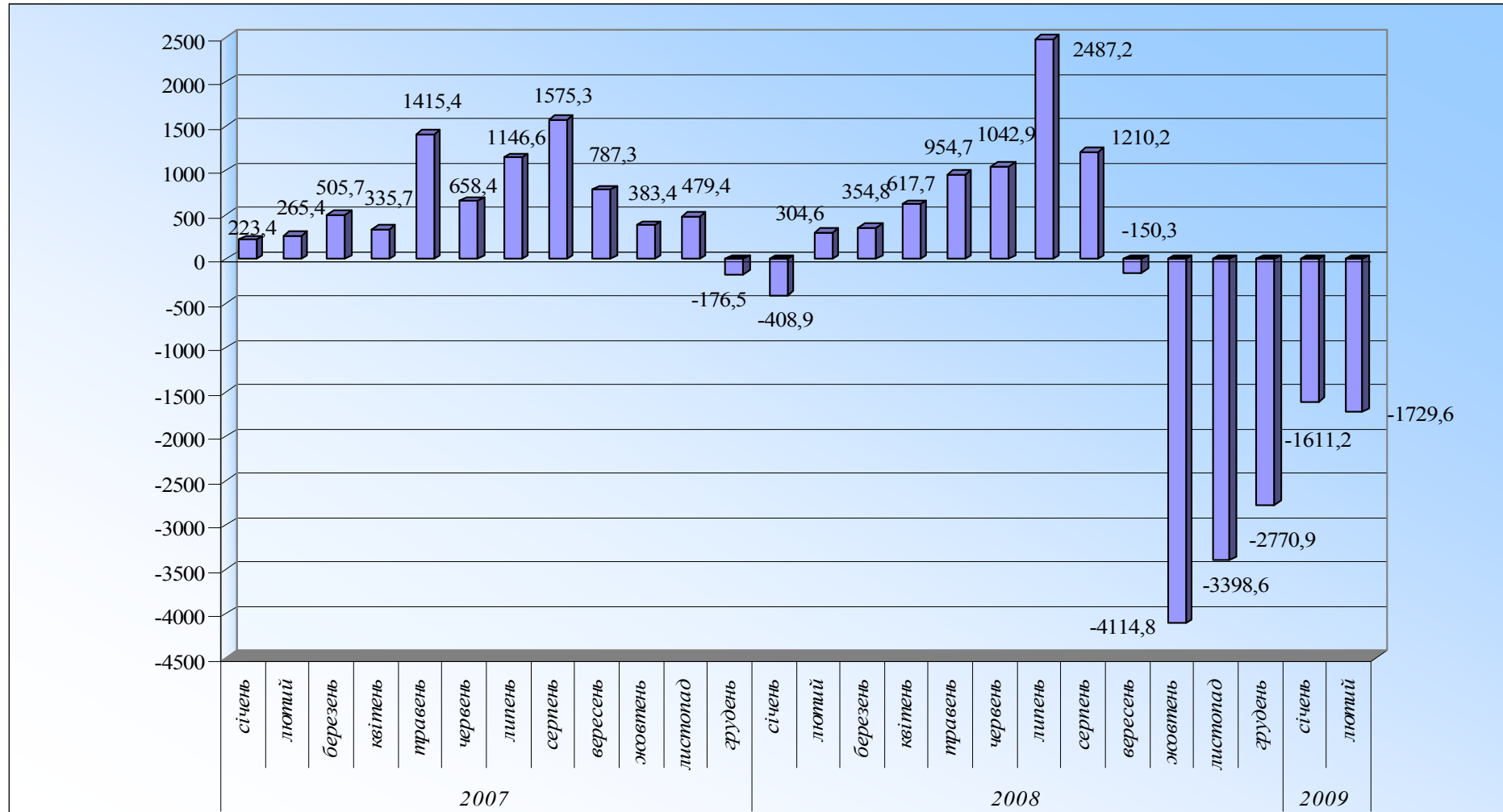
Додаток АВ

Прямі іноземні інвестиції в економіку України



Джерело: Побудовано автором за даними: <http://www.bank.gov.ua/Balance/> - "Про стан платіжного балансу України".

Додаток АГ
Інтервенції Національного банку України на Міжбанківському валютному ринку (млн. дол. США)



Примітка: “-” – купівля національної валюти; “+” – продаж національної валюти.

Джерело: побудовано автором за даними - http://www.bank.gov.ua/Fin_ryn/Pot_tend_v/index.htm - Основні тенденції валютного ринку України.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Адамик Б.П. Національний банк і грошово-кредитна політика: підруч. [для студ. вищ. навч. закл.] / Богдан Петрович Адамик. – Тернопіль: Карт – бланш, 2002. – 278с.
2. Алмазова О. Золото и валюта: прошлое и настоящее / О. Алмазова, Л. Дубоносков. – М.: Финансы и статистика, 1988. – 156с.
3. Альмекиндерс Г.Дж. Обзор теоретических подходов к интервенциям на валютном рынке / Г.Дж. Альмекиндерс // Этот изменчивый обменный курс: [сборник статей / пер. с англ. А.М. Семенова]. – М.: Дело, 2001. – 384с. – (Сер. “Экономика: идеи и портреты”).
4. Аналітична записка “Про стан на валютному ринку у вересні 2007 року” [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://www.me.gov.ua/file/link/108158/file/9_zapvalut2007.doc.
5. Аналітична записка “Про стан на валютному ринку у жовтні 2007 року” [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.me.gov.ua/file/link/109425/file/zapvalut102007.doc>.
6. Аналітична записка “Щодо оприлюднення інформації про обмінний курс у законах про бюджет, взаємодії Міністерств фінансів та центральних банків (з досвіду країн світу)” [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://nbuportal.bank.gov.ua/doccatalog/document;jsessionid=938775E3A92A08306DD06E6C9E9C5E6D?id=55675>.
7. Аналітичний звіт “Дії Національного банку України в період загострення світової фінансової кризи” [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/Publication/Analytical/Report_fin_kr.pdf.
8. Аналітичний огляд “Оцінка стану платіжного балансу України у січні – жовтні 2008 року” [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://nbuportal.bank.gov.ua/document?id=53690>.
9. Аналітичний огляд “Оцінка стану платіжного балансу України у січні – листопаді 2008 року” [Електронний ресурс] – Режим доступу:

- http://www.bank.gov.ua/Balance/2008_PB/State_2008_pr.pdf.
10. Андронов О. Валютная политика в Украине: анализ и перспективы / О. Андронов, Е. Береславская // Финансовые риски. – 2002. - №4. – С.43 – 47.
 11. Бабицкий А. Почему тают валютные резервы России [Электронный ресурс] / Андрей Бабицкий – Режим доступа до статті: <http://www.svobodanews.ru/content/Transcript/471438.html>.
 12. Бакун О. Пряме таргетування інфляції: досвід Чехії / О. Бакун // Вісник Національного банку України. – 2003. - №3. – С.60 – 61.
 13. Балацкий Е. Факторы формирования валютных курсов: плюрализм моделей, теорий и концепций / Е. Балацкий // МЭ и МО. – 2003. - №1. – С.46 – 58.
 14. Барановський О. І. Фінансова безпека в Україні (методологія оцінки та механізми забезпечення): [монографія] / Олександр Іванович Барановський. - К.: КНТЕУ, 2004. - 760с.
 15. Барановський О. І. Фінансова безпека: [монографія] / Олександр Іванович Барановський. - К. : Фенікс, 1999. - 338с.
 16. Барсегян А. Анализ инструментов валютно-курсовой политики Украины / А. Барсегян // Вісник Тернопільського державного економічного університету. – 2006. - №5 -2. – С.192 – 198.
 17. Барсегян А. Г. Валютно-курсова політика України: дис. кандидата ек. наук: 08.00.02 / Барсегян Ашот Георгійович. – К., 2007. – 178с.
 18. Барсегян Ашот. Валютна політика України в контексті сучасних економічних відносин / Ашот Барсегян // Актуальні проблеми міжнародних відносин. – 2005. – Випуск 52 (Частина 1). – С.87 – 93.
 19. Белінська Я. Валютний механізм і принципи його структурування / Я. Белінська // Економіка України. – 2006. - №5. – С.19 – 27.
 20. Белінська Я. Забезпечення оптимальної курсової динаміки в умовах переходу до режиму інфляційного таргетування [Електронний ресурс] / Я. В. Белінська – Режим доступу: <http://www.niss.gov.ua/Monitor/Juni/4.htm>.
 21. Белінська Я. В. Валютний курс та інфляція у трансформаційній економіці: [монографія] / Яніна Василівна Белінська; Інститут економіки НАН України. –

- Київ, 2002. – 183с.
22. Белінська Я. В. Валютно-грошовий фактор конкурентоспроможності України [Електронний ресурс] / Я. В. Белінська // Стратегічна панорама. – 2003. - №3-4. – Режим доступу до журналу: http://www.niisp.gov.ua/vydanna/panorama/issue.php?s=epol3&issue=2003_3-4.
 23. Береславская Е. Курсовая политика НБУ и ее влияние на социально-экономические процессы в Украине / Е. Береславская // Финансовые риски. – 2005. - №1. – С.34 – 37.
 24. Береславская Е. Макроэкономические причины осеннего кризиса валютного рынка / Е. Береславская, Н. Лешнькова // Финансовые риски. – 2004. - №3. – С.51 – 53.
 25. Береславська О. Доларизація в Україні та шляхи її подолання / О. Береславська // Вісник Національного банку України. – 2006. - №10. – С.10 – 13.
 26. Береславська О. Інтервенції на валютних ринках як інструмент курсової та грошово-кредитної політики / О. Береславська // Вісник Національного банку України. – 2005. - №10. – С.36 – 40.
 27. Береславська О. Курсова стабільність і макроекономічні досягнення в Україні / О. Береславська // Вісник Національного банку України. – 2004. - №2. – С.18 – 21.
 28. Береславська О. Особливості впливу валютного курсу на внутрішні ціни в Україні / О. Береславська // Вісник Національного банку України. – 2007. - №3. – С.9 – 13.
 29. Береславська О. Практика застосування обмінного курсу як проміжної цілі грошово-кредитної політики в Україні / О. Береславська // Финансовые риски. – 2005. - №3. – С.21 – 24.
 30. Береславська О. Ревальвація гривні: вплив на інфляційні процеси в Україні та рівень доларизації економіки / О. Береславська // Вісник Національного банку України. – 2006. - №2. – С.20 – 24.
 31. Береславська О. Ревальвація, девальвація чи лібералізація? / О. Береславська // Вісник Національного банку України. – 2001. - №9. – С.40 – 43.

32. Береславська О. Стабілізація гривні як чинник розвитку економіки / О. Береславська // Вісник Національного банку України. – 2002. - №10. – С.54 – 57.
33. Береславська О. Тенденції валютного ринку України у 2004 році / О. Береславська // Вісник Національного банку України. – 2005. - №2. – С.18 – 22.
34. Береславська О.І. Доларизація кредитного ринку в Україні: причини і наслідки / О. І. Береславська, В. В. Зимовець, Н. М. Шелудько // Економіка і прогнозування. — 2006. — №3. — С. 117-130.
35. Бландіньєр Ж.-П. Валютний курс: його місце і роль у перехідній економіці / Ж.-П. Бландіньєр // Фінанси України. – 2000. - №8. – С.107 – 117.
36. Блащук Ю. О. Проблеми валютного контролю / Юрій Олександрович Блащук. – К., Видавничий центр “ДрУк”, 2001. – 48с.
37. Боринець С. Я. Міжнародні фінанси: [підручник] / Станіслав Якович Боринець. – К.: Знання – Прес, 2002. – 311с.
38. Боринець С.Я. Розвиток сучасних грошово-кредитних відносин (національний і міжнародний аспекти) / Станіслав Якович Боринець. – К.: Педагогіка, 1997. – 160с.
39. Бюлетень Національного банку України - щомісячне статистичне видання Національного банку України (2002 – 2008 рр.) [Електронний ресурс] – Режим доступу до журналу: http://www.bank.gov.ua/Publication/Of_vydan/index.htm#БюлетеньНаціонального_банку_України.
40. Валовая Т. Д. Валютный курс и его колебания / Татьяна Дмитриевна Валовая. – М.: АО “Финстатинформ”, 1995. – 92с.
41. Валютна політика в Україні: Чому і як відпускати гривню? // Інститут Економічних Досліджень та Політичних Консультацій в Україні. Німецька Консультативна Група при Уряді України [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://ierpc.org/ierpc/papers/v10_ur.pdf
42. Валютное регулирование и валютный контроль: [учебник] / Под ред. д-ра экон. наук проф. В.М. Крашенникова. – М.: Экономисть, 2005. – 400с.

43. Валютно-курсова політика 2003 року – збереження орієнтирів стабільності // Вісник Національного банку України. – 2003. - №12. – С.10 – 13.
44. Валютно-курсова та монетарна політика НБУ в 2005 – 2006 рр. // Цінні папери України. – 2005. – 15 вересня (№37) – С.8.
45. Василик О.Д. Теорія фінансів: [підручник] / Остап Дмитрович Василик. – К.: НІОС, 2000. – 416с.
46. Вахненко Т. Визначальні фактори формування обмінних курсів / Т. Вахненко // Вісник Національного банку України. – 2004. - №8. – С.31 – 37.
47. Вахненко Т. Оптимізація валютно-курсової політики в Україні / Т. Вахненко // Економіка України. – 2005. - №1. – С.28 – 35.
48. Вахненко Т. Теоретичні засади валютного курсоутворення: концепції та моделі / Т. Вахненко // Економіка і прогнозування. – 2004. - №4. – С.21 – 30.
49. Вахненко Т. Фінансові ризики ревальвації номінального обмінного курсу / Т. Вахненко // Вісник Національного банку України. – 2005. - №5. – С.19 – 22.
50. Вахненко Т. П. Зовнішні боргові зобов'язання у системі світових фінансово-економічних відносин [монографія] / Тетяна Петрівна Вахненко. – К.: Фенікс, 2006. – 536с.
51. Войцещук А. Д. Митна політика: фіскально-регулюючий аспект / А. Д. Войцещук, І. О. Іващук. – К.: ТОВ “ВД” Мануфактура”, 2005. – 160с.
52. Вольнец В. В. Теории экономической политики: проблемы периодизации и структуризации / В. В. Вольнец // Актуальні проблеми економіки. – 2006. - №7(61). – С.27 – 42.
53. Вчимося «плавати»: рекомендації щодо валютної політики України в період переходу до таргетування інфляції // Р. Джуччі, Р. Кірхнер, В. Кравчук // Інститут економічних досліджень та політичних консультацій. Німецька консультативна група [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://ierpc.org/ierpc/papers/pp_01_ur.pdf.
54. Гальчинський А. Макроекономічні та монетарні передумови політики зростання / А. Гальчинський // Вісник Національного банку України. – 2004. - №8. – С.6 – 8.

55. Гальчинський А. Стабілізація гривні: проблеми та перспективи / А. Гальчинським // Вісник Національного банку України. – 2002. - №7. – С.9 – 12.
56. Гальчинський А. Стабільність гривні та проблема її забезпечення / А. Гальчинський // Економіка України. – 2004. - №2. – С.4 – 11.
57. Географический справочник ЦРУ. – Екатеринбург: У – Фактория, 2005. – 704с.
58. Гладушина О. Аналіз становлення і сучасного розвитку валютного ринку в Україні / О. Гладушина // Актуальні проблеми міжнародних відносин. Випуск 52 (Частина 1), 2005. – С.96 – 98.
59. Голуб Л. Оптимізація моделі валютного режиму в Україні / Л. Голуб, Л. Кушнер // Регіональна економіка. – 2005. - №1. – С.143 – 147.
60. Гончарук А. Ревальвація гривні – її вплив на економіку / А. Гончарук, О. Жолудь // Фінанси України. – 2006. - №2. – С.145 – 148.
61. Горбулін В. П. Економічний розвиток та національна безпека / В. П. Горбулін // Стратегічна панорама. - 1999. - № 3. - С. 83-85.
62. Горбулін В. П. Засади національної безпеки України: [підручник] / В. П. Горбулін, А. Б. Качинський. – К.: Інтертехнологія, 2009. – 272с.
63. Горбулін В. П. Пріоритетність національних інтересів у світлі стратегії національної безпеки України / В. П. Горбулін, А. Б. Качинський // Стратегічна панорама. – 2005. - №3. – С.11 – 18.
64. Горбулін В. П. Стратегія національної безпеки України в аксіологічному вимірі: від “суспільства ризику” до громадянського суспільства / В. П. Горбулін, А. Б. Качинський // Стратегічна панорама. – 2005. - №2. – С.13 – 26.
65. Городецкий А. Вопросы безопасности экономики России / А. Городецкий // Экономист. – 1995. - №10. – С.44 – 50.
66. Горохова О. Світовий досвід здійснення валютно-курсової політики / О. Горохова // Вісник КНЕУ. – 2006. - №2. – С.57 – 62.
67. Горшкова Н. Валютно-курсова політика: практичний досвід та рекомендації / Н. Горшкова // Вісник Національного банку України. – 2007. - №1. – С.62 – 66.

68. Гривна оказалась в лидерах по падению среди национальных валют [Электронный ресурс] // Корреспондент – 2008. – 3 декабря, 10:02. - Режим доступа до журналу: <http://korrespondent.net/business/economics/666625>.
69. Грошово-кредитна політика в Україні / [В. С. Стельмах, А. О. Єпіфанов, Н. І. Гребеник, В. І. Міщенко]; За ред. В. І. Міщенка. – [2 – ге вид., перероб. і доп.]. – К.: Т-во “Знання”, КОО, 2003. – 421с.
70. Губський Б. А. Економічна безпека України: методологія виміру, стан і стратегія забезпечення: [монографія] / Б. А. Губський. – К.: 2001. – 122с.
71. Дацків Р. Глобальні економічні війни та національна безпека / Р. Дацків // Банківська справа. – 2005. - №1. – С.30.
72. Декрет Кабінету Міністрів України №15-93 від 19.02.1993 року “Про систему валютного регулювання і валютного контролю” [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.tau.org.ua/laws/dekret1.txt>.
73. Державний борг [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/archive/main?cat_id=36047.
74. Джеймс В. Дін (Університет Саймона Фрейзера). Монетарна політика у країнах з розвинутою економікою та перехідних економіках: ілюстрації з Канади, Польщі та України [Електронний ресурс] / Джеймс В. Дін // – Режим доступу: http://www.cisp.org.ua/cisp/cisp_uk.nsf/1a72f110090f514cc22568d60037-4887/675711b239dbfd8fc225754a0065fe14?OpenDocument.
75. Дзюблюк О. Проблема оптимізації валютно-курсової політики в умовах перехідної економіки / О. Дзюблюк // Світ фінансів. – 2005. – Випуск 3 - 4 (4 - 5) Листопад. – С.15 – 20.
76. Дзюблюк О.В. Валютна політика: [підручник] / Олександр Валерійович Дзюблюк. – К.: Знання, 2007. – 422с.
77. Довбенко М. Базова теорія економічної політики / М. Довбенко // Економіка України. – 2006. - №5. – С.82 – 86.
78. Долларизация и экономическое развитие России // Деньги и кредит. – 2001. - №10. – С.70 – 76.
79. Дорнбуш Рудигер. Ожидания и динамика обменного курса // Этот изменчивый

- обменный курс: [сборник статей] / Рудигер Дорнбуш; [пер. с англ. А.М. Семенова]. – М.: Дело, 2001. – 384с. – (Сер. “Экономика: идеи и портреты”).
80. Економічний енциклопедичний словник: у 2 т. / [Степан Васильович Мочерний, Ярослава Степанівна Ларіна, Олександр Андрійович Устенко, Сергій Ілліч Юрій] ; відп. ред. Степан Васильович Мочерний. - Л. : Світ, 2005 (2006). - 563с.
81. Енциклопедія банківської справи України / Редколегія: В. Б. Альошин, Л. В. Воронова, А. С. Гальчинський, Н. І. Гребеник, Н. В. Дорофієва та ін.; Голова В. С. Стельмах. – К.: Молодь, Ін Юре, 2001. – 680с.
82. Ершов М. В. Валютно-финансовые механизмы в современном мире (кризисный опыт конца 90 - х) / Михаил Владимирович Ершов. – М.: ОАО “НПО” Издательство “Экономика”, 2000. – 319с.
83. Єрмошенко М. М. Визначення загрози національним інтересам держави у фінансово-кредитній сфері / М. М. Єрмошенко // Економіка України. – 1999. - №1. – С.4.
84. Єрмошенко М. М. Фінансова безпека / М. М. Єрмошенко // Віче. – 1998. - №11. – С.61 – 73.
85. Єрмошенко М. М. Фінансова безпека держави: національні інтереси, реальні загрози, стратегія забезпечення / Микола Миколайович Єрмошенко. – К.: Видавничий центр КНТЕУ, 2001. - 310с.
86. Жаліло Я. Безпека як категорія економічної науки [Електронний ресурс] / Я. Жаліло // Стратегічна панорама. – 2000. - №1 – 2. – Режим доступу до журналу: http://www.niurr.gov.ua/ukr/publishing/panorama1~2_2000/25_by.htm.
87. Жаліло Я. До формування категоріального апарату науки про економічну безпеку [Електронний ресурс] / Я. Жаліло // Стратегічна панорама. – 2004. - №3. – Режим доступу до журналу: http://www.niisp.gov.ua/vydanna/panorama/issue.php?s=epol2&issue=2004_3.
88. Жаліло Я. Економічна стратегія як категорія сучасної економічної науки / Я. Жаліло // Економіка України. – 2005. - №1. – С.19 – 27.

89. Жданов В. І. Обґрунтування оптимального валютного режиму для України / В. І. Жданов // Матеріали науково – практичної конференції “Стратегія монетарної політики: проблема вибору та застосування”. – Київ: Національний банк України, 2002. – С.191 – 197.
90. Журавка Ф. О. Валютно-курсова політика Національного банку України в умовах трансформації економіки: [монографія] / Федір Олександрович Журавка. – Суми: ТОВ “КВК” “Ділові перспективи”, УАБС НБУ, 2007. – 70с.
91. Загородній А. Г. Фінансовий словник / А. Г. Загородній, Г. Л. Вознюк, Т. С. Смовженко. – [2-ге видання, виправлене та доповнене]. – Львів: Видавництво “Центр Європи”, 1997. – 576с.
92. Закон України “Про Національний банк України” № 679 – XIV від 20.05.1999 року [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/B_ZAKON/law_NBU.pdf.
93. Закон України “Про основи національної безпеки України” № 964 – IV від 19.06.2003 року [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://www.nbuv.gov.ua/law/03_nbu.html.
94. Закон України “Про порядок здійснення розрахунків в іноземній валюті” № 185/94 – ВР від 23.09.1994 року [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.uapravo.net/data2008/base63/ukr63808.htm>.
95. Зварич І. Модель впливу валютного курсу на економічне зростання / І. Зварич // Економіст. – 2005. - №9. – С.34 – 36.
96. Івасів Б. С. Гроші та кредит: [підручник] / Богдан Степанович Івасів. – [вид. 2 – ге, змін. і доп]. – Тернопіль: Карт – бланш, 2005. - 528с.
97. Івашук І. О. Митні ініціативи в глобальному просторі: [монографія] / Ірина Олегівна Івашук. – Тернопіль: Підручники і посібники, 2007. – 304с.
98. Інфляційний звіт. – травень – 2008 [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/Publication/Analytical/Inflation_report/IR-I-08.pdf.
99. Інфляція та фінансові механізми її регулювання / За ред. чл.-кол. НАН України А. І. Даниленка. – К.: Ін-т екон. та прогнозув., 2007. – 400с.
100. Ісландія першою з країн з розвинутою економікою опинилась на межі

- банкрутства [Електронний ресурс] – Режим доступу до статті: <http://news.finance.ua/ua/orgsrc/~/1/0/990/139288>.
101. Ісландія: російський кредит в обмін на блокування України в НАТО? [Електронний ресурс] – Режим доступу до статті: <http://www.zgroup.com.ua/article.php?articleid=1504>.
102. Кавалло Доминго Ф. Латиноамериканський рецепт валютного регулювання [Електронний ресурс] / Кавалло Доминго Ф. // Реальний голос : інформ. потал. – Молдавія, 2003. – Режим доступу: <http://www.real-voice.info/art/macro-art-1.htm>.
103. Какулія М. Становлення режиму плаваючого валютного курсу в умовах перехідної економіки: опыт Грузії / М. Какулія // Деньги и кредит. – 2001. - №10. – С.47 – 50.
104. Калач Г. Фінансова безпека держави в умовах глобалізації / Г. Калач // Науковий вісник Національної академії державної податкової служби України. – 2004. – Вип. 4(26) – С.115 – 120.
105. Кассель Г. Инфляция и валютный курс / Г. Кассель. – М.: “Эльф пресс”, 1995. – 104с.
106. Качалич А. Г. Валютная политика стран с трансформируемой экономикой в условиях финансовой глобализации: [учеб. пособие] / [А.Г. Качалич]; под ред. проф. В. А. Слепова; Рос. экон. акад. им. Г.В. Плеханова. – М.: Экономистъ, 2006. – 169с.
107. Киреев А. П. Международная экономика. В 2-х ч. – Ч II. Международная макроэкономика: открытая экономика и макроэкономическое программирование. [учебное пособие для вузов] / А. П. Киреев. – М.: Международные отношения, 1999. – 488с.
108. Козик В. В. Міжнародні економічні відносини: [навчальний посібник] / Володимир Васильович Козик. – [4 – те вид. стер]. – К.: Знання – Прес, 2003. – 406с.
109. Козюк В. Теоретичні засади формування валютних союзів в умовах глобалізації: макроекономічний аспект / В. Козюк // Економіка України. –

2005. - №9. – С.12.
110. Козюк В. В. Монетарні проблеми функціонування глобальної фінансової архітектури: [монографія] / Віктор Валерійович Козюк. – Тернопіль: Видавництво Астон, 2005. – 512с.
111. Комягина С. Анализ факторов определяющих динамику валютных курсов и методика расчета форвардного курса / С. Комягина, Л. Черный // Экономика, финансы, право. – 2006. - №1. – С.26 – 30.
112. Кондиріна А. Методи грошово-кредитного регулювання та їх вплив на процес економічної трансформації / А. Кондиріна // Формування ринкових відносин в Україні. – 2005. - №4. – С.13 – 15.
113. Конкурентоспроможність економіки України в умовах глобалізації [монографія] / [Я. А. Жаліло, Я. Б. Базилюк, Я. В. Белінська та ін.]; За ред. Я. А. Жаліла. – К.: НІСД, 2005. – 388с.
114. Конституція України, Закон №254 к/96 – ВР від 28.06.1996 року [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=254%EA%2F96-%E2%F0>.
115. Копилов О. Уточнення та особливості соціально-економічної суті валютного регулювання / О. Копилов // Зовнішня торгівля. – 2005. - №2 – 3. – С.159 – 164.
116. Кораблін С. О. Валютно-курсова політика України: стабілізаційні ефекти та можливі перспективи розвитку / С. О. Кораблін // Фінанси України. – 2007. - №9. – С.112 – 123.
117. Кораблін С. О. Валютно-курсова стратегія України / С. О. Кораблін // Економіка і прогнозування. – 2002. - №1. – С.30 – 36.
118. Корищенко К. Н. Развитие подходов к построению эффективных курсов для оценки внешней стоимости валюты / К. Н. Корищенко, Г. М. Галебаров, И. В. Шевчук // Финансы и кредит. – 2006(210). – С.22 – 33.
119. Кравчук Н. Я. Фінансова безпека держави: реальність і доцільність в умовах глобалізації / Н. Я. Кравчук // Вісник Тернопільського академії народного господарства. – 2000. – Вип. 9. – С.121 – 126.
120. Краснікова Л. І. Аналіз чинників формування та динаміки валютного курсу

- [Електронний ресурс] / Л. І. Краснікова, К. В. Гармель – Режим доступу до статті: http://www.library.ukma.kiev.ua/elib/NZ/NZV20_2002_economy/04_krasnikova_li.pdf.
121. Круш П. С. Стабілізація в транзитивних економіках і валютна політика / П. С. Круш // Формування ринкових відносин в Україні. – 2005. - №2 (45). – С.11 – 13.
 122. Крючкова І. Макроекономічні наслідки зміцнення гривні / І. Крючкова // Вісник Національного банку України. – 2001. - №9. – С.7 – 9.
 123. Кульпінський С. Валютна політика НБУ у перспективі / С. Кульпінський // Финансовые риски. - №1. – С.57 – 59.
 124. Лапчук Б. Сучасні підходи до класифікації валютних режимів / Б. Лапчук // Актуальні проблеми міжнародних відносин. Випуск 52 (Частина 1), 2005. – С.54 – 56.
 125. Лапчук Б. Ю. Валютна політика: [навч. посібник] / Богдан Юрійович Лапчук. – К.: Знання, 2008. – 212с.
 126. Лепіхов О. Технологічна незалежність як елемент економічної безпеки / О. Лепіхов // Економіка України. – 1994. - №11. – с.80 – 81.
 127. Лукінов І. І. До економічної безпеки і сталого розвитку в господарських трансформаціях / І. І. Лукінов // Проблеми забезпечення економічної безпеки і сталого розвитку України. Матеріали “круглого столу” (28 грудня 1999 року). – К.; НІУРВ, 2000. – С.60.
 128. Лэттер Т. Выбор режима валютного курса: Т. Лэттер; [перевод на русский С. Романова]. – 1996. – 40с.
 129. Лютий І. О. Валютна політика та перспективи входження України в міжнародне економічне співтовариство: [брошура] / Ігор Олексійович Лютий. – Київ: Курс, 2000. – 60с.
 130. Мазуренко В. Моделі валютних криз / В. Мазуренко // Актуальні проблеми міжнародних відносин. Випуск 47 (Частина 1), 2004. – С.154 – 170.
 131. Максимо В. Энг. Мировые финансы / Максимо В. Энг, Фрэнсис А. Лис, Лоуренс Дж. Мауер; [пер. с англ.] – М.: ООО Издательско-консалтинговая

- компания “ДеКА”, 1998. – 768с.
132. Манделл Р. А. Выбор экономической политики для достижения внутреннего и внешнего равновесия / Р. А. Манделл // Этот изменчивый обменный курс: [сборник статей]; [пер. с англ. А. М. Семенова]. – М.: Дело, 2001. – 384с. – (Сер. “Экономика: идеи и портреты”).
133. Манделл Р. А. Динамика адаптации мирового валютного рынка при фиксированном и плавающем обменных курсах / Р. А. Манделл // Этот изменчивый обменный курс: [сборник статей]; [пер. с англ. А. М. Семенова]. – М.: Дело, 2001. – 384с. – (Сер. “Экономика: идеи и портреты”).
134. Манків Г. Макроекономіка / Г. Манків; [пер. з англ.; Наук. ред. пер. Степана Панчишина]. – К.: Основи, 2000. - 588с.
135. Мартинюк В. П. Методологічні основи оцінки стану фінансової безпеки / В. П. Мартинюк // Фінанси України. – 2003. - №2. – С.119 – 123.
136. Махлуп Фриц. Теория валютного курса / Фриц Махлуп // Этот изменчивый обменный курс: [сборник статей]; [пер. с англ. А. М. Семенова]. – М.: Дело, 2001. – 384с. – (Сер. “Экономика: идеи и портреты”).
137. Медведев В. Проблемы экономической безопасности России / В. Медведев // Вопросы экономики. – 1997. - №3. – С.111 – 127.
138. Международная макроэкономика: открытая экономика и макроэкономическое программирование: [учебное пособие для вузов]. – М.: Международные отношения, 1999. – 488с.
139. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения: [учеб.] / Под ред. Л. Н. Красиной. – М.: Финансы и статистика, 1994. – 592с.
140. Международные валютно-финансовые и кредитные отношения / Под ред. проф. А. М. Алексеева. – М.: Междунар. отношения, 1984. – 592с.
141. Мелих О. Ю. Валютне регулювання як метод реалізації курсової політики України / О. Ю. Мелих // Матеріали наукової конференції студентів та молодих вчених “Проблеми розвитку фінансової системи України на сучасному етапі”. – Тернопіль: Тернопільський національний економічний університет, 2008. – С.20 – 22.

142. Мелих О. Ю. Валютно-курсова нестабільність та шляхи її подолання в Україні / О. Ю. Мелих // Матеріали Загальноуніверситетської наукової конференції. Тези доп. (14 – 15 квітня) / Відп. ред. С. І. Юрій. – Тернопіль: ТНЕУ, 2009. – С.83 – 87.
143. Мелих О. Ю. Валютно-курсова політика та її взаємозв'язок із економічними процесами / О. Ю. Мелих, В. С. Свірський // Соціально-економічні та культурні оцінки та прогнози на рубежі двох тисячоліть: Тези доповідей IV Міжнародної науково-практичної конференції студентів, аспірантів та молодих вчених. Частина 2. / Відп. ред. З. В. Гуцайлюк. – Тернопіль, 2006. – С. 110 – 111.
144. Мелих О. Ю. Валютно-курсова політика та її вплив на фінансову безпеку держави / О. Ю. Мелих // Вісник Національного банку України. – 2008. - №8. – С.42 – 48.
145. Мелих О. Ю. Валютно-курсова політика та макроекономічні досягнення в Україні / О. Ю. Мелих // Матеріали наукової конференції професорсько-викладацького складу “Проблеми фінансової теорії і практики в постстабілізаційний період” (Тернопіль, 13 квітня 2006 року). – Тернопіль: Тернопільський державний економічний університет, 2006. – С. 90 – 93.
146. Мелих О. Ю. Валютно-курсова політика та монетарні ефекти її реалізації в Україні / О. Ю. Мелих // Актуальні проблеми міжнародних відносин: Збірник наукових праць. – Випуск 77 (Частина 1) – К.: Київський національний університет імені Тараса Шевченка, Інститут міжнародних відносин. – 2008. – С. 211 – 225.
147. Мелих О. Ю. Валютно-курсова політика як індикатор фінансової безпеки України / О. Ю. Мелих // Тези доповідей міжнародної науково-практичної конференції “Фінансові ринки та інститути”. Том 1. – Харків: ВД “ІНЖЕК”, 2007. – С.124 – 127.
148. Мелих О. Ю. Валютно-курсова політика як чинник впливу на зовнішньоекономічну діяльність держави / О. Ю. Мелих // Збірник тез

- доповідей П'ятої ювілейної міжнародної науково-практичної конференції молодих учених “Економічний і соціальний розвиток України в XXI столітті: національна ідентичність та тенденції глобалізації”. Частина 2. – Тернопіль: Економічна думка, 2008. – С.147 – 149.
149. Мелих О. Ю. Валютно-курсова політика, її спрямованість та особливості в умовах глобалізації / О. Ю. Мелих // Матеріали наукової конференції професорсько-викладацького складу “Методологічні проблеми фінансової теорії та практики в постстабілізаційний період”. (Тернопіль, 18 квітня 2007 року). – Тернопіль: ТНЕУ, 2007.- С.126 – 129.
150. Мелих О. Ю. Доларизація економіки України та напрямки її подолання / О. Ю. Мелих // IV Міжнародна науково-практична конференція молодих вчених “Економічний і соціальний розвиток України в XXI столітті: національна ідентичність та тенденції глобалізації”. Збірник тез. Частина 2. – Тернопіль: Економічна думка, 2007. – С. 199 – 202.
151. Мелих О. Ю. Зовнішня стабільність гривні та проблеми її забезпечення в умовах розгортання світової фінансово-економічної кризи / О. Ю. Мелих, З.О. Луцишин // Актуальні проблеми міжнародних відносин: Збірник наукових праць. – Випуск 84 (Частина 2) – К.: Київський національний університет імені Тараса Шевченка, Інститут міжнародних відносин. – 2009. – С.248 – 258.
152. Мелих О. Ю. Концептуальні основи валютного курсоутворення / О. Ю. Мелих // Світ фінансів. – 2007. - №3(12). – С.58 – 68.
153. Мелих О. Ю. Політика обмінного курсу у контексті інфляційних процесів України / О. Ю. Мелих // Матеріали наукової конференції професорсько-викладацького складу “Економічні, правові, інформаційні та гуманітарні проблеми розвитку України в постстабілізаційний період”. – Тернопіль: Тернопільський національний економічний університет, 2008. – С.98 – 101.
154. Мелих О. Ю. Політика обмінного курсу як фактор зміцнення міжнародної ліквідності України / О. Ю. Мелих // Світ фінансів. – 2009. - №2(19). – С.97 – 108.

155. Мельник Т. Вплив валютного курсу на зовнішньоторговельні операції / Т. Мельник // Вісник КНЕУ. – 2006. - №2. – С.48 – 57.
156. Мельничук М. Реальний ефективний обмінний курс гривні: тенденції та перспективи / М. Мельничук, І. Крючкова // Вісник Національного банку України. – 2002. - №7. – С.33 – 35.
157. Методика розрахунку рівня економічної безпеки України. Затверджено наказом Міністерства економіки України від 2 березня 2007 року №60 [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://www.me.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=97980&cat_id=38738.
158. Мид Дж. Е. Некоторые примеры внешнеторговых мультипликаторов / Дж. Е. Мид // Этот изменчивый обменный курс: [сборник статей]; [пер. с англ. А. М. Семенова]. – М.: Дело, 2001. – 384с. – (Сер. “Экономика: идеи и портреты”).
159. Михайличенко С. Механізм курсоутворення та деякі аспекти його застосування до гривні / С. Михайличенко // Вісник Національного банку України. – 2004. - №4. – С. 10 – 19.
160. Михайличенко С. Ю. Валютно-курсова політика в умовах економічного зростання: досвід України / С. Ю. Михайличенко // Матеріали науково – практичної конференції “Стратегія монетарної політики: проблема вибору та застосування”. – Київ: Національний банк України, 2002. – С.177 – 180.
161. Міжнародна економіка: [підручник] / А. П. Румянцев, Г. Н. Климко, В. В. Рокоч та ін.; [за ред. А. П. Румянцева]. – К.: Знання – Прес, 2003. – 447с.
162. Міжнародні валютно-кредитні відносини: [підручник] / За ред. А. С. Філіпенка. – К.: Либідь, 1997. – 68с.
163. Міщенко В. Доларизація: причини та наслідки для економіки України / В. Міщенко, А. Сомик // Вісник Національного банку України. – 2007. - №5. – С.28 – 31.
164. Мовсесян А. Г. Международные валютно-кредитные отношения: [учебник] / А. Г. Мовсесян, С. Б. Огневцев. – М.: ИНФРА – М, 2003. – 312с.
165. Моисеев С. Макроанализ валютного курса: от Касселя до Обсфельда и

- Рогоффа / С. Моисеев // Вопросы экономики. – 2004. - №1. – С.49 – 65.
166. Моисеев С. Международные валютно-кредитные отношения: [учеб. пособ] / С. Моисеев. – М.: Изд – во “Дело и сервис”, 2003. – 576с.
167. Монетарна політика Національного банку України: сучасний стан та перспективи змін [монографія] / За ред. В. С. Стельмаха. – К.: Центр наукових досліджень Національного банку України, УБС НБУ, 2009. – 404с.
168. Монетарний трансмісійний механізм в Україні: Науково-аналітичні матеріали. Вип. 9 / [В. І. Міщенко, О. І. Петрик, А. В. Сомик, Р. С. Лисенко та ін]. – К.; НБУ. Центр наукових досліджень, 2008. – 144с.
169. Монтес М., Попов В. “Азиатский вирус” или “голландская болезнь”? Теория и история валютных кризисов в России и других странах / М. Монтес, В. Попов; [пер с англ. В. В. Попова]. – М.: Дело, 1999. – 136с.
170. Мороз А. М. Центральний банк та грошово-кредитна політика: [підручник] / Анатолій Миколайович Мороз. – К.: КНЕУ, 2005. - 556с.
171. Мунтіян В. І. Економічна безпека України / Валерій Іванович Мунтіян. - К. : КВІЦ, 1999. - 463с.
172. Наговицин А. Г. Валютный курс. Факторы. Динамика. Прогнозирование / А. Г. Наговицин, В. В. Иванов. – М.: ИНФРА – М, 1995. – 176с.
173. Національний банк і грошово-кредитна політика: [підручник] / За ред. А. М. Мороза та М. Ф. Пуховкіної. – К.: КНЕУ, 1999. – С.174 – 175.
174. НБУ отпускает курс гривны [Электронный ресурс] // Корреспондент – 2008. - 27 ноября, 11:37. – Режим доступа до журналу: <http://korrespondent.net/business/markets/660381>.
175. НБУ: Девальвация гривны остановится на уровне 30-35% [Электронный ресурс] // Корреспондент – 2008. - 27 ноября, 12:33. – Режим доступа до журналу: <http://korrespondent.net/business/markets/660444>.
176. Овчинников Г. П. Международная экономика: [учеб. пособие] / Г. П. Овчинников. – СПб: Изд-во Михайлова В. А., Изд-во “Полиус”, 1998. – 620с.
177. Основні засади грошово-кредитної політики на 2002 – 2009 роки [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/Rada_NBU/OsnovZasad

- [2009.pdf](#).
178. Основні тенденції валютного ринку України (2002 – 2008 рр.) [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/Fin_ryn/Pot_tend_v/index.htm.
 179. Основні тенденції грошово-кредитного ринку України - [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/Fin_ryn/Pot_tend/.
 180. Основные направления денежно-кредитной политики на 2005 – 2007 гг.: Одобрены постановлением Правления Национального банка Республики Казахстан от 11.03.2006 №20 [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.nationalbank.kz/?uid=F6FEDF08-802CE8F0EFC0C1AF3722391E&docid=512>.
 181. Основные направления денежно-кредитной политики Республики Беларусь на 2006 год: Указ Президента Республики Беларусь от 21.12.2005 №608 [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://www.nbrb.by/publications/ondkp/2006/ondkp-2006_3.pdf.
 182. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2006 год: Утверждено решением Совета директоров Центрального банка Российской Федерации от 14.11.2005 // Финансы и кредит. – 2006. - №3(207). – С.67 – 89.
 183. Офіційний курс гривні до іноземної валюти [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/kurs/last_kurs1.htm.
 184. П. де Грауве. Хаотизация модели Дорнбуша для обменного курса / П. де Грауве, Х. Девахтер // Этот изменчивый обменный курс: [сборник статей]; [пер. с англ. А. М. Семенова]. – М.: Дело, 2001. – 384с. – (Сер. “Экономика: идеи и портреты”).
 185. Пасічник О. В. Про розмежування понять “валютно-курсова” та “валютна” політика / О. В. Пасічник // Формування ринкових відносин в Україні. – 2003. - №11(30). – С.7 – 9.
 186. Пасічник, Олексій Володимирович. Валютно-курсова політика та механізм її реалізації в Україні: автореф. дис. канд. екон. наук: спец. 08.02.03 “Організація управління, планування і регулювання економікою” / Олексій Володимирович

- Пасічник; Київський національний економічний ун-т. – К.: 2004.
187. Пастернак – Таранушенко Г. Економічна безпека держави: [підручник для державних службовців, науковців, студентів і аспірантів вищих навчальних закладів екон. проф.] / Г. Пастернак – Таранушенко; [за ред. Б. Кравченка]. – К.: Кондор, 2002. – 301с.
188. Пасховер А. Банки грабят [Електронний ресурс] / Александр Пасховер // Корреспондент – 2008. – 10 декабря, 11:45. - Режим доступу до журналу: <http://blogs.korrespondent.net/journalists/print/aleksandr-pashover/a6705>.
189. Пауло Гала. Валютная политика в странах Латинской Америки и Азии: сравнительный анализ // Джеральд Эпштейн. Центральные банки как агенты экономического развития (сборник статей) [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://www.icss.ac.ru/research/dkp/central_banks.php.
190. Петрик О. Недооцінка гривні та її наслідки для монетарної політики / О. Петрик // Вісник Національного банку України. – 2005. - №2. – С.3 – 5.
191. Петрик О. Перехід до більшої гнучкості обмінного курсу в Україні – виклик часу / О. Петрик // Вісник Національного банку України. – 2005. - №6. – С.4.
192. Платіжний баланс і зовнішній борг України - щоквартальне видання Національного банку України (2002 – 2008 рр.) [Електронний ресурс] – Режим доступу до журн.: http://www.bank.gov.ua/Publication/Of_vydan/index.htm#- Платіжний баланс і зовнішній борг України.
193. Попов Є. Значення валютно-курсового регулювання в економічному зростанні / Є. Попов // Формування ринкових відносин в Україні. – 2006. - №2. – с.20-24.
194. Попов Є. Нова валютно-курсова політика України: переваги та недоліки / Є. Попов // Формування ринкових відносин в Україні. – 2006. - №8. – С.20 – 22.
195. Постанова Правління НБУ №319 “Про додаткові заходи щодо діяльності банків” від 11.10.2008 [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/inf_mat/Of_Pov/2008/11.10.2008_319.htm.
196. Постанова Правління НБУ №351 “Про встановлення офіційного курсу гривні до іноземних валют та банківських металів” від 04.11.2008 [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://news.yurist-online.com/laws/841/>.

197. Постанова Правління НБУ №353 “Про внесення зміни до постанови Правління Національного банку України від 11.10.2008 N 319” від 5.11.2008 [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.urist.in.ua/archive/index.php/t-8845.html>.
198. Постанова Правління НБУ №356 “Про внесення зміни до постанови Правління Національного банку України від 11.10.2008 № 319” від 7.11.2008 [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://forum.finance.ua/view-topic.php?p=86568>.
199. Постанова Правління НБУ №408 “Про здійснення операцій з купівлі та продажу готівкових іноземних валют” від 01.12.2008 [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://oglyadach.com/news/2008/12/2/204888.htm>.
200. Преборський В. А. Економічна безпека держави / В. А. Преторський; Київ. юрид. ін-т МВС України. – К.: Кондор, 2005. – 391с.
201. Про стан платіжного балансу у 2005 – 2008 рр. [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/Balance/index.htm>.
202. Проект Концепції фінансової безпеки України [Електронний ресурс] / [Розробники: О. І. Барановський, Ю. О. Блащук, Л. В. Новошинська та ін.]. – Міжвідомча комісія з питань фінансової безпеки при РНБОУ; ЗАТ “Українське агентство фінансового розвитку”, - Режим доступу: <http://www.uafr.com.ua/konseption.doc>.
203. Пуховкіна М. Ф. Центральний банк і грошово-кредитна політика: [навч.-метод. посіб. для самост. вивч. дисципліни] / Майя Федорівна Пуховкіна; [2.вид., перероб. і доп.]. – К.: КНЕУ, 2003. - 178с.
204. Радзієвський О. Суперечності доларизації економіки України в умовах фінансової глобалізації / О. Радзієвський // Економіка України. - 2005. - №2. – С.16 – 23.
205. Роберто Френкель. Реальный валютный курс и занятость в Аргентине, Бразилии, Чили и Мексике // Джеральд Эпштейн. Центральные банки как агенты экономического развития [сборник статей] [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://www.icss.ac.ru/research/dkp/central_banks.php.

206. Рогач Ф. І. Лібералізація валютно-курсової політики за умов економічного зростання: теорія і практика / Ф. І. Рогач // Актуальні проблеми міжнародних відносин. Випуск 52 (Частина 1), 2005. – С.140 – 144.
207. Розмаїта Т. А. Здобути авторитет надійного фінансового партнера або дещо про стан зовнішньої державної заборгованості України / Т. А. Розмаїта, О. І. Мельникова // Вісник Національного банку України. – 1995. - №4. – С.29.
208. Руденко О. Долар в Україні зростатиме до кінця тижня [Електронний ресурс] / Олег Руденко // Економічна правда. - 2008. - 26.03.2008; 14:30. – Режим доступу: <http://www.epravda.com.ua/publications/47ea41e7d61c1/>.
209. Рупа Дуттагупта. Переход к гибкому обменному курсу. Как, когда и насколько быстро? [Електронний ресурс] / Рупа Дуттагупта, Жилда Фернандес и Чем Каракадаг. – Международный валютный фонд – Режим доступу: http://www.imf.org/external/pubs/ft/issues/issues38/rus/ei38_rus.pdf.
210. Сальваторе Д. Международная экономика / Д. Сальваторе. – М.; 1998. – 715с.
211. Сенчагов В. К. Экономическая безопасность / В. К. Сенчагов. – Москва, ЗАО “Финстатинформ”, 1998.
212. Сидоров В. А. Российская экономика с плавающим валютным курсом? / В. А. Сидоров // Финансы и кредит. – 2006. – 32 (236) – С. 6 – 13.
213. Сискос Е. Валютное регулирование и проблемы экономического развития в Украине / Е. Сискос // Вісник Тернопільського державного економічного університету. – 2006. - №5 – 2. – С. 124 – 134.
214. Системно – концептуальні засади стратегії національної безпеки України [монографія] / В.П. Горбулін, акад. НАН України, д.т.н., проф.; А. Б. Качинський, д.т.н, проф. – К.: ДП “НВЦ” Євроатлантикінформ”, 2007. – 592с.
215. Сколотяний Ю. Безкурсиця [Електронний ресурс] / Юрій Сколотяний // Дзеркало тижня – 2009. - №1(729) 17 – 23 січня. – Режим доступу: <http://www.dt.ua/2000/2040/65143/>.
216. Сколотяний Ю. Валютна істерія: хто відповідальний? [Електронний ресурс] / Юрій Сколотяний // Дзеркало тижня. – 2008. - №46(725) 6 – 12 грудня. –

- Режим доступу: <http://www.dt.ua/2000/2040/64886/>.
217. Сколотяний Ю. Гривня/долар — 10:1 [Електронний ресурс] / Юрій Сколотяний // Дзеркало тижня — 2008. - №48(727) 20 — 26 грудня. — Режим доступу: <http://www.dt.ua/2000/2040/65024/>.
218. Скрипник А. Вплив валютно-курсової політики на інфляційні процеси в Україні / А. Скрипник, Г. Варваренко // Вісник Національного банку України. — 2007. - №1. — С.40 — 48.
219. Сніжко О. В. Механізм монетарної трансмісії: уроки для України / О. В. Сніжко // Матеріали науково — практичної конференції “Стратегія монетарної політики: проблеми вибору та застосування” (Київ, 25 — 26 квітня 2002 року). — Київ: Головне — експлуатаційне управління НБУ, 2002. — 269с.
220. Сорос Дж. Кризис мирового капитализма. Открытое общество в опасности / Дж. Сорос. — М.: ИНФРА — М, 1999. — 262с.
221. Софіщенко І. Завдання валютної політики в умовах переходу до нової моделі економічного розвитку / І. Софіщенко // Актуальні проблеми міжнародних відносин. Випуск 51 (Частина 2), 2005. — С.92 — 94.
222. Стельмах В. Обмінний курс, інфляція та конкурентоспроможність економіки / В. Стельмах, О. Петрик // Вісник Національного банку України. — 2001. -№9. — С.3 — 6.
223. Стельмах В. Огляд монетарної політики в Україні за 1991 — 2001 рр. / В. Стельмах // Вісник Національного банку України. — 2002. - №7. — С.2 — 8.
224. Стратегії економічного розвитку в умовах глобалізації: [монографія] / За ред. д-ра екон. наук, проф. Д. Г. Лук’яненка. — К.: КНЕУ, 2001. — 538с.
225. Струк О. Боргова яма [Електронний ресурс] / О. Струк, Г. Сайченко // Контракти — 2008. - №46 від 17.11.2008. — Режим доступу до журналу: <http://kontrakty.com.ua/show/ukr/article/4/46200811224.html>.
226. Сухоруков А. І. Фінансова безпека держави: [навчальний посібник] / А. Сухоруков, О. Ладюк. — К. Центр учбової літератури, 2007. — 192с.
227. Україна і світове господарство: взаємодія на межі тисячоліть / А. С. Філіпенко, В. С. Будкін, А. С. Гальчинський та ін. — К.: Либідь, 2002. — 470с.

228. Унковська Т. Моделювання впливу змін обмінного курсу національної валюти на підприємства економічного, імпортного та внутрішнього секторів економіки / Т. Унковська // Вісник Національного банку України. – 2005. - №6. – С.12 - 16.
229. Фінансово-монетарні важелі економічного розвитку. В 3 т. / За ред. чл.-кор. НАН України А. І. Даниленка. – К.: Фенікс, 2008 / Т. 2: Механізми грошового та фондового ринків і їх вплив на розвиток економіки України / За ред. чл.-кор. НАН України А. І. Даниленка. – К.: Фенікс, 2008. – 442с.
230. Флеминг Дж. Маркус. Внутренняя финансовая политика при фиксированном и плавающем обменных курсах / Флеминг Дж. Маркус // Этот изменчивый обменный курс: [сборник статей]; [пер. с англ. А. М. Семенова]. – М.: Дело, 2001. – 384с. – (Сер. “Экономика: идеи и портреты”).
231. Флеминг Дж. Маркус. Плавающий обменный курс, асимметричная интервенция и управление международной ликвидностью / Флеминг Дж. Маркус // Этот изменчивый обменный курс: [сборник статей]; [пер. с англ. А. М. Семенова]. – М.: Дело, 2001. – 384с. – (Сер. “Экономика: идеи и портреты”).
232. Фредерік С. Мишкін. Економіка грошей, банківської справи та фінансових ринків / Фредерік С. Мишкін. — К.: Основи, 1999.— С. 481.
233. Хайек Ф. А. Частные деньги / Ф. А. Хайек. – М.: Институт Национальной Модели Экономии, 1996. – 229с.
234. Хасбулатов Р. И. Мировая экономика / Р. И. Хасбулатов; [в 2-х т. Т. 2]. – М.: ЗАО “Издательство “Экономика””, 2001. – 674с.
235. Холопов А. Валютный курс как инструмент макроэкономического регулирования / А. Холопов // МЭ и МО. – 2004. - №12. – С.25 – 33.
236. Холявко О. Валютно-курсовий фактор економічного зростання України / О. Холявко // Актуальні проблеми міжнародних відносин. Випуск 52 (Частина 1), 2005. – С.153 – 155.
237. Центробанк Швейцарии снизил учетную ставку до четырехлетнего минимума [Электронный ресурс] // Корреспондент – 2008. – 11 декабря, 12:48. - Режим

- доступу до журналу: <http://korrespondent.net/business/economics/675475>.
238. Чорнодід І. С. Економічна безпека як категорія економічної теорії / І. С. Чорнодід // Актуальні проблеми економіки. – 2003. - №11(29). – С.13 – 20.
239. Шамшендінов Ю. Пріоритети валютно-курсової політики Національного банку України / Ю. Шамшендінов // Вісник Національного банку України. – 2004. - №8. – С.9 – 11.
240. Шаповалов А. Стратегічні напрями курсової політики України у рамках моделі сталого економічного розвитку / А. Шаповалов // Вісник Національного банку України. – 2005. - №11. – С.3 – 7.
241. Шемет Т. С. Теорія і практика валютного курсу: [навч. посіб.] / Т. С. Шемет; [за ред. О. І. Рогача]. – К.: Либідь, 2006. – 360с.
242. Шинкар А. Грошово-кредитні інструменти як засіб економічного зростання / А. Шинкар // Формування ринкових відносин в Україні. – 2005. -№1. – С.81 – 86.
243. Шкарпова О. Рік долара [Електронний ресурс] / Олена Шкарпова, Вікторія Руденко // Контракти – 2008. - №51 від 22.12.2008. – Режим доступу до журналу: <http://kontrakty.com.ua/show/ukr/article/45/51200811373.html>.
244. Шлемко В. Т. Економічна безпека України: сутність і напрямки забезпечення: [монографія] / В. Т. Шлемко, І. Ф. Бінько. – К., 1997. – 143с.
245. Шніпко О. С. Економічна безпека внутрішнього ринку України: сутність, загрози, заходи щодо покращення / О. С. Шніпко // Формування ринкових відносин в Україні. – 2005. - №11(54). – С.9 – 11.
246. Шумська С. Інфляція чи ревальвація: яке з двох лих менше? (емпіричний аналіз впливу на економіку) / С. Шумська // Економіка і прогнозування. – 2005. - №3. – С.127.
247. Шумська С. С. Доларизація та відтік коштів з української економіки / С. Шумська // Економіка і прогнозування. – 2003. - №4. – С.62 – 71.
248. Щербаков С. Г. К вопросу о валютной и курсовой политике / С. Г. Щербаков // Деньги и кредит. – 2000. - №11. – С.43 – 44.
249. Щербакова О. Валютна політика Національного банку України / О. Щербакова

- // Вісник Національного банку України. – 2007. - №6. – С.6 – 9.
250. Юрченко І. Детермінанти валютно-курсової політики України / І. Юрченко // Банківська справа. – 2004. - №4. – С.72 – 78.
 251. Юрчишин В. Уроки валютних криз Південно-Східної Азії для України [Електронний ресурс] / Василь Юрчишин – Режим доступу до статті: http://www.razumkov.org.ua/ukr/article.php?news_id=630.
 252. Black, S.W. “The Effect of alternative International Policies on the Variability of Exchange Rates: The Harrod Effect”, in: Bhandari, J.S. (ed), Exchange Rate Management Under Uncertainty, MIT Press, Cambridge MA, 1985.
 253. Djajic, S., and Bassoni, S “Dynamics of Monetary Intervention under Managed Floating”, European Economic Review, 1992, 36: 1399 – 1411.
 254. Friedman M. The Lag in the Effect of the Monetary Policy. “Journal of Political Economy” October 1961.
 255. Friedman M., Schwartz A. A Monetary History of United States, 1867 – 1960. – Princeton, 1963.
 256. Friedman Milton, Schwartz Anna. Has Government and Role in Money? // Journal of Monetary Economics. – 1986. – 17. – P.37 – 62.
 257. J. Frenkel. A Monetary Approach to the Exchange Rate: Doctrinal Aspects and Empirical Evidence // Scand. J. Econ. – 1976. – Mach. – P.200 – 224.
 258. Lane Ph. The New Open Economy Macroeconomics: a survey. CEPR Discussion Paper NO 2115, 1999.
 259. M. Mussa. National Exchange Rate Regimes and the Behavior of Real Exchange Rates: Evidence and Implication // Carnegie – Rochester Conference Series. – 1986. - №25. – P.117 – 213.
 260. Mareno, R. and Yin, N., “Exchange Rate Policy and Shocks to Asset Markets: The case of Taiwan in the 1980s”, Economic Review, Federal Reserve Bank of San Francisco, 1992: 14 – 34.
 261. Mundell R. The monetary Dynamics of International and Flexible Exchange Rates. “Quarterly journal of Economics” May 1960.
 262. Mussa, M., “The Pole of Official Intervention” Group of Thirty Occasional Papers,

- NO. 30, New York. 1981.
263. Poltrovich V., Popov V. “Accumulation of Foreign Exchange Reserves and Long Term Growth”, New Economic School, Moscow, Russia – <http://www.nes.ru/english/about/10th-anniversariypapers-pdf/Popov-Poltrovich.pdf>.
264. R. Dornbush. Monetary Policy under Exchange – Rate Flexibility, in: Managed Exchange Rate Flexibility: The Recent Experience. Federal Reserve Bank of Boston, Conference Series №20. – Boston: Author, 1979. – P.90 – 122.
265. Schuler K. Introduction to Currency Boards / <http://users.erols.com/kurrency/intro.htm>.
266. Tinbergen J. On the Theory of Economic Policy. Amsterdam, “North Holland”, 1952.
267. Williamson, J. (2003): “Exchange rate policy and development”, paper prepared for the International Policy Dialogue (IPD) Capital Market Liberalization Task Force, Columbia University, Barcelona, Spain, Jun 2 – 3.



Національний банк України
ЦЕНТР НАУКОВИХ ДОСЛІДЖЕНЬ

04070, м. Київ, вул. Андріївська, 1, тел. +380 (044) 462-5342, факс +380 (044) 462-5342

15.06.2009 № 53-109/287

На _____

ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційного дослідження на тему:
«Валютно – курсова політика та її вплив на фінансову безпеку держави»
аспіранта кафедри фінансів Тернопільського національного економічного
університету
Мелих Оксани Юрївни

Незважаючи на те, що геоекономічний простір характеризується стрімкими процесами інтеграції та глобалізації господарського життя, кожна суверенна країна має власні інтереси в політичній, економічній, фінансовій та інших сферах, тому між ними не припиняється жорстке суперництво у їх відстоюванні. Саме тому в сучасних умовах особлива роль відводиться системі безпеки держави, і зокрема фінансової, як базової складової економічної безпеки країни, що зумовлено лібералізацією зовнішньоекономічних зв'язків, посиленням фінансової глобалізації, послабленням державного контролю за розвитком грошово-кредитних відносин, зростанням міжнародної мобільності капіталу та особливо зростанням ролі валютних відносин й посиленням впливу валютної сфери на процеси, що відбуваються в реальному секторі економіки.

Діяльність центрального банку, що спрямована на досягнення стратегічних і тактичних цілей валютної політики держави, є неможливою без використання ним певної сукупності інструментів. Саме інструменти реалізації валютної політики, що використовуються відповідно до визначених стратегічних орієнтирів, формують її конкретне наповнення, відображаючи спрямованість діяльності центрального банку на досягнення кінцевих цілей монетарної політики.

Дослідження автора щодо визначення ступеня впливу загальних і спеціальних інструментів валютної політики Національного банку України на динаміку обмінного курсу гривні використані Центром наукових досліджень НБУ при підготовці науково-дослідної роботи «Визначення умов, етапів та заходів необхідних для запровадження більшої гнучкості валютного курсу».

Директор Центру наукових досліджень
Національного банку України,
доктор економічних наук, професор



В.І. Міщенко

0000335

РАДА НАЦІОНАЛЬНОЇ БЕЗПЕКИ
І ОБОРОНИ УКРАЇНИ

Інститут проблем
національної безпеки

Україна, 03186, м. Київ, Чоколівський бульвар, 13
тел: 245-88-07, факс (044) 245-88-11



NATIONAL SECURITY AND DEFENCE
COUNCIL OF UKRAINE

Institute of National
Security Problems

13, Chokolivsky Blvd, Kiev, Ukraine, 03186
tel: 245-88-07, fax (044) 245-88-11

17.07.05 № 10/6-318
на _____

ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційного дослідження
МЕЛИХ Оксани Юріївни на тему:
“Валютно-курсова політика та її вплив на фінансову безпеку держави”

Наукові результати дисертаційного дослідження Мелих О. Ю., зокрема, визначення поняття “фінансова безпека держави”, з позицій багатостороннього підходу де фінансова безпека держави розглядається як специфічний вид суспільно-економічних відносин, що виникають між державою і суб'єктами соціально-економічних відносин, а також класифікацію викликів та загроз фінансовій безпеці держави, які пропонується групувати на внутрішні (такі, що безпосередньо пов'язані з кризовими проявами вітчизняної економіки) та зовнішні (що безпосередньо пов'язані з процесом міжнародного економічного обміну і співробітництва) було використано при підготовці планових аналітичних матеріалів, що готувалися Інститутом проблем національної безпеки Ради національної безпеки і оборони в рамках наукового-дослідної роботи: «Розробка сучасних методів визначення пріоритетності цілей воєнної безпеки України» (№ держреєстрації 0107U002703) на замовлення РНБО України.

Використання запропонованих наукових результатів дозволило більш ґрунтовно підійти до визначення суб'єктів сектора безпеки України та розробки теоретичних засад визначення пріоритетності цілей воєнної безпеки України.

Довідку видано спеціалізованій вченій раді по захисту дисертаційних робіт.

Заступник директора Інституту
з наукової роботи,
доктор технічних наук, професор



А. В. Качиський



ВЕРХОВНА РАДА УКРАЇНИ

Підкомітет з питань міжнародної економічної політики

01008, м. Київ-8, вул. М. Грушевського, 5, тел.: 255-91-29, факс.: 255-92-14

№ 05-171

"30" червня 2009 р.

ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційного дослідження

МЕЛИХ Оксани Юріївни

на тему: **"Валютно-курсова політика та її вплив на фінансову безпеку держави"**

У дисертаційному дослідженні Мелих Оксани Юріївни на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук на тему: "Валютно-курсова політика та її вплив на фінансову безпеку держави" розглянуто актуальні питання щодо з'ясування суті валютно-курсової політики й фінансової безпеки, ідентифіковано ключові загрози у процесі аналізу фіскальних та монетарних ефектів реалізації валютно-курсової політики Національним банком України та визначено стратегічні вектори мінімізації їх впливу на стан фінансової системи. Висновки і пропозиції мають теоретичне обґрунтування і практичне значення. Особливої уваги заслуговує обґрунтування механізму впливу валютно-курсової політики на фінансову безпеку держави.

Рекомендації щодо вдосконалення існуючої практики реалізації валютно-курсової політики у коротко-, середньо- і довгостроковій перспективі з використанням факторного аналізу використані у практичній роботі Підкомітету з питань міжнародної економічної політики Комітету Верховної Ради України з питань економічної політики.

Голова Підкомітету –
Доктор економічних наук, професор

О. В. Плотніков



Тернопільський національний економічний університет
Ternopil National Economic University

Lvivska Str. 11, Ternopil, 46020, Ukraine
Tel./Fax +380 (352) 47 50 51
E-mail: academ@tneu.edu.ua
http://www.tneu.edu.ua

вул. Львівська, 11, Тернопіль, 46020, Україна
Тел./факс +380 (352) 47 50 51
E-mail: academ@tneu.edu.ua
http://www.tneu.edu.ua

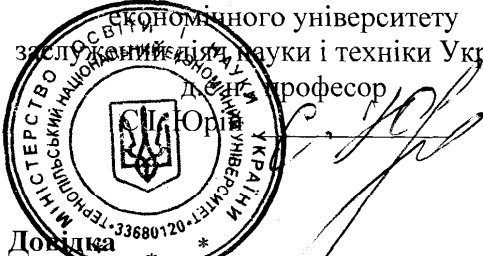
№ 126-24/2376

21 10 2009 р.

На № _____ від _____

“Затверджую”

Ректор Тернопільського національного економічного університету
зав. кафедрою міжнародних економічних наук і техніки України,
професор
Д.О. Кравчук
Довідка

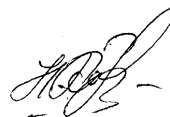


про практичне застосування результатів дисертаційної роботи Мелих Оксани Юріївни на тему: “Валютно-курсова політика та її вплив на фінансову безпеку держави”

Результати науково-дослідної роботи аспіранта кафедри міжнародних фінансів Мелих Оксани Юріївни за темою дисертації на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук “Валютно-курсова політика та її вплив на фінансову безпеку держави” впроваджені кафедрою міжнародних фінансів у навчальний процес при викладанні дисциплін: “Міжнародні фінанси”, “Міжнародні валютно-фінансові та кредитні відносини”, “Фінансова безпека”.

Довідка видана для пред’явлення в спеціалізовану вчену раду ТНЕУ по захисту кандидатських дисертацій.

Заступник зав. кафедри міжнародних фінансів ТНЕУ,
к.е.н., доцент



Н.Я. Кравчук