

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ТЕРНОПІЛЬСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ

На правах рукопису

САС БОГДАНА БОГДАНІВНА

УДК 336.711

**ЦЕНТРАЛЬНИЙ БАНК
В СИСТЕМІ ВАЛЮТНОГО РЕГУЛЮВАННЯ**

Спеціальність 08.04.01 – фінанси, грошовий обіг і кредит

Дисертація на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук

Науковий керівник
ГУЦАЛ Ігор Степанович
доктор економічних наук, доцент

Тернопіль - 2007

ЗМІСТ

Вступ.....	3
Розділ 1. Теоретико-економічні засади системи валютного регулювання.....	
1.1 Валютна політика держави та роль центрального банку в її реалізації.....	
1.2 Валютне регулювання в системі державного регулювання економіки.....	
1.3. Характеристика інструментів валютного регулювання..... Висновки до розділу 1.....	
Розділ 2. Аналітична оцінка системи валютного регулювання в Україні.....	
2.1. Становлення системи валютного регулювання і контролю в Україні.....	
2.2. Діяльність НБУ щодо регулювання валютного курсу національних грошей як основне завдання у сфері валютного регулювання.....	
2.3. Регулювання та контроль НБУ валютних операцій..... Висновки до розділу 2.....	
Розділ 3. Основні напрямки вдосконалення валютного регулювання в контексті євроатлантичної інтеграції України.....	
3.1. Світовий досвід у сфері валютного регулювання та валютного контролю.....	
3.2. Сучасні тенденції валютного регулювання в системі економічної безпеки держави.....	
3.3. Валютне регулювання в системі забезпечення стабільності національної валюти..... Висновки до розділу 3.....	
Висновки.....	
Список використаних джерел.....	
Додатки.....	

ВСТУП

Актуальність теми. Зростаючі масштаби сучасної економічної діяльності, ускладнення характеру внутрішніх та зовнішніх господарських зв'язків створюють об'єктивні економічні передумови посилення ролі держави у регулюванні суспільного виробництва. Основні завдання економічної політики держави в умовах ринкової економіки обумовлені існуючими рівнями інфляції та безробіття, досягненням певних темпів економічного зростання і рівноваги платіжного балансу. Успішність досягнення таких цілей значною мірою залежить від гнучкої ефективності роботи кредитно-фінансової країни, ключова ланка якої – центральний банк. Він є головним органом державного регулювання макроекономічних процесів за допомогою монетарних важелів. Відповідно до грошово-політичних цілей центральний банк проводить державну валютну політику, основними критеріями визначення якої є рівень розвитку валютного ринку, валютний курс і пов'язана з ним стабільність національної валюти. За таких обставин валютно-курсова політика як одна з головних форм регулювання зовнішньоекономічних відносин набуває ключового значення у практичній реалізації державного впливу на перебіг усіх господарських процесів з метою реалізації стратегії економічного розвитку і розбудови ефективно функціонуючого ринкового механізму.

Валютно-фінансові відносини є складовою економіки окремих країн та світового співтовариства в цілому. Тісні економічні зв'язки між країнами мають як негативний, так і позитивний вплив на стан світової та національної валютних систем. Саме механізми валютного регулювання забезпечують стабільність валютних відносин в окремій державі й у світі, захищають національні валютні системи від негативного впливу зовнішніх та внутрішніх факторів, стимулюють розвиток зовнішньоекономічних зв'язків, сприяють вирішенню економічних проблем держави. Перехід до відкритої ринковоорієнтованої економіки, що здійснюється в Україні у межах економічної реформи, розширення зовнішньоекономічної діяльності, спрямованої на поглиблення світогосподарських зв'язків, обумовили необхідність глибокого, всебічного

обґрунтування тих принципів змін, що відбуваються у процесах валютного регулювання в умовах переходу від адміністративно-командної до ринкової економіки.

Успішність проведення таких заходів значною мірою залежить від функціонування центрального банку, діяльність якого має вирішальний вплив на стабільність грошової одиниці, надійність банківських установ, дієвість платіжно-розрахункового механізму, що загалом визначає ефективність функціонування всієї економіки країни.

Дослідженню ролі центрального банку у регулюванні валютних відносин та механізму його валютної політики присвячена значна кількість наукових праць. В Україні проблеми валютного регулювання та контролю висвітлені у працях таких вітчизняних економістів як: Б.П.Адамик, О.Бакун, О.Барановський, Я.В.Белінська, О.І.Береславська, С.Я.Боринець, Т.П.Вахненко, Г.Л.Вознюк, А.С.Гальчинський, О.Гриценко, О.В.Дзюблюк, В.В.Козюк, З.О.Луцишин, В.І.Міщенко, С.Михайличенко, А.М.Мороз, Т.Мусієнко, О.Петрик, В.О.Романишин, М.І. Савлук, Ю.Сколотяний, А.С.Філіпенко, О.М.Шаров, В.В.Юрчишин, В.А.Ющенко, С.Яременко та ін. Значний внесок у розроблення теоретичних та практичних питань організації системи валютного регулювання зробили західні та російські економісти: Дж.М.Кейнс, П.Кенен, Л.Н.Красавіна, Р.МакКінон, Р.Манделл, Ф.С.Мишкін, А.Г.Мовсеян, С.Р.Моїсєєв, М.Монтес, М.Пебро, І.Н.Платонова, В.Попов, М.Фрідмен, Ф.Хайек, Г.Хоггарт та ін.

У дослідженнях вказаних вчених відображено проблеми валютної політики в умовах глобалізації світової економіки, впливу розвитку валютних відносин на економіку країни. Проте, питання дослідження валютного регулювання і валютного контролю досить рідко розглядаються в економічній літературі як окрема проблема. Водночас потребує більш глибокого дослідження роль центрального банку у забезпеченні ефективності валютної системи, її стійкості, використання валютного курсу як регулятора економічних відносин, а також процес створення і функціонування механізму валютного регулювання в умовах формування ринкової економіки.

Таким чином, необхідність комплексного всебічного вивчення теоретичних основ валютного регулювання та механізму практичної організації валютного контролю в умовах становлення нової системи валютних відносин зумовили вибір теми дисертаційного дослідження.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертаційна робота виконана відповідно до плану науково-дослідних робіт кафедри банківського менеджменту та обліку Тернопільського державного економічного університету і належить до держбюджетної теми “Дослідження і розробка науково-методичних основ обліку, аналізу та аудиту в комерційних банках України” (державний реєстраційний номер 0102U007218) та її структурного підрозділу “Дослідження та вдосконалення методики основних банківських операцій та результатів діяльності банку”. Роль автора у виконанні теми полягала у здійсненні розробок, пов'язаних із дослідженням теоретичних та прикладних питань регулювання валютних операцій в умовах трансформаційної економіки.

Мета і завдання дослідження. *Метою* дисертаційного дослідження є визначення пріоритетних шляхів удосконалення валютного регулювання і контролю з метою стимулювання економічного зростання та забезпечення стійкості національної грошової одиниці.

Відповідно до поставленої мети у роботі передбачено вирішення таких основних завдань:

- виявити особливості здійснення центральним банком своїх функцій як головного органу монетарного регулювання економіки та визначити тісний взаємозв'язок між його грошово-кредитною та валютною політикою;
- узагальнити, систематизувати та критично проаналізувати теоретичні та практичні аспекти організації системи валютного регулювання з метою вироблення власних методологічних підходів;
- уточнити сутність поняття “валютне регулювання”, “валютний контроль”, показати їх роль в економічній системі країни;

- дослідити систему інструментів валютного регулювання, що застосовуються центральним банком, механізм їх реалізації та особливості застосування залежно від розвитку економіки держави;
- проаналізувати застосування режимів валютного курсу та визначити фактори його вибору стосовно структури економіки країни;
- дослідити специфіку вітчизняного валютного регулювання і контролю, вивчити та узагальнити світовий досвід формування і проведення валютної політики й обґрунтувати необхідність поступової лібералізації валютно-фінансових відносин в Україні як однієї з базисних характеристик нової глобальної економіки;
- охарактеризувати сучасні тенденції регулювання валютних відносин в системі економічної безпеки та розробити пропозиції щодо створення ефективної системи заходів із запобігання і боротьби з легалізацією “брудних” коштів в Україні;
- розробити пропозиції та окреслити доцільність перспектив формування валютної стратегії Національного банку України;
- виробити підходи щодо вдосконалення сучасної системи валютного регулювання руху капіталів в Україні, які сприятимуть прискоренню модернізаційних та інноваційних процесів в економіці за рахунок припливу прямих іноземних інвестицій.

Об'єктом дослідження є система валютного регулювання в умовах ринкової трансформації економіки.

Предметом дослідження є діяльність центрального банку щодо організації валютного регулювання та валютного контролю.

Методи дослідження. Основу дисертаційної роботи утворюють загальнонаукові прийоми і методи досліджень: 1) системної оцінки при визначенні основних сутнісних моментів регулювання валютних відносин і економічної природи валютних операцій; 2) метод аналізу і синтезу для оцінки ролі та місця центрального банку в інституційному аспекті системи валютного регулювання; 3) методи групування, порівняння та історичної оцінки для

дослідження особливостей і тенденцій валютного регулювання та їх впливу на економіку; 4) прогнозування при визначенні пропозицій щодо цільових орієнтирів валютно-курсової політики Національного банку України.

Інформаційну основу дослідження складають наукові праці вітчизняних та зарубіжних економістів з теорії банківської справи, міжнародних економічних відносин та валютного регулювання; законодавчі та нормативні акти, які регулюють валютні відносини в Україні та за кордоном; офіційні статистичні дані; матеріали Національного банку України та Міжнародного валютного фонду; науково-методична література; матеріали періодичних видань, Internet.

Наукова новизна одержаних результатів полягає в обґрунтуванні теоретичних підходів та існуючих наукових положень до організації системи валютного регулювання а саме:

вперше:

– обґрунтовано засади вибору гнучкого обмінного курсу національної грошової одиниці як ефективного режиму валютного курсоутворення та визначено його вплив на забезпечення стабільності грошової одиниці України. Доведено, що, на відміну від існуючих підходів щодо курсоутворення, гнучкий обмінний курс в умовах розвитку економіки України забезпечує запровадження стратегії таргетування інфляції;

– доведено взаємозв'язок та вплив інструментів валютного регулювання центрального банку на кінцеві цілі економічної політики. Центральний банк через наявний інструментарій валютного регулювання здатний впливати на експортно-імпортні операції, котрі в результаті відображаються на динаміці реального сектору економіки. На противагу існуючим оцінкам місця центрального банку у системі валютного регулювання, такий підхід акцентує увагу на значення економічних інструментів у сучасній системі регулювання економіки відкритого типу;

удосконалено:

– трактування терміну “валютне регулювання” як системи законодавчих, адміністративних, економічних та організаційних заходів, котрі

визначають порядок здійснення операцій із валютними цінностями державними органами влади на території країни, тобто системи спрямованої на забезпечення економічного зростання. Відмінність від існуючих тлумачень полягає у конкретизації валютного регулювання як цілісної системи відносин, яка має мету, завдання, механізм реалізації, що включає як інституціональний (організаційний), так і інструментарний (функціональний) аспекти, й уособлює елементи контролю за процесом досягнення поставленої цілі;

- визначення поняття “валютних операцій” як дій, що здійснюють суб’єкти валютних відносин щодо валютних цінностей, та угод, які вони укладають, спрямованих на виникнення, зміну та припинення речових або зобов’язальних прав на валютні цінності. На відміну від існуючих трактувань, дане визначення не зосереджується виключно на правовій природі валютних операцій, а саме переходу права власності та інших прав на валютні цінності;

- визначення ролі валютно-курсової політики як складової економічної політики держави, яка полягає у впливі порядку формування та динаміки валютного курсу безпосередньо як на зовнішньоекономічну діяльність, так і на економічну стабільність держави. На противагу існуючим підходам, доведено, що вибір стратегії валютної політики є необхідною умовою ефективної реалізації регулятивних функцій держави у валютній сфері;

отримали подальший розвиток:

- класифікація факторів впливу на валютний курс, які пропонується групувати на зовнішні (такі, що безпосередньо пов’язані з процесом міжнародного економічного обміну) та внутрішні (безпосередньо пов’язані з механізмом встановлення валютного курсу). Зазначений підхід, порівняно з існуючими, дозволяє розширити та систематизувати спектр різноманітних курсоутворюючих факторів, визначаючи можливості удосконалення діючої системи валютного регулювання;

- класифікація валютних криз, які автор групує на власне валютні кризи; валютні кризи, зумовлені борговими проблемами та валютні кризи, викликані зовнішніми або психологічними причинами. Проведено більш глибоке

дослідження можливостей виникнення валютних криз з метою визначення їх симптомів та застосування відповідних заходів щодо уникнення валютних криз;

– обґрунтування необхідності державного регулювання валютної сфери, позаяк механізм ринкового саморегулювання не забезпечує ефективний розподіл ресурсів. Встановлено, що валютне регулювання повинно сприяти здійсненню ефективної грошово-кредитної політики, яка серед інших цілей забезпечує стабільність цін. Це дає змогу з'ясувати яким чином центральний банк, володіючи сучасним регулятивним інструментарієм, з одного боку, може впливати на зниження вразливості фінансової системи від впливу зовнішніх факторів, а з іншого – на рівновагу внутрішнього валютного ринку.

Практичне значення отриманих результатів. Результатом вирішення комплексу поставлених у дисертації завдань є розробка сукупності пропозицій і рекомендацій щодо удосконалення існуючої системи валютного регулювання в Україні, які охоплюють такі положення: 1) пропозиції щодо необхідності доопрацювання та прийняття Закону України “Про валютне регулювання”, а саме: чітко визначено та розмежовано повноваження державних органів у сфері валютного регулювання, запропоновано різні види валютних операцій та процедури валютного контролю, запровадження яких дало б змогу удосконалити функціонування діючої системи валютного регулювання та контролю в Україні; 2) обґрунтування засад вибору гнучкого обмінного курсу національної грошової одиниці як ефективного режиму валютного курсоутворення; визначено його вплив на забезпечення стабільності грошової одиниці України. Доведено, що на відміну від існуючих підходів щодо курсоутворення, гнучкий обмінний курс в умовах розвитку економіки забезпечує запровадження стратегії інфляційного таргетування; 3) рекомендації щодо запровадження досконалих ринкових інструментів контролю за ввезенням в Україну капіталу, особливо короткострокового, зокрема дисконтної політики; 4) обґрунтування основних напрямів лібералізації руху капіталу, які полягають у знятті обмежень на проведення строкових валютних операцій із посиленням пруденційного нагляду; 5) пропозиції щодо вибору форм і методів валютного контролю за рухом капіталу

у процесі активізації інтеграційних механізмів у світовій економіці, спрямованих на застосування інструментів, що стимулюватимуть переорієнтацію нерезидентів із купівлі корпоративних цінних паперів з фіксованою процентною ставкою на придбання акцій українських підприємств та організацій; 6) рекомендації щодо удосконалення нормативної бази, що стосується забезпечення боротьби з відмиванням коштів, одержаних незаконним шляхом із пропозицією прийняття законодавчих актів, яким би надавалися гарантії амністії повернутих із-за кордону валютних “тіньових” цінностей; 7) пропозиції щодо створення дієвої системи служби банківської безпеки із запровадженням об’єктивної та відкритої вітчизняної бази злочинів із відмиванням “брудних” коштів; 8) обґрунтування запровадження взаємодії та координації зусиль із правоохоронними та контролюючими органами, у тому числі комерційними банками, у протидії відмиванню грошей, одержаних незаконним шляхом у вигляді створення багатофункціонального органу, який би поєднав досвід роботи усіх відомств, був здатний вирішувати завдання, що виникають у випадку необхідності вжити ефективні заходи щодо боротьби з відмиванням грошей, отриманих від злочинної діяльності.

Наукові результати та практичні рекомендації прийняті до впровадження в Управлінні Національного банку України в Тернопільській області (довідка № 22-013,1478 від 19.06.2006 р.), ВАТ КБ “Хрещатик” м. Київ (довідка № 01/7085 від 03.10.2006 р.), Національному банку України м. Київ (довідка № 12-113/1249-10622 від 06.10.2006 р.). Науково-методичні розробки, запропоновані в дисертації, впроваджені у навчальний процес Тернопільського державного економічного університету при викладанні навчальних дисциплін “Грошово-кредитна політика та банківський нагляд”, “Банківський нагляд”, “Банківська безпека” (довідка № 126-25/1075 від 22.06.2006 р.).

Особистий внесок здобувача. Усі наукові результати, викладені в дисертаційній роботі, отримані автором особисто. З наукових праць, опублікованих у співавторстві в дисертації використані лише ті ідеї і положення, що є результатом самостійного дослідження здобувача.

Апробація результатів дисертації. Окремі положення та результати дослідження пройшли апробацію та отримали позитивну оцінку на наукових та науково-практичних конференціях:

- Міжнародна науково-практична конференція “Банківська система України: проблеми становлення та перспективи розвитку” (м. Тернопіль, 4-5 червня 1998 р.);
- II Всеукраїнська науково-практична конференція “Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України” (м. Суми, 23-24 вересня 1999 р.);
- міжвузівська науково-практична конференція “Проблеми і перспективи розвитку фінансової політики в Україні в умовах ринкової економіки” (м. Чернівці, 17-18 травня 1999 р.);
- IV Міжнародна наукова конференція І.ЄС-У’99 “Проблеми економічної інтеграції України в Європейський Союз: інвестиційні аспекти” (Ялта-Форос, 13-15 вересня 1999 р.);
- конференція науково-педагогічних працівників та аспірантів університету з суспільних, природничих, технічних та гуманітарних наук, присвячена 60-річчю відродження Тернопільського державного педагогічного університету імені В.Гнатюка (м. Тернопіль, 17-18 квітня 2000 р.);
- Міжнародна науково-практична конференція “Соціально-економічні дослідження в перехідний період. Банківська і фінансово-кредитна системи та їх роль у сучасних умовах” (м. Львів, 24 березня 2000 р.);
- Міжнародна науково-практична конференція “Україна на порозі XXI століття: економіка, державність” (м. Вінниця, 30-31 березня 2000 р.);
- IX Міжнародна наукова конференція “Проблеми економічної інтеграції України в Європейський Союз: міжнародний рух капіталу” (Ялта-Форос-Лівадія, вересень 2004 р.);
- науково-практичні конференції професорсько-викладацького складу ТДМУ “Кредитна система України в постстабілізаційний період” (м. Тернопіль, 19-20 квітня 2005-2006 рр.);

- III Міжнародна науково-практична конференція молодих вчених “Економічний і соціальний розвиток України в XXI столітті: національна ідентичність та тенденції глобалізації”(м. Тернопіль, 23-24 лютого 2006 р.).

Публікації. Основні положення та найважливіші результати дисертаційного дослідження викладено у 21 науковій публікації. У тому числі 9 публікацій – у наукових фахових виданнях (3,53 друк. арк.), 12 – в інших виданнях (4,55 друк. арк.). Загальний обсяг публікацій становить 9,09 друк. арк. (особисто здобувачеві належить 8,08 друк. арк.).

Структура та обсяг дисертації. Дисертаційна робота складається зі вступу, трьох розділів, списку використаних джерел та додатків. Загальний обсяг роботи становить ____ сторінок, що включає ____ таблиць на ____ сторінках, ____ рисунків на ____ сторінках, ____

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИКО-ЕКОНОМІЧНІ ЗАСАДИ СИСТЕМИ ВАЛЮТНОГО РЕГУЛЮВАННЯ

1.1. Валютна політика держави та роль центрального банку в її реалізації

Розбудова повноцінного валютного ринку в нашій державі та його ефективне регулювання є необхідною умовою формування відкритої ринкової економіки з усіма необхідними засобами стимулювання роботи суб'єктів господарювання у зовнішньоекономічній сфері. Важлива роль у цьому процесі належить механізму розроблення та ефективного реалізації центральним банком повноцінної валютної політики, що охоплює всі необхідні інструменти впливу на валютні відносини і є одним із найважливіших елементів у загальній системі заходів щодо підтримання макроекономічної і фінансової стабільності та стимулювання економічного зростання.

Економічні, політичні та культурні зв'язки між різними країнами опосередковуються рухом грошових коштів, пов'язаних з оплатою товарів і послуг, ввезенням і вивезенням капіталів. Цей рух коштів у міжнародних зв'язках є основою і визначає зміст валютних відносин. Адже глобалізація економічних процесів, поглиблення міжнародного поділу праці, формування світового ринку та інтегрування національних господарств у світову економічну систему визначають істотне зростання ролі валютних відносин, а відтак, і підвищують значення відповідних функцій держави з їх регулювання, що на практиці здійснюється у формі відповідної валютної політики.

На сьогодні в економічній літературі подаються різні визначення “валютної політики”:

– комплекс заходів, спрямованих на стимулювання зовнішньоекономічних позицій держави, перш за все, рівноваги платіжного балансу та стійкості курсу національної валюти [175, с. 107];

– сукупність усіх заходів, що здійснюються державою та центральним банком у сфері валютних відносин та грошового обігу, з кінцевою метою впливу

на економіку країни та купівельну спроможність національної валюти, тобто валютна політика – не ціль, а засіб проведення економічних реформ [144, с. 10];

– сукупність заходів у сфері економічних відносин відповідно до поточних і стратегічних цілей економічної політики держави [183, с. 394].

На наш погляд, таке тлумачення поняття валютної політики відповідає швидше поняттю грошово-кредитного регулювання. Проте, незважаючи на те, що валютна політика проводиться як складова частина державної економічної політики й виступає важливим інструментом механізму державного регулювання економіки, вона відіграє подвійну роль:

- як засіб координації міждержавних дій з метою спільних пошуків виходу з кризових ситуацій, послаблення протиріч, створення сприятливих валютних умов для міжнародних економічних відносин;

- як засіб посилення позицій держави у боротьбі за ринки збуту, джерела енергії і сировини, сфери вкладання капіталів тощо.

Саме зміст стратегічних завдань валютної політики визначає її як органічну складову економічної політики держави в цілому.

Стратегічними завданнями валютної політики є:

- 1) забезпечення стійкого економічного зростання;
- 2) підтримання стабільного рівня цін (низького рівня інфляції);
- 3) сприяння високому рівню зайнятості в національному господарстві (низький рівень безробіття);

- 4) забезпечення зовнішньоекономічної рівноваги (тобто рівноваги платіжного балансу країни).

Саме визначення валютної політики А.М.Мороза ми вважаємо таким, що розкриває багатогранність та визначає сутність цієї дефініції, а саме: “валютна політика – це сукупність здійснюваних державою економічних, організаційних та правових заходів у сфері валютних відносин з метою реалізації стратегічних завдань розвитку національної економіки” [231, с. 471].

Оскільки валютна політика – це комплекс заходів, що здійснюються у сфері міжнародних валютних та інших відносин як центральними банками, так і

органами державного управління, її реалізацією має передбачатися високий ступінь координації рішень усіх зацікавлених структур із метою забезпечення поточних (тактичних) та кінцевих (стратегічних) цілей економічної політики. При цьому необхідно коригувати проміжні (опосередковані) цілі, щоб забезпечити кінцеві: стабільність цін, високу зайнятість, економічне зростання та підтримку рівноваги платіжного балансу.

Напрями та форми валютної політики визначаються валютно-економічним становищем держав, еволюцією світового господарства, розстановкою сил на світовій арені, а також завданнями, що ставляться перед національною економікою. На різних історичних етапах на перший план висувуються конкретні завдання валютної політики: подолання валютної кризи та забезпечення валютної стабілізації; валютні обмеження; перехід до конвертованості валюти; лібералізація валютних операцій тощо. Валютна політика відображає принципи взаємовідносин держав: партнерство і розбіжності, що породжують дискримінацію більш слабших партнерів, в першу чергу країн, що розвиваються, втручання у внутрішні справи інших держав тощо. В умовах інтеграційних процесів, що відбуваються у світовому господарстві, в окремій країні не може бути абсолютно автономної валютної політики.

Юридично валютна політика визначається валютним законодавством, тобто сукупністю правових норм, що регулюють порядок здійснення операцій із валютними цінностями в країні та за її межами, а також валютними угодами – двосторонніми та багатосторонніми – між державами стосовно валютних проблем. Історичним попередником сучасних валютних угод був Латинський валютний союз (Latin Monetary Union) 1865 – 1926 рр., метою якого було встановлення єдиної грошової одиниці країн-членів, до того ж, монети однієї держави вважались законним платіжним засобом в інших країнах. Розквіт валютних союзів припадав на XIX століття і початок XX століття. Були створені крупні національні валютні союзи в Сполучених Штатах, Італії та Німеччині. За нової історії було створено три великих міжнародних валютних союзи, останнім з яких є Європейський валютний союз (додаток А).

У зв'язку з тим, що до суб'єктів валютної політики можна віднести усіх учасників валютних відносин, сам процес реалізації валютної політики відбувається на трьох основних рівнях:

- рівень приватних підприємств, організацій, національних та міжнародних банків, корпорацій, що володіють значними обсягами валютних коштів, беруть активну участь у валютних відносинах та формують власну валютну політику;

- національний (рівень валютної політики окремої держави). Її провідниками виступають Міністерство фінансів, центральний банк, органи валютного контролю, які розробляють валютну політику, що визначає особливості поведінки всіх інших суб'єктів валютних відносин;

- міждержавний рівень, на якому валютне регулювання як складова валютної політики відбувається на основі міжнародних угод у валютній сфері.

Найважливішим є процес формування та реалізації валютної політики на національному рівні, що здійснюється державою в особі центрального банку країни. При цьому здійснення центральним банком своїх функцій як головного органу монетарного регулювання економіки визначає тісний взаємозв'язок між його грошово-кредитною та валютною політикою. Цей взаємозв'язок, насамперед, визначається:

- по-перше, і валютна, і грошово-кредитна політика проводяться єдиним державним органом – центральним банком. Це створює належні організаційні можливості для координації зусиль його підрозділів у проведенні відповідних регулятивних заходів як на грошовому, так і на валютному ринку країни, дає змогу виробляти єдину стратегію і тактику дій щодо впливу на операції суб'єктів обох цих ринків;

- по-друге, стратегічні завдання валютної політики відповідають стратегічним цілям грошово-кредитної політики центрального банку (додаток Б), що вказує на підпорядкованість здійснюваних центральним банком країни регулятивних заходів єдиним стратегічним завданням державної економічної політики – насамперед, стабільність національних грошей, економічне зростання, висока зайнятість (додаток В);

по-третє, низку інструментів грошово-кредитної політики центральний банк використовує для реалізації завдань валютної політики. Наприклад, дисконтна (процентна) політика, операції на відкритому ринку, встановлення обов'язкових резервних вимог можуть використовуватися центральним банком для активного впливу на кон'юнктуру валютного ринку країни, а також, відповідно, на динаміку обмінного курсу національної валюти [231, с. 472].

Попри зазначені обставини, необхідно пам'ятати, що валютна політика є цілком самостійним напрямом діяльності центрального банку, а тому для її реалізації на рівні із загальними інструментами монетарної політики він використовує цілий ряд специфічних інструментів, спрямованих на регулювання саме валютного ринку (валютні інтервенції, девальвації і ревальвації, валютні обмеження, диверсифікація валютних резервів тощо).

Як правило, органом по розробці, координації та проведенню валютної політики у переважній більшості країн виступає центральний банк (рис. 1.1).

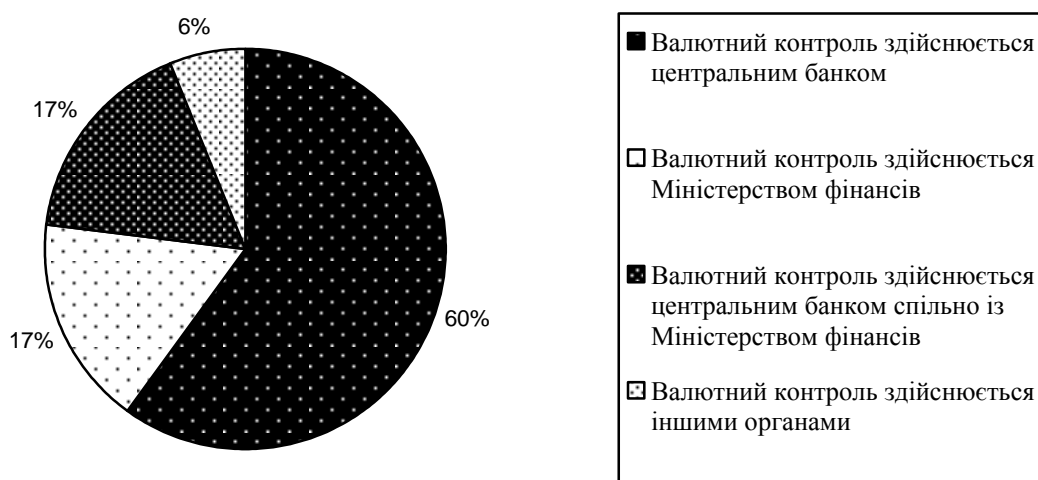


Рис.1.1. Інституційна структура основних органів валютного контролю країн-членів МВФ.

Провідна роль центрального банку у проведенні валютної політики та здійсненні валютного регулювання пов'язується з:

- умовами історичного характеру. Центральні банки забезпечували емісію банкноти розмінністю на золото, іноземні монети тощо і, відповідно, забезпечували конвертованість національної грошової одиниці;

- умовами економічного характеру. Центральний банк як офіційний представник держави у монетарній сфері має найбільше повноважень щодо регулювання грошового обігу та кредиту. Валютна складова монетарного регулювання не може бути відокремлена від загального регулювання грошового сектора, оскільки є його невід'ємною частиною. Основним завданням центрального банку є забезпечення стабільності національних грошей, яке, зокрема, опосередковується зовнішньою стабільністю національних грошей, а інструменти монетарного регулювання, включаючи інструменти управління золотовалютними резервами, знаходяться у розпорядженні центрального банку, то створення відокремленого органу регулювання валютних відносин є економічно недоцільним (крім того, й небезпечним);

- умовами юридичного характеру. Як правило, законодавство наділяє центральний банк повноваженнями щодо проведення валютної політики, враховуючи об'єктивні передумови функціонування центральних банків (історичні та економічні) [88, с. 201].

У компетенції центрального банку - виконання таких функцій:

- нагромадження та управління валютними резервами країни, здійснення операцій з їх розміщення;

- визначення сфери й порядку обігу на території країни іноземної валюти;

- визначення і регулювання курсу національної грошової одиниці відносно валют інших країн;

- встановлення правил і видача ліцензій комерційним банкам на здійснення ними банківських операцій з валютними цінностями тощо.

Окрім названих функцій, центральні банки представляють інтереси своєї держави у відносинах з центральними банками інших країн, у міжнародних банках та інших фінансово-кредитних організаціях.

Дослідження інституційної організації валютного регулювання і контролю в різних країнах світу (додаток Д) показує, що більшість країн віддають перевагу контролю з боку центрального банку: безпосередньо, спільно з міністерством фінансів або за його дорученням, а також через інші органи, яким вони делегують

цю функцію, валютний контроль здійснюється центральними банками у 109 країн, тобто у 77% випадків, коли валютний контроль існує взагалі. В Омані, наприклад, взагалі не існує окремого валютного законодавства і ці питання повністю регулюються Центральним банком Оману.

В інших країнах контрольні повноваження центральних банків окреслюються законом. Як головні органи валютного контролю центральні банки визначаються в усіх країнах колишнього СРСР. Лише в Естонії та Вірменії центральний банк здійснює ці функції спільно з Міністерством фінансів, а в Туркменистані – ще й з Валютним Комітетом (до того ж, використання валютних резервів контролюється значною мірою Президентом).

У третині випадків, коли законодавством головним органом валютного контролю визначається міністерство фінансів, воно делегує ці функції центральним банкам (чи установам, що замінюють його). Така ситуація існує, наприклад, у Бутані, де ці функції виконує Королівська Валютна Адміністрація (Royal Monetary Authority).

Характерно, що й у більшості країн, в яких взагалі не існує валютного контролю, свого часу головним органом такого контролю був центральний банк. В окремих випадках він залишається таким органом і в сучасних умовах, не виконуючи лише функцій валютного контролера у зв'язку з відсутністю закону про валютне регулювання (Катар) або припиненням його дії чи скасуванням валютних обмежень (Велика Британія, Нігерія). Хоча, наприклад, у Брунеї, у ролі такого “сплячого” контролера виступає Міністерство фінансів. А в тій же Нігерії, у випадку необхідності, саме Міністерство фінансів повинне формулювати політику валютного контролю, яку центральний банк лише реалізовуватиме.

У більшості країн центральний банк є провідником державної валютної політики, проте, в Італії, Естонії, Литві, а також у Гонконгу і Сінгапурі валютну політику розробляють і реалізують поряд з центральним банком спеціально створені відомства - валютні бюро (табл. 1.1) [175, с. 107].

З середини XIX до середини XX століття домінували валютні правління (бюро). Протягом усієї своєї історії валютні правління існували приблизно у

сімдесяти країнах, включаючи Індію, Ізраїль, Ірак, Єгипет і т.д. У 1920-1950 рр. деякі відносно розвинуті країни перетворили свої валютні правління у центральні банки. Цими країнами були Аргентина, Ірландія, Філіппіни, Цейлон та Бірма. Їх керівництво дотримувалось постулатів тодішньої економічної теорії, яка стверджувала, що необхідним атрибутом незалежної держави є інститут центрального банку. Конференції Ліги націй, що відбулись у Брюсселі (1920 р.), Генуї (1922 р.) та Лондоні (1933 р.) прийняли декларації, згідно з якими центральні банки повинні бути засновані у всіх країнах, що розвиваються, де їх ще немає. Однак майже до середини 1950-х рр. лідером у грошово-кредитній сфері та основним конкурентом центрального банку залишалось валютне правління. Згодом відмова від валютного правління відбувалась швидше. У 1950-1960 рр. центральний банк ввели всі колишні британські колонії в Африці та Азії.

Таблиця 1.1 [134, с. 5]

Організація валютних бюро

Історія створення	Гонконг	Аргентина	Естонія	Литва	Болгарія	Боснія і Герцеговина
Період створення грошової влади	1935	1935	1990	1991	1991	1997
Назва грошової влади	Обмінний фонд	Центральний банк Аргентини	Банк Естонії	Банк Литви	Болгарський Національний банк	Центральний банк Боснії та Герцеговини
Період створення валютного бюро	1983	1991	1992	1994	1997	1997
Офіційна причина введення валютного бюро	Відновлення довіри до грошової влади	Макро-економічна стабілізація	Макро-економічна стабілізація	Макро-економічна стабілізація	Макро-економічна стабілізація	Післявоєнна реорганізація
Попередній валютний режим	Плаваючий валютний курс	Плаваючий валютний курс	Участь у рубльовій валютній зоні	Плаваючий валютний курс	Плаваючий валютний курс	Змішаний режим

Причиною зниження популярності валютного правління було те, що всередині ХХ ст. панувала думка, що центральний банк є передовою, навіть модною системою, ніж валютне правління. Крім того, хронічна слабкість фунта стерлінгів у період Бреттон-Вудської системи та дефіцит інвестицій у

британських колоніях змушували відмовлятися від валютного правління на користь центрального банку. Можливості інфляційного фінансування бюджету та використання резервів валютних правлінь у своїх цілях зманювали місцевих політиків. Здійснити їх задуми можна було лише за допомогою центрального банку. Саме дискреційна грошово-кредитна політика центрального банку, за яку його так часто критикують, та вдалий баланс між гнучкістю та стабільністю були основною зброєю в конкурентній боротьбі з іншими емісійними інститутами.

Необхідною умовою успішного проведення валютної політики є її зв'язок не лише з грошово-кредитною політикою центрального банку, а й із тими цілями та завданнями, які ставляться перед економічною політикою держави загалом і, насамперед, її бюджетною, податковою та зовнішньоекономічною політикою, що передбачають особливості акумулювання, перерозподілу та пропозиції значної маси грошових ресурсів у національній економіці (додаток Е). Усе це безпосередньо позначається і на стані валютних відносин.

Основною метою грошово-кредитної та валютної політики, як правило, є стабільний рівень цін та стабільність грошової одиниці.

Передусім слід визначитися зі змістом поняття цінової стабільності та стабільності грошової одиниці. Зрозуміло, що вони є відносними (динамічними) величинами, адже абсолютної стабільності не існує. Можна виділяти лише певні параметри змін, які визначають межі стабільності однієї економічної величини залежно від інших економічних змінних.

Стосовно цінової стабільності, то найчастіше в економічній літературі подаються такі її визначення:

- утримання зростання внутрішніх цін на певному рівні;
- запобігання значній інфляції чи дефляції [267];
- підтримання зростання загального рівня цін на допустимому рівні [266];
- зниження і закріплення інфляційних процесів на прийнятному рівні [77];
- стабільність інфляційних очікувань [259];
- середовище, в якому економічні агенти можуть приймати економічні рішення без урахування коливань загального цінового рівня [256];

– щорічне збільшення гармонізованого індексу споживчих цін не більш як на 2% (для зони євро).

Відповідно до Закону “Про Національний банк України” цінова стабільність трактується як утримання системи цін на певному рівні шляхом підтримки стабільного курсу національної грошової одиниці [2].

Отже, у результаті узагальнення та переосмислення наявних визначень цінову стабільність можна трактувати як ситуацію, коли темпи зростання цін підтримуються на рівні, за якого вона набуває контрольованого характеру, і не враховуються при прийнятті економічних рішень.

Цінову стабільність у якості кінцевої мети грошово-кредитної політики обирають, перш за все, економічно розвинуті країни, зокрема, це стосується країн, де центральні банки таргетують інфляцію. Першими про цінову стабільність подбали влади Нової Зеландії (1990 р.) та Канади (1991р.), згодом до них приєднались Велика Британія, Фінляндія, Швеція, Австралія та Іспанія. У європейській системі центральних банків влада кожної країни обрала первинною ціллю своєї політики цінову стабільність. В Японії у 1998 р. законодавство про центральний банк було переглянуто, у результаті чого цінова стабільність була визначена як принцип валютного та грошово-кредитного регулювання (табл.1.2).

Сьогодні у законах про центральний банк країн, що розвиваються, та країн з перехідною економікою кінцевою метою зазначено “внутрішня та зовнішня стабільність національної грошової одиниці” – низька інфляція та стійкий валютний курс (додаток Є). Україна не є винятком – ст. 99 Конституції України встановлено особливий конституційно-правовий статус Національного банку України, а в якості його основної функції названо забезпечення стабільності грошової одиниці України. Відповідно до ст. 6 Закону “Про Національний банк України” на виконання своєї основної функції Національний банк сприяє дотриманню стабільності банківської системи, а також, у межах своїх повноважень, - цінової стабільності. Це пояснюється дією у сфері забезпечення цінової стабільності чинників, які перебувають поза межами монетарної політики НБУ і до яких належать: адміністративне регулювання цін з боку уряду, практика

монопольного ціноутворення, незавершеність структурних реформ, низька потужність фондового ринку, зовнішні та внутрішні цінові шоки.

Таблиця 1.2 [135, с. 6]

**Кінцеві цілі діяльності центральних банків країн “Великої сімки”
станом на січень 2006 р.**

Грошова влада	Цілі грошово-кредитної політики
ФРС США	Ефективне сприяння цілям максимальної зайнятості, стійких цін та помірних довгострокових процентних ставок
Банк Канади	Сприяння результатам економічної діяльності та покращенню стандарту життя канадців шляхом збереження низької, стійкої та передбачуваної інфляції
Банк Англії	1) Грошова стабільність (цінова стабільність та довіра до національної валюти) 2) Фінансова стабільність (виявлення та скорочення загроз фінансової системи в цілому)
Банк Франції	Забезпечення цінової стабільності (згідно з Маастрихтською угодою в межах єврозони)
Німецький Бундесбанк	Забезпечення цінової стабільності (згідно з Маастрихтською угодою в межах єврозони)
Банк Італії	Забезпечення цінової стабільності (згідно з Маастрихтською угодою в межах єврозони)
Банк Японії	Цілі: 1) емісія банкнот, а також валютне та грошово-кредитне регулювання; 2) забезпечення безперебійних розрахунків між банками та іншими фінансовими інститутами, сприяння впорядкованому функціонуванню фінансової системи. Принцип валютного та грошово-кредитного регулювання: валютне та грошово-кредитне регулювання повинні бути спрямовані на сприяння надійному розвитку національної економіки

На сьогодні в економічній літературі немає єдиного тлумачення поняття “стабільність грошової одиниці”. На думку одних вчених, стабільність грошової одиниці, яка є відносною величиною, передбачає внутрішню (цінову) та/або зовнішню стабільність (стабільність обмінного курсу) грошової одиниці; інші додають ще стабільність цін на кредитні ресурси (активи) (рис.1.2) [60, 77]. Деякі вчені визначають стабільність грошової одиниці як незмінність її курсу щодо резервної валюти (стабільність номінального курсу) або його таку динаміку, яка відповідає рівню внутрішньої інфляції (стабільність реального курсу) [147]. Стабільність грошової одиниці пояснюється також як досягнення низької інфляції та запобігання різких і непередбачуваних девальвації та ревальвації національної валюти [226].

Якщо метою грошово-кредитної і валютної політики є стабільність грошової одиниці, а остання включає в себе зазначені вище складові, то й у цілі монетарної політики входять ціни на товари і послуги, процентні ставки та обмінний курс національної валюти. Відповідно, монетарна політика впливає на процеси інфляції/дефляції, зниження/підвищення процентних ставок, девальвації/ревальвації (рис.1.3).

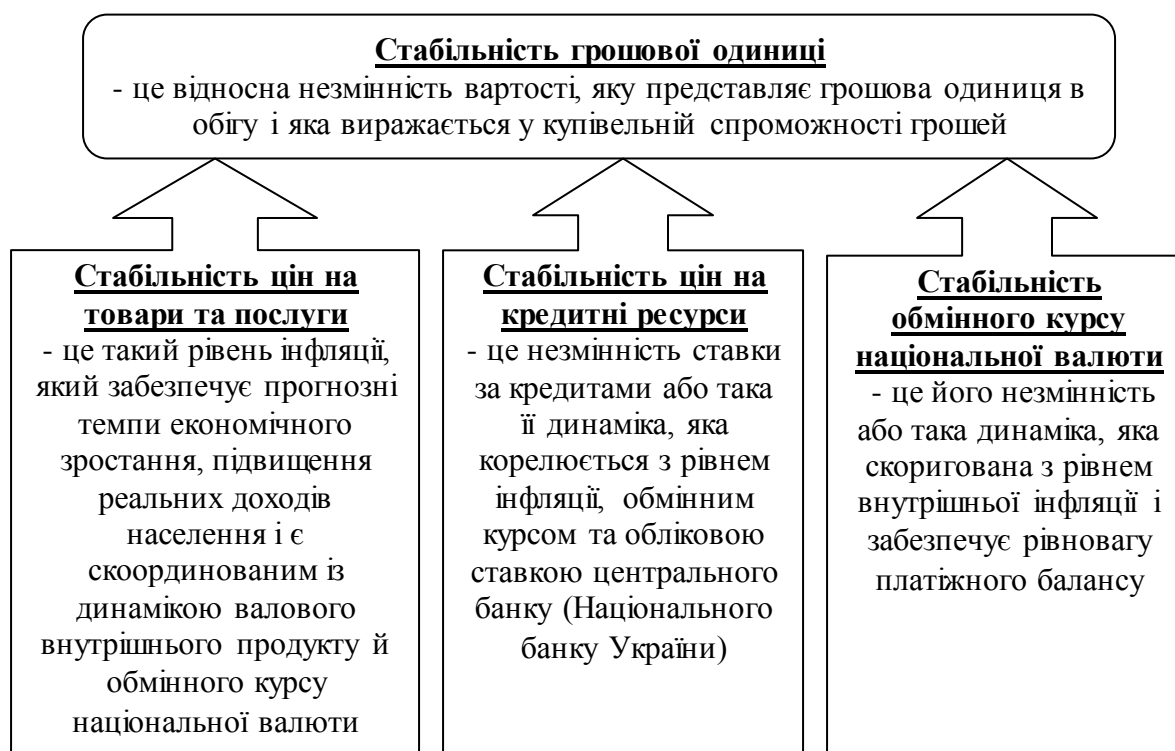


Рис.1.2. Складові поняття “стабільність грошової одиниці”.

Зазначені цілі певним чином співвідносяться з основними макроекономічними – ВВП, зайнятістю, інфляцією, до яких додають платіжний баланс і збалансованість державного бюджету. Наочно зв'язок між основними макроекономічними та грошово-кредитними показниками відображено на рис. 1.4.

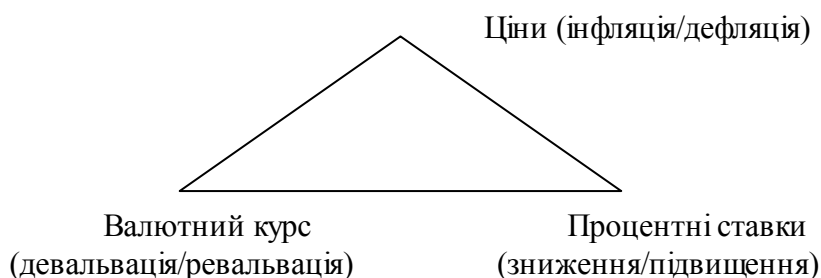


Рис.1.3. Основні цілі монетарної політики [60, с.20].

Цілі монетарної політики – це завдання, які ставляться органами монетарної влади та вирішуються монетарними методами [89, с. 48]. За часом дії розрізняють три групи цілей грошово-кредитної політики: стратегічні, проміжні, тактичні [19, 90, 231] (додаток Б); за межами дії – внутрішні та зовнішні.

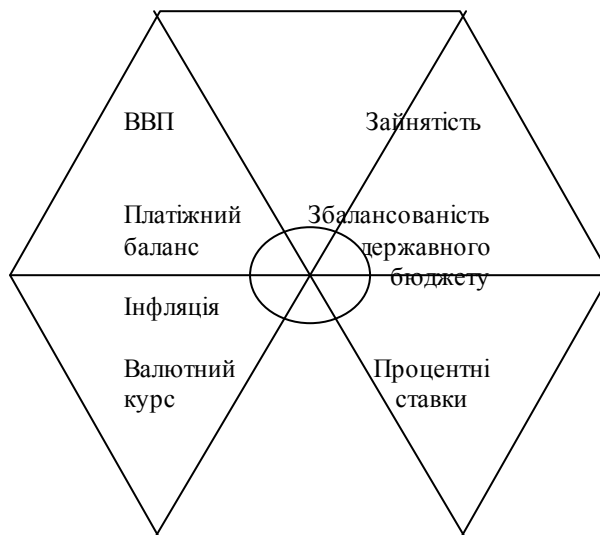


Рис. 1.4. Взаємозв'язок між основними макроекономічними та грошово-кредитними показниками [60, с. 21].

У зарубіжній та вітчизняній економічній літературі до стратегічних цілей монетарної політики відносять: забезпечення стабільності цін, високої (повної) зайнятості, зростання реального обсягу виробництва; досягнення рівноваги та стабільності торговельних і платіжних відносин країни з іншими державами; стабільність процентних ставок, стабільність цін на фінансових і валютних ринках, стабільність платіжного балансу; контроль з грошовою пропозицією та ліквідністю банківської системи.

На сучасному етапі серед науковців і практиків тривають дискусії щодо визначення основних цілей монетарної політики: на думку одних, ця політика повинна обмежуватися підтриманням стабільності (зовнішньої або внутрішньої) грошової одиниці; на переконання інших, вона має бути спрямована на досягнення цілі щодо рівня інфляції; з точки зору третіх, - повинна передбачати кілька цілей – як щодо інфляції, так і щодо економічного зростання, підвищення рівня зайнятості тощо [166].

Вибір основної мети монетарної політики значною мірою залежить від таких факторів:

- вплив конкретної економічної ситуації на вибір центральним банком цілі монетарної політики;
- необхідність узгодження стратегічних цілей монетарної та загальноекономічної політик;
- уникнення переобтяження монетарної політики цілями, які мають досягатися за допомогою інших видів соціально-економічної політики та шляхом впровадження певних загальнонаціональних заходів;
- несумісність і суперечливість окремих стратегічних цілей монетарної політики;
- неможливість одночасного досягнення всіх цілей за допомогою інструментів монетарної політики;
- складність оцінки досягнення центральним банком балансу між різноманітними цілями;
- рівень прозорості монетарної політики центрального банку.

Переважної більшості зазначених вище проблемних аспектів можна уникнути, визначаючи єдину основну мету монетарної політики.

Досягнення цілі грошово-кредитної політики називається “таргетування” (targeting). Воно включає три складових: публічне оголошення мети, застосування інструментарію грошово-кредитної політики та відповідальність за результати. Залежно від того, таргетування якої номінальної змінної здійснюється, монетарна політика проводиться в одному з можливих режимів. Центральний банк таргетує або валютний курс, або інфляцію, або грошовий агрегат.

Центральні банки країн, що розвиваються, можна поділити на дві групи: банки, що підтримують будь-який різновид фіксованого курсу, та банки, що таргетують інфляцію (додаток Є). У другій групі країни з більш розвинутою економікою, зокрема, Таїланд, Південна Корея, Мексика, Бразилія, ПАР, здатні проводити повно функціональне таргетування інфляції. Решта країн можуть дотримуватись лише полегшеного таргетування інфляції.

Країни, що в минулому належали до радянського політичного блоку, прагнуть до загальносвітової тенденції – переходу на інфляційне таргетування. Країни Центральної та Східної Європи, а також країни Балтії намагаються приєднатися до євро зони. Вони фіксують обмінні курси валют до євро, паралельно таргетуючи інфляцію, у результаті чого їх політику можна визначити як полегшене інфляційне таргетування (додаток Ж).

За оцінками центру МФПА, на 2005 р. інфляційне таргетування проводилось у 22 країнах (табл. 1.4). Приблизно 80% з них дотримувались незалежного плавання національної валюти, що можливо завдяки розвинутому фінансовому сектору та відносно малій залежності від зовнішньоекономічної кон'юнктури.

Таблиця 1.4[135]

Країни, в яких здійснюється інфляційне таргетування, станом на 2005 р.

Політика валютного курсу	Країна		
Горизонтальний валютний коридор	Угорщина		
Кероване плавання	Чеська Республіка	Гватемала**	Перу Таїланд
Незалежне плавання	Австралія Бразилія Канада Чилі Колумбія	Ісландія Ізраїль*,** Південна Корея Мексика Нова Зеландія Норвегія	Філіппіни Польща Південна Африка Швеція Туреччина Велика Британія

* Центральний банк дотримується більше ніж одного номінального якоря грошово-кредитної політики

** Грошово-кредитна політика, оголошена де-юре, відрізняється від політики, що проводиться де-факто

Головне місце в ієрархії цілей грошово-кредитної політики займають операційні (тактичні) цілі. Управління ними є першим етапом у довгому трансмісійному ланцюжку, який описує як центральний банк впливає на економіку. Володіючи монопольним правом на грошову емісію, центральний банк може регулювати або ціну, або кількість грошей. У першому випадку він управляє короткостроковими процентними ставками, а в другому – грошовою базою або її компонентами, такими як банківські резерви, чисті іноземні активи, внутрішній кредит.

Операційні цілі мають дві характеристики: період досягнення мети (горизонт таргетування) та кількісне значення мети (визначений цільовий рівень або діапазон можливих значень). Передумовою успішного використання процентної ставки у якості операційної мети є ефективний та ліквідний міжбанківський грошовий ринок. У період високої інфляції, а також у країнах з нерозвинутою фінансовою системою найкращою операційною ціллю є грошові агрегати.

Операційні цілі межують з двома рівнями ієрархії цілей грошово-кредитної політики: з одного боку, до них примикають індикативні змінні або проміжні цілі (валютний курс чи грошові агрегати), а з іншого – інструменти центрального банку (резервні вимоги, ставка рефінансування). Даний взаємозв'язок подано у додатку 3. Вибір операційних цілей задається режимом грошово-кредитної політики, а операційні цілі, у свою чергу, визначають застосування конкретних інструментів монетарної політики. Не всі інструменти однаково підходять для кількісного та цінового таргетування (табл. 1.5).

Таблиця 1.5 [136]

Інструменти монетарної політики при кількісному та ціновому таргетуванні

Інструмент політики	Цінове таргетування	Кількісне таргетування
Рефінансування	Активно використовується короткострокове кредитування	За винятком внутрішньоденних та добових кредитів не використовується
Операції на відкритому ринку	Аукціони з фіксованою процентною ставкою	Аукціони з фіксованим обсягом лотів
Валютні інтервенції	Використовуються при таргетуванні валютного курсу, при таргетуванні процентної ставки, слугують для згладжування її раптових коливань	Використовуються. Якщо валютний ринок більш розвинутий, аніж грошовий ринок
Обов'язкові резерви	Рідко використовуються для управління ліквідністю через усереднення резервів	Використовуються для стабілізації грошового мультиплікатора

В залежності, на якій операційній меті монетарна влада зробила свій вибір, та від ступеня розвинутості національної фінансової системи визначається необхідний набір інструментів. Тому, на нашу думку, сучасний підхід до інструментів та цілей монетарної політики репрезентує рис.1.5.

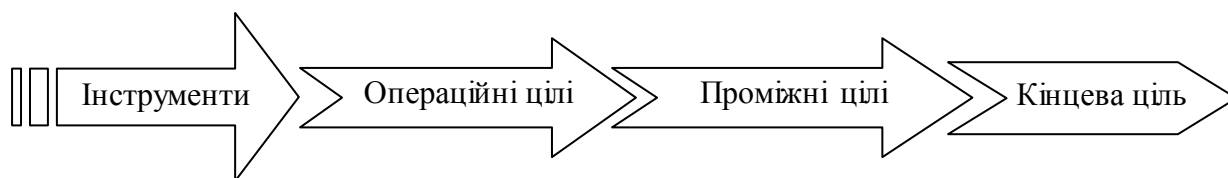


Рис.1.5. Загальні принципи здійснення монетарної політики.

Відповідно до грошово-політичних цілей центральний банк проводить поточну валютну політику та довгострокову або стратегічну (структурну) валютну політику.

Поточна валютна політика - це сукупність заходів, спрямованих на щоденне, оперативне регулювання валютного курсу, валютних операцій, функціонування валютного ринку та ринку золота, у тому числі за допомогою дисконтної та девізної політики, зокрема валютної інтервенції, валютних обмежень, валютного субсидування та диверсифікації валютних обмежень [128, с. 70]. Головним завданням поточної валютної політики є забезпечення нормального функціонування національної валютної системи, уникнення стійкого від'ємного сальдо платіжного балансу країни, узгодження інтересів як експортерів, так й імпортерів.

Основними цілями проведення поточної валютної політики є:

- підвищення ефективності зовнішньоекономічних зв'язків через проведення політики курсоутворення;
- забезпечення стабільності у сфері обміну, що опосередковується використанням іноземної валюти;
- підвищення ліквідності національних грошей (це поняття не тотожне з міжнародною ліквідністю країни);
- підтримання збалансованості статей платіжного балансу.

Поточна валютна політика також передбачає:

- поточне регулювання системи валютних обмежень і системи економічних нормативів (зокрема проведення операцій на страховому ринку, фондовому та інших сегментах фінансового ринку);

- створення сприятливих умов для інвестування національної економіки;
- оперативне регулювання кон'юнктури валютного ринку за допомогою інтервенцій для зменшення спекулятивного тиску на валютний ринок;
- вдосконалення організаційно-правової структури валютного ринку;
- здійснення жорсткого контролю за операціями з переміщення капіталу резидентами й нерезидентами на валютному ринку;
- вдосконалення контролю за експортно-імпортними операціями;
- вдосконалення міждержавних розрахунків і опрацювання можливостей різноманітних форм інтеграції;
- вдосконалення механізму курсоутворення відповідно до структурних змін в економіці;
- проведення валютно-курсової політики, яка базується на цільових орієнтирах сфери грошово-кредитних відносин.

Поточна валютна політика здійснюється на основі щоденних операцій на валютному та фінансовому ринку, а також за допомогою застосування контролюючих та регламентуючих важелів впливу на сферу валютних операцій. Тобто, повсякденний рух валютних цінностей між учасниками економічних процесів є об'єктом регулятивного впливу поточної валютної політики держави. Важливим елементом проведення поточної валютної політики є таргетування валютного курсу. Центральний банк країни, яка щільно інтегрована у світогосподарські зв'язки і, крім того, має значну питому вагу експорту та імпорту у ВВП, може розглядати рівень зовнішньої купівельної спроможності національних грошей (валютний курс) як проміжний орієнтир монетарної політики. Це означатиме, що стан зовнішнього сектора економіки є як джерелом, так і об'єктом впливу на вектор монетарної політики. Коливання зовнішньої купівельної спроможності національних грошей багато в чому впливають на стан не тільки реального, але й фінансового сектора. Крім того, валютний ринок відображає ту активність кредитних інститутів, яка не пов'язана з кредитуванням економіки. Тобто, надлишкова ліквідність банківської системи спрямовується на

валютні спекуляції, які можуть дестабілізувати платіжний баланс країни. Тому центральні банки часто вибирають за один з проміжних орієнтирів валютний курс, намагаючись нівелювати вплив на нього тих процесів, що не пов'язані з тенденціями світової економіки чи тенденціями у реальному секторі національного господарства. Якщо центральний банк передбачає високу ймовірність впливу на валютний курс суто монетарних чинників, то використання інструментів грошово-кредитного регулювання спрямовується на те, щоб вивільнити його зі сфери впливу цих негативних тенденцій.

Водночас спроби таргетувати рівень валютного курсу є складним процесом особливо для малих відкритих економік, для яких більшість макроекономічних параметрів є екзогенними. Крім того, зважаючи на різну ситуацію у банківському секторі та на фінансових ринках, корелятивність зв'язку між приростом грошової маси та динамікою валютного курсу важко визначити наперед. Через це центральний банк втрачає "точки відліку" своїх монетарних рішень, і грошово-кредитна політика втрачає характер довгострокового націлювання.

Заходи щодо грошово-кредитного регулювання економіки мають в такому разі пов'язуватись із тенденціями розвитку зовнішнього сектора економіки. Крім того, центральний банк може застосовувати весь арсенал інструментів грошово-кредитної політики з метою досягнення бажаних пропорцій у вартості валют. Оскільки курсова динаміка є об'єктом впливу не тільки тенденцій розвитку зовнішнього сектора економіки, а й монетарних чинників всередині країни, то проведення грошово-кредитної політики центрального банку має ґрунтуватись на підтриманні зовнішньої та внутрішньої макроекономічної рівноваги.

Стратегічна або структурна валютна політика охоплює досить тривалий період та передбачає проведення довгострокових заходів структурного характеру щодо послідовної зміни валютного механізму, а саме: реструктуризацію платіжного балансу країни, зміни у сфері розрахунків в іноземній валюті, запровадження конвертованості валюти тощо. До довгострокової валютної політики включають політику щодо участі у міжнародних організаціях валютно-фінансового співробітництва, оскільки членство країни у цих організаціях

вимагає прийняття певних зобов'язань щодо вектора та характеру валютної політики. Важливим критерієм відмінності структурної валютної політики від поточної є реформістський характер заходів у довгостроковій перспективі, що спрямовуються на заміну чи реновацію ключових компонентів валютної системи. До них відносять: порядок міжнародних розрахунків, режим валютних курсів, політику щодо золотовалютних резервів, режим конвертованості валют, участь у міжнародних організаціях тощо. Об'єктивними факторами структурної політики є посилення економічної взаємозалежності національних господарств, зміни їх місця і ролі у світогосподарських відносинах, сталість інтересів їх суб'єктів. Довгострокова валютна політика як сукупність заходів, спрямованих на здійснення тривалих структурних змін у світовій валютній системі, у свою чергу, впливає на поточну політику.

Незважаючи на те, що валютна політика є невід'ємною складовою економічної політики держави загалом, вона має і цілий ряд своїх специфічних завдань, котрі визначають її роль саме у регулюванні валютної сфери економічних відносин. Такими специфічними завданнями валютної політики є:

- забезпечення стабільного функціонування внутрішнього валютного ринку країни і недопущення кризових та спекулятивних явищ;
- сприяння нормальній організації грошового обігу в країні для забезпечення товарообмінних операцій у зовнішньоекономічній сфері;
- створення адекватних правових умов організації валютних відносин для розвитку зовнішньоекономічної діяльності суб'єктів господарювання і припливу іноземних інвестицій;
- підтримання стабільного рівня обмінного курсу національної валюти на грошовому ринку й забезпечення належної купівельної спроможності національної грошової одиниці;
- оперативне регулювання сальдо платіжного балансу для своєчасного погашення зовнішньої заборгованості;

▪ лібералізація або обмеження можливостей суб'єктів господарювання у здійсненні валютних операцій залежно від загальних цілей економічної політики держави [231, с. 471].

На практиці зміст валютної політики держави може змінюватися історично залежно від типу економіки, рівня розвитку національного господарства, а також еволюції світової валютної системи. Саме розвиток останньої визначає загальні організаційні засади реалізації валютної політики у кожній країні. На національному рівні валютна політика юридично оформляється у вигляді певного валютного законодавства, тобто у сукупності правових норм, котрі регламентують порядок здійснення операцій з валютними цінностями в країні. Проте на міжнародному рівні мова може йти лише про міждержавні валютні угоди, що визначають міжнародні правові аспекти організації валютних операцій. Сукупність таких угод у кожен конкретний історичний період і утворює структуру світової валютної системи, а відтак, й зміст відповідної валютної політики.

Це означає, що розвиток світової валютної системи відображає і розвиток валютної політики, динаміку її цілей та елементів. Даний розвиток умовно поділяється на чотири основні етапи:

1. Паризька валютна система (1867—1914 рр.) передбачала функціонування золота як єдиного законного платіжного засобу у міжнародних розрахунках, що являло собою систему золотомонетного стандарту.

2. Генуезька валютна система (1922—1929 рр.) базувалася на золотодевізному і золотозливковому стандартах.

3. Бреттон-Вудська валютна система (1944—1972 рр.) являла собою систему міждержавного золотодевізного (насправді золотодоларового) стандарту, метою якої було забезпечити стабільність обмінних курсів та конвертованість національних валют.

4. Ямайська валютна система (з 1976 р.) являє собою багатовалютний стандарт, заснований на вільному виборі країнами-членами МВФ режимів валютних курсів. Головним результатом Ямайської угоди слід вважати те, що

національна валютна політика відтепер уже не повинна обмежуватися жодними міжнародними правилами про валютні курси.

Отже, зміст основних принципів функціонування світової валютної системи, сформованої у процесі міждержавних переговорів шляхом укладання відповідних міжнародних угод, визначених структурною валютною політикою, має безпосередній вплив на загальну спрямованість і можливості практичної реалізації поточної валютної політики кожної країни, визначаючи її можливості щодо вибору механізмів курсоутворення, управління золотовалютними резервами, регулювання платіжного балансу та операцій на валютному ринку. Втім, саме поточна валютна політика з її впливом на валютний ринок країни має особливе значення для ефективної організації зовнішньоекономічної діяльності та досягнення стратегічних цілей розвитку національної економіки (насамперед стратегічних завдань монетарної політики центрального банку) шляхом регулювання валютних відносин.

Досягнення зазначених завдань забезпечується через дві ключові форми практичної реалізації валютної політики, якими є валютне регулювання та валютний контроль [231, с. 476].

Проте у працях деяких українських та зарубіжних вчених можна зустріти більш детальне виділення складових компонентів системи регулювання центральним банком валютної сфери [90, 175], а саме:

- регулювання валютного курсу (що стосується механізму встановлення курсових співвідношень, визначення режиму валютного курсу, застосування інструментів для підтримання валютного курсу);
- управління валютними резервами (що включає формування, витрачання, реструктуризацію);
- валютне регулювання та контроль;
- міжнародне валютно-фінансове співробітництво.

1.2. Валютне регулювання в системі державного регулювання економіки

Спільністю підходів вчених до валютної політики є те, що саме на її основі держава визначає своє відношення до валютного регулювання і його виділення як важливого елемента валютної політики [121, с.178].

Досліджуючи питання валютного регулювання, вважаємо за необхідне уточнити сутність такої категорії як “регулювання”. Цей термін походить від латинського “regulare” – “правило” і означає “підпорядковувати певному порядку” [239, с. 37]. Ринкова економіка ґрунтується, насамперед, на саморегульованій системі ринкових відносин. Проте, як зазначає професор С.Мочерний “внаслідок неспроможності ринкової економіки розв’язувати ряд макроекономічних проблем, які вона сама породила (рівномірно розвивати регіони країни, долати кризи, безробіття, монополістичні тенденції в економіці, забезпечити соціальний захист населення тощо), зростає роль державного регулювання, яке здійснюється за допомогою економічних, правових та адміністративних підойм. Стає зрозумілим, що без активної регулюючої ролі держави неможливе саме існування економічної системи...” [141, с. 19].

Необхідність державного регулювання ринкової економіки впливає з об’єктивно притаманних державі економічних функцій. В умовах існування різних форм власності роль державного регулювання полягає, з одного боку, у забезпеченні юридичного механізму реалізації форм власності, а з іншого – у спрямовуючому впливі на ринкові параметри, що забезпечують організацію функціонування економічної системи як єдиного цілого.

Під державним регулюванням економіки розуміється одна із функцій державного управління, основний зміст якої полягає у встановленні і забезпеченні загальних правил поведінки суб’єктів суспільних відносин і коректуванні їх залежно від певних умов. Дана функція охоплює в себе також всебічний контроль за виконанням вимог, що містяться в нормах права і регулюють певні суспільні відносини; координацію та встановлення загального напрямку діяльності учасників відповідних відносин; захист їх законних інтересів і прав; визначення і

нормативне закріплення пріоритетів державної політики у сфері економіки; встановлення порядку заключення державних контрактів, порядку реєстрації, ліцензування тощо [63].

Світовий досвід країн з розвинутою ринковою економікою свідчить, що в умовах реформування економіки, у кризових ситуаціях роль держави зростає, а в умовах стабільності та пожвавлення – знижується, проте, ніколи не зупиняється. У всіх випадках держава повинна дотримуватися основного правила – таким чином впливати на підприємницьку, інвестиційну, банківську діяльність та економіку в цілому, щоб не зруйнувати ринкові засади та не допустити кризових явищ. Тобто, це втручання, на нашу думку, має бути продуманим і цілеспрямованим. При цьому ступінь участі держави залежить від моделі економічної системи, які різняться за ступенем і засобами державного регулювання економіки.

З огляду на предмет дисертаційного дослідження, особливу увагу потрібно зосередити на трактуванні поняття “валютне регулювання”, оскільки у спеціальній літературі немає єдиного підходу до його визначення.

На думку М. Пебро, регулювання валютних відносин – регулювання відносин між суб’єктами валютних відносин з приводу операцій, що здійснюються ними [121].

І. Платонова визначає валютне регулювання як комплекс заходів (законодавчих, адміністративних, економічних та організаційних), що є частиною валютної політики держави, спрямованої на встановлення порядку проведення операцій з валютними цінностями та входження країни у світовий валютний ринок [51].

Б. Райзберг розглядає валютне регулювання як діяльність державних органів щодо управління обігом валюти, контролю за валютними операціями, впливу на валютний курс національної валюти, обмеженню використання іноземної валюти.

Щодо українських економістів, то В.А. Ющенко пропонує таке визначення поняття “валютне регулювання” – “це регламентація державою та уповноважених

нею органів міжнародних розрахунків і порядку проведення валютних операцій” [244, с. 79].

На думку А.М.Мороза, валютне регулювання – це діяльність держави в особі уповноважених нею органів, що передбачає проведення законодавчих, економічних та організаційних заходів, котрі визначають порядок здійснення операцій з валютними цінностями на території країни [231, с. 476].

Визначення поняття “валютне регулювання” в економічній літературі, на нашу думку, не розглядається як системне утворення, яке має мету, згідно з якою формулюються завдання; механізм реалізації, що включає як інституціональний (організаційний), так і інструментарний (функціональний) аспекти; і також складовою якого є елементи контролю за процесом досягнення поставленої цілі.

Тому, на нашу думку, валютне регулювання – це система законодавчих, адміністративних, економічних та організаційних заходів, котрі визначають порядок здійснення операцій з валютними цінностями державними органами влади на території країни, спрямованої на забезпечення економічного зростання.

У вузькому розумінні валютне регулювання – це сукупність нормативних документів, встановлених органами валютного регулювання у законодавчому та адміністративному порядку, спрямованих на регулювання потоків капіталу в країну з країни, а також валютних операцій, що здійснюються в межах держави, з метою підтримання стабільного курсу національної грошової одиниці, стабільного рівня валютних резервів і збалансування міжнародних платежів. У більш широкому розумінні валютне регулювання означає частину макроекономічної політики держави, яка стосується сфери валютно-фінансових зв'язків резидентів окремої держави та саму державу.

Валютне регулювання є одним із методів макроекономічного регулювання, що являє собою процес використання різних методів для досягнення бажаного результату.

Звернемося до довідкових видань та визначимо дефініції “інструмент” і “метод” регулювання.

“Інструмент (від лат. instrumentum – знаряддя) – знаряддя людської праці або виконавчий механізм машини. Інструментом називаються також прилади, пристрої, що застосовуються в науці і техніці для виміру та інших операцій, в медицині, ветеринарії тощо”.

“Метод (грец. methodos - шлях вивчення або пізнання, теорія, вчення) – сукупність прийомів або операцій практичного або теоретичного освоєння дійсності для вирішення конкретних завдань. У якості методу може виступати система операцій при роботі на окремому обладнанні, прийоми наукового дослідження та викладу матеріалу”.

Таким чином, підсумовуючи вищенаведені поняття, можна дійти до висновку, що метод – це чітко визначений та складений алгоритм впливу на навколишню дійсність, а інструмент – знаряддя, механізм, шляхом якого здійснюється даний вплив.

Макроекономічне регулювання в Україні здійснюється урядом та Національним банком України.

Очевидно, що існує нерозривний зв'язок між різними методами макроекономічного регулювання. Валютне регулювання є самостійним методом державного регулювання економіки, поряд з грошово-кредитним, податково-бюджетним та зовнішньоторговим регулюванням. Валютне регулювання, з одного боку, залежить від грошово-кредитного регулювання, оскільки валюта – це гроші, що використовуються у міжнародних економічних відносинах. З іншого боку, валютне регулювання прямо впливає на зовнішню торгівлю, а зовнішньоторгове регулювання впливає на валютні відносини. Крім того, існує велика залежність внутрішнього та зовнішнього балансів держави.

Як частина загальноекономічного регулювання валютне регулювання у його широкому розумінні здійснюється у двох формах: у вигляді прямого та непрямого (опосередкованого) впливу на валютно-фінансову сферу. Пряме валютне регулювання представляє сукупність законодавчих та нормативно-правових актів, а також адміністративних дій органів державної влади, що визначають порядок проведення операцій з валютними цінностями. Непряме (опосередковане)

валютне регулювання передбачає використання економічних важелів впливу на поведінку суб'єктів валютного ринку шляхом створення у них економічної зацікавленості у проведенні тих чи інших валютних операцій.

Валютне регулювання передбачає встановлення державою інструментів, видів, форм здійснення операцій з іноземною валютою, порядок їх проведення. Воно інтегроване у систему державного регулювання і, поряд з іншими його заходами, повинно сприяти реалізації пріоритетних напрямів економічної політики держави. Процес валютного регулювання, на нашу думку, можна подати у вигляді послідовності певних етапів (рис. 1.6).



Рис.1.6. Процес валютного регулювання

Валютне регулювання з боку держави є об'єктивною економічною необхідністю, яка зумовлена міжнародною економічною інтеграцією держави до світового співтовариства та пов'язана з міжнародною кооперацією виробництва і розширенням міжнародної торгівлі, що спричинило вихід процесу концентрації та централізації капіталу за межі національних кордонів.

За своєю сутністю валютне регулювання виступає у якості важливої ланки взаємозв'язку національної економіки із світовою. Система валютного регулювання відіграє важливу роль у реалізації політики оптимальної участі будь-якої країни у міжнародному поділі праці. Заходи валютного регулювання безпосередньо пов'язані із забезпеченням економічної безпеки держави, з їх допомогою створюються умови для підтримання стабільності національної валюти та збалансованості платіжного балансу.

Валютне регулювання забезпечує підтримання стабільної купівельної спроможності національної валюти відносно товарів та послуг, що обертаються

на внутрішньому та світовому ринку, та виступає у якості важливого інструменту забезпечення стабільного економічного зростання.

Заходи валютного регулювання можуть стати ключовими при проведенні політики дерегулювання на макроекономічному рівні.

З огляду на вище викладене, можна зробити висновок, що в основі побудови системи валютного регулювання повинні лежати такі принципи:

1. Єдність і цілісність системи валютного регулювання, що забезпечується єдиною правовою базою, єдиним порядком здійснення валютних операцій та єдиним регулювання валютних відносин.

2. Відносна стабільність, тобто забезпечення певної стійкості елементів системи валютного регулювання, наприклад, встановлення валютних обмежень і порядку здійснення валютних операцій.

3. Гнучкість валютного регулювання, що означає встановлення коригування цієї системи залежно від стану внутрішнього валютного ринку, загального макроекономічного стану держави і тенденцій розвитку світового валютного ринку.

4. Ефективність – це означає, що встановлення основних елементів системи валютного регулювання має впливати на економічну політику держави та забезпечити необхідний рівень валютних резервів країни та підтримку рівноваги платіжного балансу.

5. Стимулювання валютної стабільності, забезпечення механізму валютного регулювання у відносинах між державами з метою створення єдиного валютного простору, що забезпечує вільний обмін товарами, послугами та капіталом.

Валютне законодавство визначає основні завдання здійснення валютного регулювання, до яких слід віднести:

- формування і розвиток внутрішнього валютного ринку;
- визначення сфери застосування іноземної валюти в країні;
- регламентацію порядку здійснення операцій з валютними цінностями на внутрішньому валютному ринку та з міжнародних розрахунків;

- визначення повноважень і функцій органів валютного регулювання;
- регулювання процесів утворення й руху валютного капіталу та встановлення режиму здійснення іноземних інвестицій;
- встановлення порядку переміщення валютних цінностей за межі держави або на її територію з-за кордону;
- підтримання стабільного курсу національної валюти та національного платіжного балансу.

У літературних джерелах виділяють три рівні валютного регулювання: національний, міждержавний та регіональний [128, с.68]. Основними елементами національного валютного регулювання є:

- регламентація операцій з валютними цінностями;
- введення інституту уповноважених банків;
- регламентація використання іноземної валюти у розрахунках між резидентами на території країни;
- регулювання розміру залишку валюти на рахунках в іноземних банках;
- введення режиму використання частини валютної виручки тощо.

Метою валютного регулювання на міждержавному рівні є координація валютної політики окремих країн у виробленні та здійсненні спільних заходів щодо подолання валютних криз, в узгодженні валютної політики провідних країн відносно інших країн. Розвиток та використання міждержавного валютного регулювання зумовлене низкою причин:

- 1) посиленням взаємозалежності національних економік, включаючи валютні, кредитні та фінансові відносини;
- 2) зміною співвідношення між ринковим та державним регулюванням на користь ринку в умовах лібералізації господарських відносин;
- 3) зміною розташування сил на світовій арені;
- 4) великими масштабами світових валютних, кредитних, фінансових ринків, які характеризуються нестабільністю у зв'язку із різкими коливаннями плаваючих валютних курсів, процентних ставок, періодичними нафтовими кризами тощо.

Валютне регулювання на регіональному рівні здійснюється в межах економічних інтеграційних об'єднань, наприклад, Європейського союзу.

Проте, ми пропонуємо, залежно від сфери здійснення валютного регулювання, виділяти лише два рівні валютного регулювання: міжнародний та внутрішній державний.

Міжнародне валютне регулювання здійснюють міжнародні фінансово-кредитні організації з метою створення єдиного валютного простору, що забезпечує вільний обмін товарами, послугами, капіталом у світовому економічному просторі.

Внутрішнє державне валютне регулювання має на меті встановлення контролю з боку держави за зовнішніми та внутрішніми валютними потоками, а також за станом на внутрішньому валютному ринку для підтримки рівноваги платіжного балансу та стійкості національної валюти.

Огляд літературних джерел, оцінка різних поглядів на організацію системи валютного регулювання, проведені в процесі дисертаційного дослідження, дозволили нам звести її до такої схеми (додаток II).

Процес регулювання валютних відносин має економічну природу (в його основі лежать об'єктивно обумовлені економічні процеси) та виступає у будь-якій державі у правовій формі.

Існуюча система нормативно-правових актів є юридичним механізмом регулювання валютних відносин і має подвійне призначення. По-перше, він виконує статичну функцію, закріплюючи вже існуючий комплекс валютних відносин; по-друге, йому притаманна динамічна функція, яка виражається у тому, що створюються передумови для подальшого розвитку і трансформації даного комплексу, тобто можливість його еволюціонування та зміни. Слід зазначити, що поза межами існуючої системи нормативно-правових актів неможливо вести мову про механізм регулювання валютних відносин у будь-якій державі. У науковій літературі вищезгадана система отримала назву “валютне законодавство”.

Валютне законодавство служить правовою основою організації системи валютного регулювання, метою якого є забезпечення єдиної державної валютної

політики, стабільності національної грошової одиниці та стійкості внутрішнього валютного ринку як чинників прогресивного розвитку національної економіки і міжнародного економічного співробітництва.

До сфери дії валютного законодавства належать:

а) правові основи та принципи валютного регулювання і валютного контролю в країні;

б) права та обов'язки резидентів і нерезидентів щодо володіння, користування та розпорядження валютними цінностями;

в) повноваження органів валютного регулювання;

г) права й обов'язки органів і агентів валютного контролю.

У радянській період у зв'язку із нерозвинутістю національного валютного законодавства валютні питання були предметом дослідження спеціалістів міжнародного публічного та міжнародного приватного права. Однак уже в 50-60-ті рр. XX ст. у юридичній спільності розпочалась активна дискусія про місце валютно-правових норм у системі права. У її процесі сформувалися дві основні позиції: одна група вчених (Є.А.Ровінський, В.І.Лісовський, А.Т.Назаренко) відзначала домінуючий характер міжнародно-правових норм у регулюванні валютних відносин і, відповідно, розглядала валютне право як інститут у межах міжнародного фінансового права [112, с.134-140, 177-179]. Інша група (А.Б.Альтшулер, Л.І.Фрей, Л.Б.Волоков), акцентуючи увагу на необхідності комплексного міжгалузевого регулювання питань "валютного обігу" та валютного регулювання, обмежувалася визнанням наявності лише валютного законодавства як комплексної галузі законодавства - валютного права. Цей термін вживається у широкому розумінні та охоплює не лише закони, але й інші підзаконні акти нормативного характеру (постанови уряду, укази Президента, інструкції центрального банку тощо).

З юридичної точки зору, валютне регулювання (дане поняття слід відрізнити від валютно-правового регулювання як однієї із форм правового регулювання суспільних відносин) - це комплекс правотворчих заходів, що здійснюються

компетентними державними органами, і спрямовані на формування нормативної бази регулювання валютних відносин [71, с. 64].

Валютно-правове регулювання здійснюється на двох рівнях: нормативному та індивідуальному. Нормативне регулювання здійснюється шляхом укладання міжнародних угод та виданням нормативних актів у сфері валютних відносин. Індивідуальне регулювання використовується як засіб впливу на поведінку учасників валютних правовідносин, тобто шляхом застосування правових норм до певних обставин, які призводять до виникнення зміни і припинення конкретних валютних правовідносин.

З огляду на особливу владно-майнову природу валютних відносин, що визначається розробленою державою моделлю функціонування національного валютного ринку України, формами участі резидентів в іноземних та міжнародних валютних ринках, участь в яких дозволяється законодавством України, для фінансово-правового регулювання характерне застосування імперативних приписів, у межах яких законодавцем допускається можливість певної владної поведінки учасників цих суспільних зв'язків. Валютні відносини загалом регулюються за допомогою усіх трьох засобів правового регулювання (припису, дозволу і заборони).

Під механізмом валютного регулювання розуміють сукупність спеціальних інститутів, органів, осіб, що беруть участь у процесі відносин валютного регулювання (суб'єктивна складова), а також набір форм і методів їх діяльності (функціональна складова) [126, с. 198].

Механізм валютного регулювання можна подати за допомогою схеми (рис.1.7).

Як видно з рис. 1.7, до складу механізму валютного регулювання входять три структурних елементи:

1. Валютне законодавство, що приймається різними державними органами.
2. Валютні відносини, тобто відносини, що складаються між різними суб'єктами з приводу здійснення ними операцій із валютними цінностями.

3. Регулятивний вплив валютного законодавства на валютні відносини, що здійснюється за допомогою розпоряджень, заборон та інших методів, а також шляхом встановлення меж відповідальності у випадку їх порушення суб'єктами.

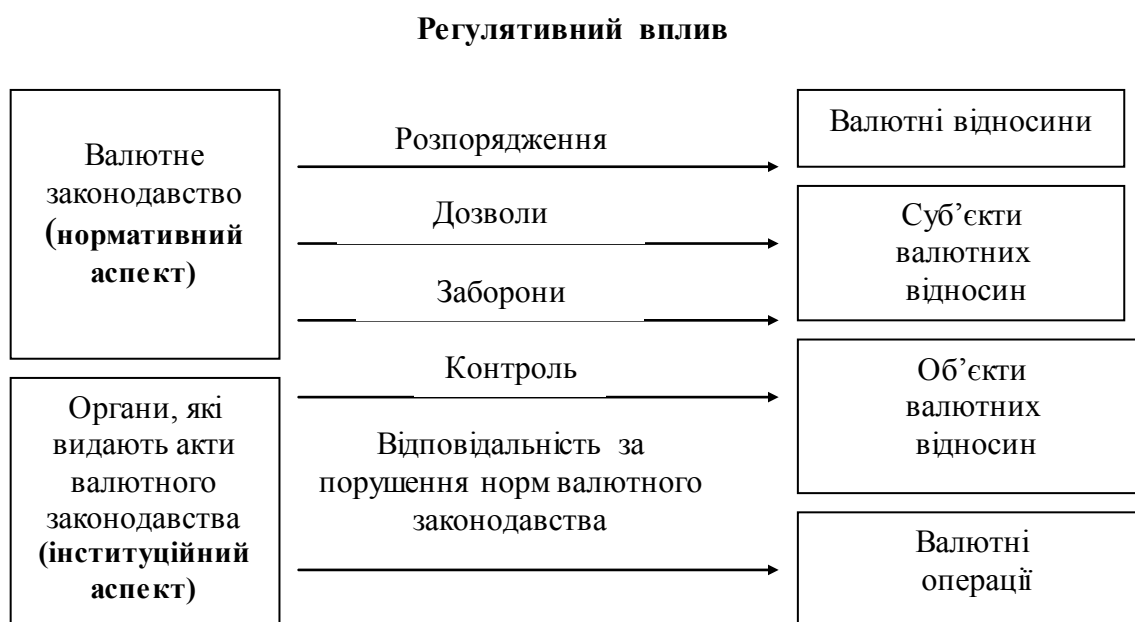


Рис. 1.7. Механізм валютного регулювання [74, с.7].

Варто зазначити, що розподіл на структурні елементи механізму валютного регулювання на практиці є неможливим, оскільки лише постійно взаємодіючи між собою, ці елементи є дієвим відлагодженим механізмом.

Зміст системи валютного регулювання констатується чинним законодавством і правовими нормами окремих держав. У такому законодавстві визначаються:

- суб'єкти валютних відносин, їхні права (в т.ч. права власності на валютні цінності в іноземній валюті) та обов'язки;
- статус національної валюти;
- порядок здійснення валютних операцій, використання надходжень в іноземній валюті, організації торгівлі валютними цінностями, розрахунків в іноземній валюті;
- режим визначення й регулювання валютного курсу;
- механізм утворення й використання офіційних валютних резервів;
- механізм здійснення валютного контролю, повноваження органів державного управління і функції банківської системи у цьому питанні тощо.

У сучасних умовах валютне законодавство займає важливе місце у правовому регулюванні валютних відносин, виступає інструментом державного регулювання у проведенні грошово-кредитної політики; спрямовано, насамперед, на підвищення ефективності національної валютної системи та реалізацію валютної політики держави.

Валютне законодавство України базується на певних принципах, які представляють вихідні нормативно-керівні положення основи механізму державного валютного регулювання. До них належать:

- єдність валютної політики як складової частини економічної політики держави;
- єдність валютного простору України;
- єдність системи державного регулювання валютних операцій резидентів і нерезидентів та контроль за їх здійсненням;
- пріоритет економічних заходів державного регулювання валютної сфери;
- рівність учасників валютних відносин та їх недискримінація;
- захист державою прав і законних інтересів учасників валютних відносин;
- виключення невиправданого втручання держави і її органів у систему валютних відносин.

Крім нормативного та індивідуального аспектів, у системі валютного регулювання, на нашу думку, доцільно виділити й інституційний аспект. Він представлений тими державними органами, які здійснюють прийняття актів валютного законодавства та контроль за їх дотриманням. У більшості країн виконавчими органами валютного регулювання і контролю виступають центральні банки, міністерства фінансів, спеціальні державні установи щодо валютного контролю. Іноді повноважень валютних контролерів набувають також комерційні банківські установи, державні податкові органи країн, митні комітети тощо.

Чинним законодавством кожної країни визначаються функції та повноваження, якими наділяються державні владні структури задля здійснення ними валютного регулювання та управління валютними ресурсами.

Слід звернути увагу на те, що в системі інституційного забезпечення валютного регулювання важлива роль відводиться парламентам окремих країн. До їхньої виняткової компетенції належить: прийняття законодавчих актів з питань валютного регулювання та контролю; визначення принципів та основних напрямків валютної політики на поточний період; встановлення лімітів державного боргу, державних кредитів та іншої економічної допомоги іноземним державам, що здійснюється на бюджетній основі; визначення повноважень органів державного управління та центральних банків у сфері валютних відносин тощо.

Валютні відносини як об'єкт механізму валютного регулювання є неоднорідним за своїм складом і має логічну систему побудови:

- 1) суб'єкти;
- 2) об'єкти;
- 3) операції, тобто дії, які суб'єкти мають право здійснювати по відношенню до об'єктів. У більшості випадків їх поділяють на операції, пов'язані з міжнародним рухом капіталів, зовнішньою торгівлею, міжнародними борговими відносинами; операції із золотом та іншими валютними цінностями; операції, пов'язані з розвитком таких сфер міжнародних відносин як туризм тощо.

Суб'єктами валютного регулювання і контролю виступають усі без винятку учасники валютних операцій:

- 1) центральний банк;
- 2) уряд країни;
- 3) уповноважені банки;
- 4) юридичні особи – резиденти і нерезиденти;
- 5) фізичні особи – резиденти і нерезиденти (більшість національних систем валютного регулювання поділяє усіх учасників валютних відносин на резидентів та нерезидентів (валютний резидент та нерезидент). На визначення цих

статусів впливають, як правило, тип конвертованості національної валюти та вид суб'єкта валютного регулювання (фізична особа, юридична особа або суб'єкт господарської діяльності без створення юридичної особи).

Валютна політика та валютне регулювання в країні здійснюються системою державних органів. Особливе місце займають вищі органи держави, які відіграють важливу роль у сфері валютного регулювання.

Реалізуючи валютну політику, вищі органи держави (Президент України, Верховна Рада України, Кабінет Міністрів України), насамперед, здійснюють нормотворчу функцію, тобто видають нормативні акти у сфері валютного регулювання.

Найширшими повноваженнями у сфері валютного регулювання наділений Національний банк України. Правові засади організації та здійснення Національним банком валютного регулювання передбачені Законом України “Про Національний банк України” (п. 12 ст. 7 і статті 44-50 розділу VIII) і декретом Кабінету Міністрів України “Про систему валютного регулювання і валютного контролю” (п.1 ст.11).

Об'єктом валютного регулювання і контролю в Україні є операції резидентів і нерезидентів, фізичних і юридичних осіб, що пов'язані з переміщенням валюти, зміною її власника, перерахуванням за кордон, отриманням валютних коштів за товари і послуги, а також зобов'язання щодо декларування валютних цінностей та іншого майна резидентів, які перебувають за межами України.

В умовах функціонування ринкової економіки головним об'єктом валютного регулювання є валютний курс національної грошової одиниці, зміни якого спричиняють відчутний вплив на розвиток економічних процесів тієї чи іншої країни.

Отже, сфера валютного регулювання включає достатньо широке коло питань. У цьому зв'язку можна виділити три основних напрями.

1. Регулювання валютних ринків. Метою регулювання є забезпечення рівноваги на валютному ринку шляхом співставлення попиту та пропозиції на

національну валюту. Одним із методів забезпечення достатнього попиту на гривні в умовах доларизації економіки України є вимога обов'язкового продажу частини експортної виручки після зарахування її на спеціальний транзитний валютний рахунок.

2. Управління валютним курсом. В Україні прийнято досить ліберальний варіант курсоутворення, проте і він передбачає інтервенції центрального банку на валютному ринку. Таким чином, управління валютним курсом шляхом політики управління валютними резервами та управління зовнішнім боргом є важливою частиною регулювання валютно-фінансової сфери.

3. Регулювання руху капіталу. Протягом всього періоду існування валютного регулювання в Україні в його сучасному вигляді, тобто з 1992 р., щодо регулювання руху капіталу переслідувалось дві мети: попередження необґрунтованого відтоку капіталу з країни та створення сприятливих умов для залучення довгострокових іноземних інвестицій та фінансового капіталу при одночасному обмеженні відтоку спекулятивного іноземного капіталу. У реалізації даної концепції був задіяний цілий механізм валютного контролю, включаючи як експортно-імпортний контроль, так і контроль операцій, що пов'язані з рухом капіталу, оскільки вплив капіталу, особливо у першій половині 90-х рр., значною мірою здійснювався з використанням експортно-імпортних операцій.

Можна виділити також два аспекти застосування валютного регулювання: валютне регулювання як частина макроекономічного регулювання (про що йшлося вище) і валютне регулювання в умовах становлення ринкового механізму.

Валютне регулювання як частина макроекономічного регулювання має п'ять сфер застосування:

- 1) підтримання задовільного стану платіжного балансу;
- 2) боротьба з нестачею внутрішніх заощаджень з метою внутрішнього інвестування;
- 3) фінансування бюджетного дефіциту;
- 4) скорочення коливань надходжень та впливу короткострокового капіталу;

5) попередження процесу переносу міжнародних фінансових криз.

Першою сферою застосування валютного регулювання є введення обмежень на вивіз капіталу для підтримання задовільного стану платіжного балансу. Все більше дослідників приходять до висновку про неефективність цих заходів, що підтверджується багатьма прикладами [261]. Обмеження на відплив капіталу можуть вводитися при нестачі внутрішніх заощаджень з метою внутрішнього інвестування. Для збільшення капіталовкладень у державі необхідно достатньо сприятливий інвестиційний клімат, відповідне податкове законодавство, чітке визначення прав власності. Попередження втечі капіталу може допомогти державі вирішити такі важливі питання як підвищення збору податків, насиченості економіки реальними грошима, покращення фінансової дисципліни, тоді як безпосередньо проблема збільшення капіталовкладень лежить за межами сфери валютного регулювання.

Ще однією причиною використання заходів щодо обмеження відпливу капіталу в межах макроекономічного регулювання є використання валютного регулювання з метою фінансування бюджетного дефіциту. За умови ефективного стримування відпливу капіталу та стримування процентних ставок на низькому рівні в державі, крім зовнішніх позичкових джерел, з'являється можливість звертатися до дешевого внутрішнього кредиту. У даному випадку спостерігається феномен інфляційного податку, коли держава розраховується за своїми зобов'язаннями при більш високому рівні цін та низькій платі за кредит. Україні, однак, не вдалось скористатись такою перспективою. Оскільки державі не вдалось стримати масовий відплив коштів, то їй довелось призначати ще більші ставки за користування позичковими коштами, що було економічно виправдано. Наприклад, у російській економіці це виявилось в ефекті заміщення, коли вільні кошти кредитних установ та інвесторів перетікали у державний сектор, реальний сектор недофінансовувався, падали ВВП та збір податків, що у результаті призвело до неможливості виплати за боргами з боку держави та виразилось в економічній кризі.

З іншого боку, не слід переоцінювати роль застосування валютного регулювання в управлінні внутрішнім боргом. Якщо держава і вирішує проблему відпливу капіталу, то стримування процентних ставок в державі може негативно відбитися на заощадженнях та інвестиціях.

З метою макроекономічної політики валютне регулювання може застосовуватися для скорочення коливань як відпливу, так і надходження короткострокового капіталу, оскільки сильні коливання не сприяють економічному зростанню і ускладнюють проведення макроекономічної політики.

Зокрема, різке надходження або відплив викликають коливання валютного курсу, а в умовах регулювання валютного курсу з боку центрального банку це може призвести до коливань золотовалютних резервів. Таким чином, за допомогою валютного регулювання може вирішитися проблема автономності економічної політики держави, оскільки в умовах посиленої рухливості капіталу на міжнародному рівні внутрішня економічна політика стає все більш залежною від міжнародної кон'юнктури.

Валютне регулювання може використовуватися для захисту фінансової галузі, що розвивається, за аналогією з протекційними заходами у зовнішній торгівлі. З цією метою уряд може обмежити доступ резидентів на іноземні фінансові ринки, а також входження на місцевий ринок іноземних фінансових інститутів та появу на ньому нових фінансових продуктів.

З точки зору економічної теорії протекційні заходи є неефективними, оскільки обмежують конкуренцію.

Сьогодні існує щонайменше три аргументи на користь необхідності захисту фінансової галузі, яка розвивається в Україні. По-перше, українські банки не можуть повністю конкурувати з іноземними, оскільки надто відстають за розмірами статутних капіталів і, відповідно, за можливістю охоплення широкої клієнтури з достатнім ступенем надійності. По-друге, українські фінансові організації потребують державного захисту, оскільки у них недостатньо досвіду та репутації, які можна отримати тільки протягом тривалого періоду. По-третє, наявність недосконалої конкуренції за грошові потоки клієнтів, що може

привести до краху всієї банківської системи. Беручи до уваги той факт, що неможливо усунути укороткі терміни фактори, котрі стримують розвиток фінансової системи (структурні перекося в народному господарстві, високий ступінь політичних та фінансових ризиків тощо), є допустимим введення такого економічно неефективного заходу, який спрямований на компенсацію вже існуючих факторів неефективності.

Валютне регулювання є можливим як спроба знизити рівень системного ризику країни. Заходи валютного регулювання обмежують можливість зберігання активів та фіксації зобов'язань економічних суб'єктів у іноземній валюті. Ці заходи покликані захистити господарюючих суб'єктів від різких коливань курсу національної валюти і, таким чином, знизити загальний ризик фінансової системи. Однак переслідування цієї мети може мати і зворотній ефект.

Отже, можна стверджувати, що Україна може нашоухнутися на ряд економічних та соціальних проблем, пов'язаних з переходом до більш відкритої економіки ринкового типу, які визначили необхідність використання на даному етапі валютного регулювання капітальних угод обмежувального характеру. Із чотирьох типів капітальних угод – портфельні інвестиції, прямі інвестиції, кредитні операції та банківські операції – найбільшого регулювання зазнають банківські операції, а основні зусилля спрямовані на попередження відпливу капіталу з країни.

1.3. Характеристика інструментів валютного регулювання

Валютне регулювання здійснюється за допомогою інструментів валютного регулювання, тобто тих важелів, якими держава регулює валютні відносини.

Закономірність взаємозв'язку цілей макроекономічної політики та наявних інструментів їх досягнення встановив на основі принципів лінійного програмування на початку 1950-х рр. голандський економіст Я. Тінберген. Згідно з правилом Я. Тінбергена, для досягнення визначеної кількості економічних цілей необхідно використовувати таку ж або більшу кількість інструментів макроекономічного регулювання.

Таким чином, при вирішенні завдань валютного регулювання кількість інструментів, що використовуються, повинна бути більшою або дорівнювати кількості завдань, які вирішуються.

Регулювання валютних відносин здійснюється різноманітними методами, які за формами впливу на операції з валютними цінностями можна об'єднати у дві групи:

- 1) методи прямого впливу;
- 2) методи опосередкованого впливу.

Суть методів прямого впливу полягає у встановленні прямих обмежень (лімітів) і заборон щодо певних кількісних та якісних параметрів валютних відносин і є обов'язковими для виконання усіма суб'єктами валютного регулювання. Серед цих методів:

- ліцензійна політика;
- фіксація маржі між курсами валют;
- встановлення нормативів валютних позицій;
- кількісні обмеження тощо.

Опосередковані методи впливу, на відміну від попередніх, не передбачають прямих заборон або лімітів – їх дія має непрямий характер і побудована на економічній зацікавленості суб'єктів валютних відносин працювати згідно з цими методами.

Прямі методи впливу на валютні відносини реалізуються за допомогою правових засобів (юридичних норм, правових відносин, правових приписів, юридичних фактів тощо), а опосередковані – з використанням економічних інструментів. Це дає підставу для класифікації засобів регулювання на адміністративні (правові) та економічні (неправові). Зауважимо, що така класифікація є дещо умовною, оскільки економічні (неправові) інструменти у більшості випадків трансформуються у ті чи інші нормативні акти, різні правові форми.

Основними економічними інструментами валютного регулювання, якими користуються центральні банки, є:

- дисконтна (облікова політика);
- девізна політика (у формі валютних інтервенцій);
- диверсифікація валютних резервів;
- регулювання режиму валютного курсу;
- девальвація та ревальвація.

Дисконтна (облікова) політика є традиційним інструментом центрального банку для регулювання валютного курсу та для збереження валютних резервів. Регулювання рівня ставки рефінансування (облікової ставки) центрального банку здійснюється з метою впливу на міжнародний рух капіталу, динаміку внутрішніх кредитів, структуру грошової маси, рівень цін. Але в сучасних умовах ефективність цього методу значно зменшилася за рахунок інтенсивних процесів інтернаціоналізації господарського життя і негативного впливу дорогих кредитів на розвиток національних економік.

Дисконтна політика — це система заходів центрального банку щодо встановлення і періодичної зміни облікової ставки за кредитами, що надаються комерційним банкам, з метою впливу на динаміку валютного курсу, стан платіжного балансу і рух капіталів, а також динаміку кредитних вкладень, грошової маси і цін. Отже, реалізація дисконтної політики центрального банку має як внутрішній, так і зовнішній аспект.

Зовнішній аспект дисконтної політики передбачає вплив на динаміку валютного курсу через стимулювання припливу або ж відпливу капіталів, чому активно сприяє зміна ринкової норми процента, позаяк капітали переміщуються між країнами у пошуках найбільш ефективних з погляду прибутковості сфер їх застосування.

За таких обставин підвищення процентних ставок на ринку збільшує попит на національну валюту як об'єкт інвестування, що веде до підвищення її курсу внаслідок припливу іноземних капіталів.

У разі зниження офіційної облікової ставки та відповідної реакції ринкових ставок процента має місце вплив короткострокових капіталів у ті країни, де

рівень банківських ставок перебуває на вищому рівні, що зумовлює зниження курсу національної валюти.

Отже, збільшуючи облікову ставку, центральний банк сприяє зміцненню національної валюти, а знижуючи — її послабленню (рис. 1.8).

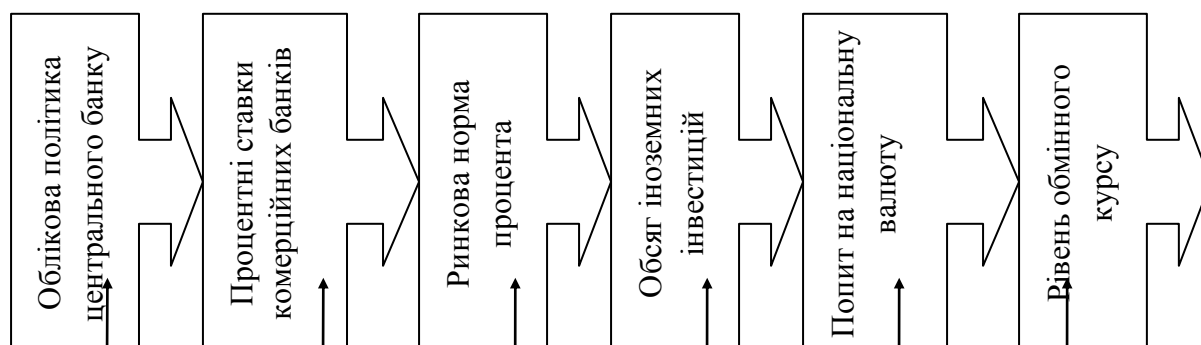


Рис. 1.8. Механізм впливу дисконтної політики центрального банку на динаміку обмінного курсу [231, с. 481].

Внутрішній аспект впливу дисконтної політики на валютний курс визначається зміною грошової маси та впливом останньої на динаміку внутрішніх цін та кон'юнктуру валютного ринку в країні. Наприклад, зниження облікової ставки центрального банку може сприяти розширенню можливостей з рефінансування комерційних банків, а отже, і здешевленню їхніх кредитних ресурсів та збільшенню масштабів кредитних вливань в економіку. Відповідно до цього збільшення грошової маси може обумовити здешевлення національної валюти, порівняно з іноземною, на внутрішньому валютному ринку. Так само і зростання рівня внутрішніх цін може спричинити послаблення національної валюти стосовно іноземних через паритет купівельної спроможності.

Ефективність дисконтної політики як інструмента валютного регулювання має певні обмеження. Зокрема, якщо відплив капіталів з країни обумовлений політичною й економічною нестабільністю, то підвищення процентних ставок нездатне зупинити цей процес. Справді, в умовах кризи довіри до уряду й банківської системи, високого ризику вкладення капіталів, нестійкого курсу національної валюти та відсутності належних гарантій збереження іноземних інвестицій механізм дисконтної політики нездатний активно впливати на динаміку обмінного курсу. З іншого боку, досить складно з належним рівнем

достовірності прогнозувати вплив конкретної зміни облікової ставки центрального банку на зміну кредитних вкладень в економіку і рух міжнародних капіталів, що не дає змогу достатньо оперативно й гнучко використовувати даний інструмент валютної політики для впливу на стан валютного ринку.

Серед недоліків дисконтної політики можна також відзначити деяку суперечливість її внутрішніх і зовнішніх аспектів впливу на економічні процеси. Так, центральний банк мусить знижувати процентні ставки задля стимулювання банківського кредитування національної економіки і зростання виробництва. Водночас зниження ринкової норми процента не стимулює припливу капіталів і може спричинити дефіцит платіжного балансу. Підвищення ж процентних ставок попри можливий приплив капіталів з-за кордону має дестимулюючий вплив на вітчизняне виробництво. У зв'язку із зазначеними обставинами центральний банк повинен використовувати дисконтну політику лише у комплексному поєднанні з іншими інструментами валютного регулювання.

Девізна політика спрямована на регулювання обмінного курсу національної валюти шляхом купівлі та продажу державними органами іноземної валюти (девіз). Саме поняття девізи означає платіжні засоби в іноземній валюті, призначені для міжнародних розрахунків (звідси і назва політики). У сучасних умовах девізна політика часто набирає форми валютної інтервенції - прямого втручання центрального банку в операції з іноземною валютою на валютних ринках при одночасному введенні обмежень у сфері валютних операцій на внутрішньому ринку [37, с. 164]. Згідно з класичним визначенням валютна інтервенція - це операція органів грошової влади щодо впливу на обмінний курс валюти [138]. Її характерними рисами є відносно великі масштаби та порівняно короткий термін застосування.

Задля підвищення обмінного курсу національної валюти центральний банк продає іноземну валюту, а для його зниження — скуповує іноземну валюту на ринку. Отже, центральний банк забезпечує підтримання стабільності кон'юнктури на внутрішньому валютному ринку країни у такий спосіб: коли має місце надлишкова пропозиція іноземної валюти, центральний банк скуповує її, щоб не

допустити необґрунтованого зміцнення національної грошової одиниці, і навпаки, коли надходжень валютних коштів на внутрішній ринок недостатньо центральний банк продає іноземну валюту, з тим, щоб не допустити зниження обмінного курсу національної валюти.

Валютні інтервенції можуть проводитися також і для стимулювання експортних операцій. Задля цього перед центральним банком як мета валютної політики може ставитися завдання забезпечити штучне заниження курсу національної валюти. Завдяки цьому експортери в обмін на виручену ними іноземну валюту отримують більше коштів у національній валюті та збільшують власну норму прибутку або ж, підтримуючи цю норму на незмінному рівні, забезпечують реалізацію своїх товарів за кордоном за нижчими цінами, підвищуючи свою конкурентоспроможність.

Механізм проведення валютних інтервенцій передбачає залучення до відповідних операцій на валютному ринку певного кола комерційних банків, що виконують роль певного типу первинних дилерів на ринку, поширюючи ефект від валютних інтервенцій центрального банку через власні операції зі своїми клієнтами та з іншими банками на загальну динаміку обмінного курсу. У більшості випадків об'єктом купівлі-продажу національної валюти в обмін на іноземну в процесі валютних інтервенцій є долар США, а сьогодні зростає також і роль євро.

Основними джерелами коштів для проведення валютних інтервенцій є офіційні золотовалютні резерви країни. Зміна їхнього рівня може відображати масштаби державного втручання у процес формування обмінних курсів на валютному ринку. У зв'язку з цим інформація про обсяги інтервенцій у багатьох країнах вважається секретною, з тим, щоб конфіденційність дій центрального банку обмежила можливості спекулятивного втручання у динаміку валютних курсів.

Крім того, важливим джерелом коштів для проведення валютних інтервенцій можуть бути короткострокові взаємні кредити, що надаються центральними банками один одному в національних валютах згідно з

відповідними міжбанківськими угодами. У зв'язку з цим необхідно зазначити, що участь у валютних інтервенціях можуть брати центральні банки кількох країн. Наприклад, з метою недопущення значного зниження курсу американського долара відносно японської єни активну участь у відповідних валютних інтервенціях, нарівні із Федеральною резервною системою США, неодноразово брав Банк Японії.

Залежно від впливу на динаміку внутрішніх економічних процесів валютні інтервенції центрального банку поділяються на стерилізовані та нестерилізовані. Стерилізованими називаються валютні інтервенції, за яких зміна іноземних активів центрального банку компенсується відповідною зміною його внутрішніх активів. Наприклад, для того, щоб уникнути внаслідок продажу національної валюти на валютному ринку країни надмірного непередбачуваного зростання грошової маси, а отже, і сплеску інфляції, центральному банку потрібно здійснити зворотну операцію з внутрішніми активами, у ролі яких можуть бути державні цінні папери. У цьому разі необхідно реалізувати на ринку на відповідну суму державні цінні папери з тим, щоб вилучити надлишкову грошову масу. Нестерилізованими називаються валютні інтервенції, за яких зміна валютних резервів центрального банку веде до зміни грошової маси в країні.

Уперше валютні інтервенції почали проводитися ще в XIX ст. центральними банками Росії та Австро-Угорщини. З відміною золотого стандарту валютні інтервенції проводилися низкою країн, насамперед, з метою зниження курсів національних валют і стимулювання зовнішньоторговельної експансії. У рамках Бреттон-Вудської валютної системи валютні інтервенції проводилися центральними банками з метою підтримання фіксованих валютних курсів відносно долара США. Після укладення Ямайської угоди та переходу на плаваючі валютні курси МВФ рекомендує використовувати інтервенції для зниження волатильності валютного курсу, проте аж ніяк не для регулювання його рівня, та зберігати за собою три принципи, яких повинні дотримуватися країни:

- заборона на маніпулювання валютним курсом для ухилення від макроекономічної адаптації;

- зобов'язання щодо проведення валютних інтервенцій для припинення безпорядку на фінансових ринках, що можуть бути викликані короткостроковими коливаннями курсу однієї із валют;

- кожна країна при проведенні інтервенцій повинна враховувати інтереси своїх партнерів, особливо тих, у чийй валюті здійснюється інтервенція.

Хоча протягом останнього десятиріччя ефективність валютних інтервенцій у світі значно ослабла, проте вона займає почесне місце в інструментарії центральних банків. У випадку необхідності, національні центральні банки спільно втручаються в торги на глобальному валютному ринку. Типовим прикладом є скоординовані інтервенції центральних банків країн Групи семи на підтримання курсу євро.

Недостатня ефективність регулювання валютних курсів засобами валютних інтервенцій може викликати валютні кризи. У середньому у світі відбувається сім валютних криз на рік. З моменту (періоду переходу) на плаваючі курси велика частина криз припадала на період 1975-1986 рр. (рис.1.9).

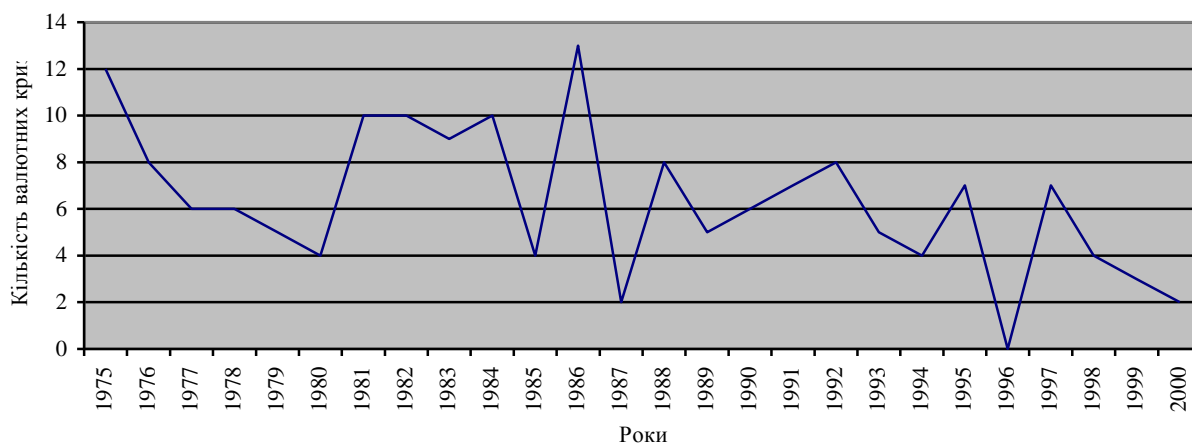


Рис.1.9. Динаміка валютних криз у світі [114, с. 179].

Для оцінки частоти фінансових криз МВФ досліджував макроекономічну результативність групи з 53 країн з 1975 по 1997 р. (22 країни були високорозвинені, а 31 - слаборозвинені). За цей період відбулося 158 валютних криз, в тому числі 55 епізодів, у яких валюта знецінювалася більш як на 25 %. Відбулося й 54 банківські кризи. З даних МВФ, систематизованих на рис. 1.10,

впливає, що слаборозвинені країни, у порівнянні з високо розвиненими, більше ніж удвічі частіше переживають валютні й банківські кризи.

Основна частина позикових операцій МВФ із середини 1970-х рр. була спрямована на країни, що розвиваються. Значно менша кількість криз спостерігалася у період з 1987 по 1999 рр. [114, с. 180].

Водночас необхідно зазначити, що використання девізної політики має і певні обмеження. Це пов'язано, передусім, із тим, що валютна інтервенція може мати лише тимчасовий характер, позаяк розміри офіційних золотовалютних резервів є, як правило, обмеженими. А це означає, що продаж іноземної валюти з резервів має обов'язково чергуватися з її купівлею. Інакше резерви надто швидко будуть вичерпані. Тобто, валютні інтервенції можуть бути ефективними лише у разі незначних коливань кон'юнктури на внутрішньому валютному ринку та порівняно незначних обсягах нерівноваги платіжного балансу. Нестабільність цінової динаміки на внутрішньому ринку також може перешкоджати досягненню цілей девізної політики.

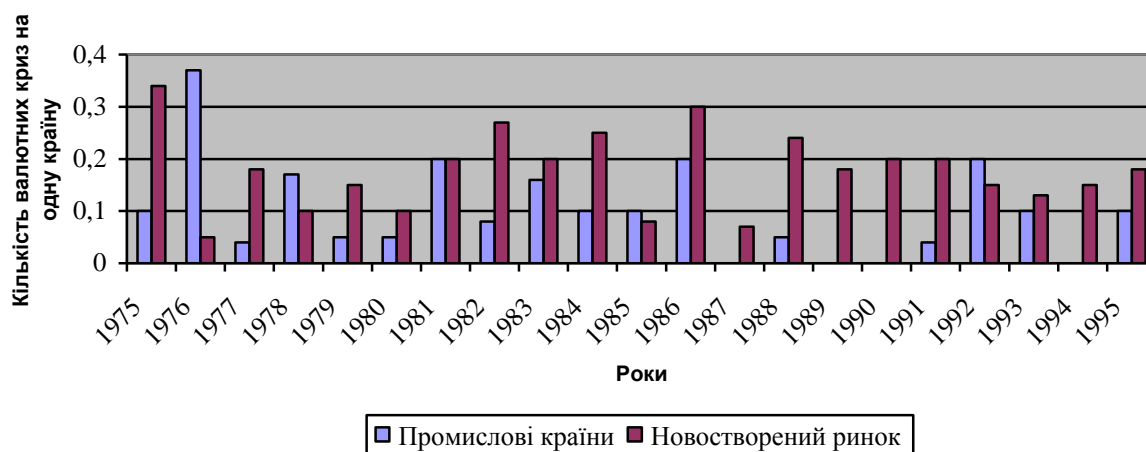


Рис. 1.10. Масштаби валютних криз 1975-1997 рр.*

* Джерело: International Monetary Fund, World Economic Outlook, 1998 (Washington, DC: IMF, May 1998), p. 77.

Часто валютна інтервенція використовується для підтримання курсу валюти на заниженому рівні шляхом валютного демпінгу – знецінювання національної валюти з метою масового експорту товарів за цінами, нижчими за світові. В умовах світової економічної кризи у 1929-1933 рр. центральні банки використовували валютну інтервенцію з метою зниження курсу своєї валюти для

сприяння валютному демпінгу. Матеріальною базою для валютної інтервенції слугували спеціально створені у 30-х рр. минулого століття у США, Франції, Італії, Канаді та інших країнах державні валютні стабілізаційні фонди – у золоті, іноземній та національній валютах, - які використовувалися з метою регулювання валютного курсу.

Валютний демпінг використовується для експорту товарів шляхом застосування спеціальних занижених валютних курсів, які відображають зовнішнє знецінення валюти у розмірах, що перевищують знецінення грошей на внутрішньому ринку країни, яка експортує товари та послуги. При валютному демпінгу експортер, навіть за високого рівня витрат виробництва, реалізуючи свої товари на зовнішніх ринках за цінами, які нижче світових, може одержати досить вигідний прибуток у валюті тієї країни, куди експортується товар. Найчастіше валютний демпінг здійснюється в умовах множинності валютних курсів, при використанні так званих вільних курсів та інших спеціальних занижених курсів для певного виду товарів, послуг та операцій.

Валютний демпінг безпосередньо впливає на торговельно-економічні відносини відповідних країн. Занижений валютний курс підвищує конкурентоспроможність фірм певної країни на світових ринках та сприяє розширенню експорту товарів та послуг. Однак заниження валютного курсу призводить до зростання внутрішніх цін, країна вивозить більше товарів і послуг на відповідну одиницю імпорту, що порушує еквівалентність міжнародного обміну на шкоду цій країні.

Штучно завищений валютний курс спричиняє зворотний економічний ефект, коли на одиницю вивезеного за кордон товару країна за рахунок імпорту одержує більшу кількість товарів і послуг. Цим також порушується еквівалентність міжнародного обміну, але вже на користь цій країні.

Отже, валютні інтервенції можуть бути ефективним інструментом валютної політики у періоди нестабільної фінансової ситуації в країні. Крім того, вони є досить дієвим засобом впливу на обмінний курс національної валюти у процесі поточного регулювання центральним банком валютних відносин, особливо коли

перебіг господарських процесів у країні відзначається достатнім рівнем стабільності.

Відомий економіст Б.П.Кенен на основі аналізу валютних режимів, динаміки обмінного курсу, історії функціонування світових валютних ринків та інтервенцій центральних банків запропонував ряд рекомендацій щодо використання інтервенцій для проведення валютної політики та управління обмінним курсом, визначивши три цілі, на які необхідно орієнтуватися при здійсненні політики інтервенцій:

1. До інтервенцій можна вдаватися для утримання обмінного курсу на заданій траєкторії або для зміни цієї траєкторії. У даному випадку центральний банк має повністю задовольнити надлишковий попит або купувати надлишкову пропозицію валюти, а траєкторія повинна відповідати довгостроковій рівновазі.

2. Стерилізовані інтервенції можуть використовуватися для зміни відносної пропозиції внутрішньої та іноземної валюти з метою зміни рівноваги розподілу внутрішніх і зовнішніх активів у портфелях економічних агентів;

3. Інтервенції використовуються як сигнал про майбутні зміни в політиці, яку проводить центральний банк.

Важливим методом валютного регулювання є диверсифікація валютних резервів. Диверсифікація валютних резервів передбачає регулювання структури офіційних валютних резервів шляхом включення до їхнього складу іноземних валют різних країн. Валютні резерви - це належні державі офіційні запаси іноземної валюти, що перебувають у центральному банку, в банківських установах інших країн та міжнародних валютно-кредитних організаціях [231, с. 485] (додаток К).

Диверсифікація валютних резервів включає формування їхньої оптимальної структури та раціональне розміщення активів за кордоном, зокрема, через визначення строкової структури валютних резервів та валютного кошика, з чим пов'язаний вибір інструментарію. Будь-який центральний банк, оцінюючи інструментарій диверсифікації валютних резервів, керується такими основними критеріями: ліквідність, наявність державних гарантій, рентабельність.

Рівень офіційних валютних резервів залежить від певних факторів:

- стану зовнішньої торгівлі;
- урівноваженості платіжного балансу;
- режиму валютних обмежень;
- інвестиційного клімату;
- характеру політики інтервенцій;
- режиму валютних курсів.

Під час розміщення валютних резервів центральні банки, як правило, використовують такі форми:

- готівка (банкноти і монети);
- залишки на депозитних рахунках у зарубіжних банках;
- цінні папери, номіновані в іноземній валюті.

Вибір стратегічних напрямків диверсифікації валютних резервів залежить від конкретної економічної ситуації та цілого ряду факторів: напрямів грошово-кредитної політики, рівня інфляції, стану державної заборгованості тощо.

Основними цілями диверсифікації валютних резервів є:

- 1) захист від валютного ризику, тобто ризику втрат коштів унаслідок коливання обмінних курсів різних валют;
- 2) забезпечення міжнародних розрахунків, у тому числі і розрахунків за зовнішньою заборгованістю країни;
- 3) проведення валютних інтервенцій на ринку, для чого у складі резервів мають бути відповідні обсяги необхідних видів іноземних валют.

Механізм застосування даного інструменту валютної політики передбачає, як правило, продаж нестабільних валют і купівлю більш стійких валют, а також валют, необхідних для проведення міжнародних розрахунків та інтервенцій.

Спрямованість диверсифікації валютних резервів визначається становищем окремих національних валют на міжнародних ринках та їхньою роллю у світовій валютній системі. Якщо до Першої світової війни провідна роль у системі міжнародних розрахунків належала англійському фунту стерлінгів, то за умов золотого стандарту саме ця валюта, нарівні із золотом, переважала у складі

офіційних резервів центральних банків різних країн (до 80%). Після Другої світової війни панівне становище у світовій валютній системі перейшло до долара США, що визначило його роль як головної резервної валюти. Із зростанням економічного потенціалу країн Західної Європи та Південно-східної Азії у загальній сумі світових валютних резервів частка долара має тенденцію до зниження на користь євро та японської єни. Утім, з урахуванням того, що значення єни в міжнародних операціях, які безпосередньо не пов'язані з прямими угодами з Японією, досить незначне, спрямованість конкурентної боротьби за провідне місце у валютних резервах перебуватиме у площині протистояння євро і долара США. Саме перспективи розвитку європейської та американської економічних систем визначатимуть у найближчій перспективі структуру офіційних валютних резервів різних країн на користь євро чи долара.

Загалом активність центрального банку у використанні даного інструменту валютної політики обумовлюється цілим рядом чинників. По-перше, це рівень валютних ризиків, що визначається поточною кон'юнктурою світових фінансових ринків та перспективами коливань обмінних курсів іноземних валют. Чим вища нестабільність фінансових ринків, а відтак, і обмінних курсів, тим більшою є потреба у диверсифікації валютних резервів. По-друге, на величину, склад і структуру валютних резервів, а отже, і необхідність їх диверсифікації, значний вплив справляє стан платіжного балансу країни: його активне сальдо визначає можливість збільшення резервів, а пасивне — обумовлює потребу їх використання на погашення зовнішніх боргів. По-третє, від того, наскільки активно використовує центральний банк девізу політику як інструмент валютного регулювання, залежать обсяги інтервенцій на внутрішньому валютному ринку та, відповідно, величина і структура необхідних для цього валютних резервів.

Отже, диверсифікацію валютних резервів можна більшою мірою розцінювати як допоміжний засіб регулювання валютних відносин, належне використання якого забезпечує ефективність інших основних інструментів реалізації валютної політики.

Встановлення режиму валютного курсу національної грошової одиниці – важливий напрям валютного регулювання центрального банку, метою якого є визначення порядку розрахунку та особливостей регулювання валютного курсу на території країни. Валютний курс як ціна грошової одиниці однієї країни, виражена у грошових одиницях інших країн або в міжнародних платіжних засобах, залежить від багатьох курсоутворюючих факторів, які впливають на нього через попит і пропозицію даної валюти на ринку.

В економічній літературі не сформовано єдиного підходу щодо класифікації факторів впливу на формування валютного курсу. Досить часто виділяють лише дві групи факторів, які класифікують як кон'юнктурні та структурні (Ю.М.Бездітко, О.О.Мануйленко, В.І.Міщенко, В.М.Крашенніков, І.Н.Платонова, Г.А.Стасюк, В.А.Ющенко). В.І.Міщенко та В.А.Ющенко у навчальному посібнику “Валютне регулювання” до кон'юнктурних чинників, які постійно змінюються під впливом тенденцій внутрішнього та світового ринків, відносять спекулятивні валютні операції, формування інфляційних очікувань, часті зміни урядів, лобіювання у вищих ешелонах влади інтересів певних політичних та економічних структур, рівень розвитку інших секторів фінансового ринку тощо. Структурними чинниками вважають: показники економічного зростання, обсяг грошової маси в обігу, рівень інфляції, рівень облікової ставки, стан і структуру платіжного балансу країни, обсяги дефіциту державного бюджету, платоспроможність країни та довіру до національної валюти на внутрішньому та зовнішньому ринках, обсяги внутрішніх та зовнішніх запозичень тощо [244, с. 50].

В.О.Романишин також виокремлює лише дві групи факторів, що можуть призвести до значних коливань валютного курсу, а саме: чинники макроекономічного характеру та кон'юнктурні. До макроекономічних чинників відносить: темп приросту ВВП, обсяг грошової маси, темп інфляції, рівень облікової ставки центрального банку, стан платіжного балансу країни, збалансованість державного бюджету, стан державної заборгованості тощо. Серед кон'юнктурних чинників виділяє: інфляційні очікування, обсяг спекуляцій на

валютному ринку, стабільність уряду, ступінь втручання центрального банку у функціонування валютного ринку, політичний тиск із боку національних суб'єктів зовнішньоекономічної діяльності [183, с. 404].

Деякі вчені (В.В. Козюк, А.М.Мороз) називають лише декілька курсоутворюючих факторів, не групуючи їх за ознаками. Наприклад, В.В.Козюк у навчальному посібнику “Центральний банк і грошово-кредитна політика” до основних факторів, що впливають на валютний курс, відносить: внутрішні інфляційні процеси, врівноваженість платіжного балансу, стан попиту та пропозиції на фінансовому ринку, наявність валютних обмежень [90, с. 207-208].

А.Г.Наговицин виділяє три групи факторів, що впливають на формування валютного курсу, а саме: утворюючі, регулюючі та фактори, що виникають при виведенні економічної системи із динамічної рівноваги, виходячи з того, що економіка держави може бути відносно стабільною або ж перебувати в кризі [146, с. 36-39].

Враховуючи вищевикладене, найбільш оптимальним, з нашої точки зору, є узагальнений підхід щодо класифікації курсоутворюючих факторів. Тобто, за основу нашої класифікації ми пропонуємо взяти джерело походження факторів впливу, тобто фактори, які впливають на курс з-зовні (зовнішні) та пов'язані з процесом міжнародного економічного обміну, чи то фактори (внутрішні), які безпосередньо впливають на механізм встановлення валютного курсу (додаток Л).

Вплив цих факторів обумовлює необхідність здійснювати особливу державну політику щодо забезпечення вартості національної валюти як усередині країни, так і на міжнародних ринках. Узагальненою характеристикою державного підходу до національної валюти є режим валютного курсу, що практикується органами грошово-кредитного регулювання економіки (додаток М).

В економічній теорії виділяють два основні типи режимів курсу національної валюти: фіксований та плаваючий [183, с. 405]. За сучасних умов режими фіксованого та вільно плаваючого курсів у чистому вигляді практично не застосовуються, діють їх модифікації: фіксований, але регульований валютний

курс та курс керованого плавання тощо. Різні режими валютних курсів мають свої переваги та недоліки, які можна згрупувати як подано у додатку Н.

За класифікацією, прийнятою МВФ у 1999 р., світові валюти, залежно від фактичної поведінки валютних курсів, поділяються на три великі групи:

- режими жорсткої прив'язки;
- проміжні режими;
- режими плаваючого курсу (додаток П).

З метою прикладного використання класифікації необхідно вивчити динаміку номінальних валютних курсів. Якщо у країні існує уніфікований валютний курс, то увага приділяється офіційному курсу грошової влади, а якщо економічні агенти діють в умовах множинності валютних курсів – то ринковому курсу паралельного (чорного) валютного ринку.

Протягом останнього десятиріччя ХХ ст. найбільша кількість валютних криз спостерігалась у країнах, які дотримувались так званих проміжних режимів валютного курсу. До них, перш за все, відносяться “м'які” форми фіксації валютного курсу, а саме повзуча прив'язка та валютні коридори. Криза проміжних режимів навела економістів на думку, що у сучасному світі з його високим ступенем інтеграції міжнародних фінансових ринків зможуть вижити лише два полярних режими: або незалежне плавання, або жорстка форма фіксації. Біполярна точка зору серед західних спеціалістів отримала декілька назв, зокрема, “зникнення середини”(vanishing middle) та “кутові рішення” (corner solutions). Прихильниками біполярного погляду є такі відомі метри, як экс-міністр фінансів США, а нині президент Гарвардського університету Лоуренс Саммерс та колишній заступник директора-розпорядника МВФ (сьогодні один із керівників Сіті груп) Стенлі Фішер.

За будь-якого типу фіксованого курсу валютна політика чітко виступає інструментом економічної політики із застосуванням політичних інструментів. Захисники фіксованого курсу (прив'язка до однієї або кількох валют основних торговельних країн-партнерів) – Дж. Робінсон, А Браун, Ф. Грехем – беруть до уваги політичні та економічні фактори. Стосовно економічних аргументів

підкреслюється важлива роль валютного курсу як якоря при наведенні монетарної дисципліни [103].

За плаваючого режиму курсоутворення формування ціни відбувається ринковими методами, а політичними інструментами виступають саме інструменти монетарної політики, насамперед, пропозиції грошей та процентної ставки. Прибічники “вільного плавання”, здебільшого економісти неокласичного (монетаристського) напрямку – М. Фрідмен (чиказька школа), Л.Ерхард, Г.Гірш (фрейбурзька школа) та інші – наполягають на тому, що ринок іноземних валют є найбільш ефективним і прозорим, а ринковим силам не варто перешкоджати. Грошово-кредитну політику країни слід визначати автономно, при цьому валютному курсу треба дозволити відхилитися в той чи інший бік [103].

У виборі режиму курсоутворення центральні банки використовують різні підходи, проте принциповим положенням виступають механізми його формування, а також ступінь втручання органів грошово-кредитного регулювання у процес курсоутворення. На думку деяких акторів, існує п'ять основних варіантів валютної стратегії [142, с. 13]:

- 1) фінансування тимчасового платіжного дисбалансу шляхом змін у рівні резервування і грошових зобов'язань перед іншими країнами;
- 2) валютний контроль у поєднанні з фіксованим валютним курсом;
- 3) вільно плаваючий валютний курс;
- 4) постійно фіксований валютний курс, на підтримку якого має бути зорієнтована вся національна економіка;
- 5) регульоване плавання валют.

Інші автори [146] виділяють такий різновид валютної стратегії як “валютна шокова терапія”, сутність якої полягає у швидкому досягненні конвертованості національної валюти через знецінення або значне зниження курсу шляхом його фіксації на низькому рівні (тобто постійної девальвації національної валюти) або через визначення курсу на основі попиту і пропозиції на вільному ринку.

Необхідність установаження в країні певного режиму валютного курсу пов'язана з потребою у взаємному обміні валют при здійсненні товарообмінних

операцій, наданні послуг, виконанні робіт у сфері зовнішньоекономічних зв'язків, міжнародного руху капіталів та кредитів, що обумовлює потребу адекватної оцінки вартості фінансових активів.

Порядок та особливості визначення обмінного курсу національної грошової одиниці залежать від специфіки організації внутрішнього грошового обігу в країні та діючих у даний конкретний період елементів світової валютної системи. В умовах золотомонетного стандарту при металевій основі грошового обігу і юридичного закріплення ролі золота як загального еквівалента у міжнародних економічних відносинах основою для визначення валютного курсу національних грошових одиниць був монетний паритет. Монетний паритет – це співвідношення вагової кількості золота у валюті іншої країни [231, с. 494]. За таких обставин валютний курс встановлюється виключно на основі вагового вмісту грошового металу у валютах різних країн, а коливання обмінного курсу різних валют були незначними (як правило, не більше 1%, що визначалося вартістю пересилання золота при розрахунках у зовнішньоекономічних операціях).

В умовах обігу нерозмінних на золото паперово-кредитних грошових знаків основою для визначення валютних курсів є паритет купівельної спроможності. Паритет купівельної спроможності – це співвідношення між купівельною спроможністю окремих валют відносно певного набору товарів і послуг [231, с. 495]. Теорія паритету купівельної спроможності бере свій початок у 1556 р. у працях Мартіна де Ацпілкуета Наварро. Пізніше цією проблемою займалися відомі англійські економісти Д.Юма та Д. Рікардо. Однак найбільш повно теорія паритету купівельної спроможності валют була обґрунтована шведським економістом Густавом Касселем у 1918 р. (Стокгольмська школа економічної науки). Г Кассель підготував для Ліги Націй меморандум, у якому запропонував використовувати паритет купівельної спроможності у міжнародних економічних відносинах. З його точки зору, в умовах нормальної торгівлі встановлюється такий валютний курс, який відображає співвідношення купівельної сили відповідних валют. Тобто, цей показник мав розраховуватися на базі середньозважених товарних цін у відповідних країнах і використовуватися у

валютному обміні, зовнішній торгівлі тощо [84]. Пізніше велику увагу теорії паритету купівельної спроможності валют приділяв лауреат Нобелівської премії Ірвін Фішер.

На практиці обмінні курси національних грошових одиниць можуть значною мірою відхилятися від відповідних паритетів, а за певних обставин їхня динаміка може мати взагалі протилежне спрямування. Це пов'язано з тим, що, незважаючи на основну роль, яку відіграє паритет купівельної спроможності при формуванні валютного курсу, на його конкретну величину значний вплив має ціла низка інших чинників (додаток Л).

Концепція паритету купівельної спроможності, або закон єдиної ціни, неформально визначається як рівність вартості кошика ідентичних товарів (придбаних на вітчизняному та іноземному ринках без торговельних бар'єрів) і вимірюваного в еквіваленті єдиної валюти (для визначеності – доларах США). Проаналізуємо більш точно взаємну залежність цінових та валютних показників.

Для агрегованих цінових показників у економіках використовується дефлятор (або, найчастіше) індекс споживчих цін. Тому ми можемо визначити:

$$P = s \times P^f \quad (1.1)$$

де P – ціна товару чи індекс споживчих цін у вітчизняній економіці;

P^f – такий же показник для партнерської іноземної країни;

s – поточний (спот) курс національної грошової одиниці до одиниці іноземної валюти.

При цьому відносна ціна іноземних товарів до вітчизняних товарів визначається реальним обмінним курсом :

$$RER = \frac{s \times P^f}{P} \quad (1.2)$$

У випадку утримання паритету (внутрішні та іноземні ціни врівноважені з урахуванням обмінного курсу) протягом певного періоду часу величина RER повинна дорівнювати одиниці (у макроекономічних моделях за відсутності

торговельних бар'єрів величина реального обмінного курсу завжди прямує до одиниці).

Однак на практиці паритет ніколи не утримується, принаймні, у короткостроковій перспективі. Так, існує безліч причин, що обмежують вільне перетікання товарів між ринками, починаючи від адміністративних та митних бар'єрів і до політичних заходів “підтримки вітчизняних виробників” (наприклад, субсидування). На нашу думку, варто проаналізувати фактор руху обмінного курсу. Для того, щоб усвідомити роль обмінного курсу як механізму узгодження для відносних цін і торговельного балансу, зазначимо наступні положення:

- послаблення чи девальвація (протилежне – посилення) національної валюти робить іноземні імпортні товари дорожчими (відповідно, дешевшими) порівняно з національними. У такому випадку, девальвація (ревальвація) вестиме до зменшення (збільшення) попиту на імпортні товари, оскільки ці товари стають дорожчими (дешевшими). Таке зменшення (збільшення) попиту сприятиме покращенню (погіршенню) вітчизняного торговельного балансу;

- девальвація (ревальвація) національної валюти робить вітчизняні товари, що експортуються, дешевшими (дорожчими) порівняно з товарами, деномінованими в іноземній валюті. У такому випадку, девальвація (ревальвація) вестиме до збільшення (зменшення) іноземного попиту на наші товари, тобто відбудеться збільшення нашого експорту, оскільки вітчизняні товари стають дешевшими (дорожчими) на іноземних ринках. Таке збільшення в експорті покращить (погіршить) торговельний баланс країни.

Проте наголосимо, що девальвація не означає автоматичного покращення торговельного балансу, принаймні, за відсутності структурних реформувань або зміни зовнішньоторговельної структури девальвація може призвести навіть до менших обсягів залученої валюти. Класичною моделлю короткострокового впливу девальвації та торговельний баланс є так звана J-крива. Згідно з теорією, за стрімкої девальвації торговельний баланс у короткотерміновому аспекті може навіть погіршитись, оскільки імпортні товари різко дорожчають, експортні дешевшають, і ні цінова, ні товарна структура зовнішньоторговельних операцій

не може швидко модифікуватись відповідно до нового руху цін. Проте далі, як тільки агенти ринку визнають цінові диспропорції і визначають торговельні переваги, торговельний баланс матиме тенденцію до покращення (звичайно, за умови реалізації переваг, в тому числі зміни структури виробництва).

Залежність експорту-імпорту від валютного курсу і попиту на зовнішньоторговельні товари та послуги демонструє наступна модель (рис.1.11) [247]. Вважається, що агенти ринків орієнтуються на свої внутрішні ціни (в тому числі, для імпортних та експортних товарів: P - рівень внутрішніх цін, P^* - рівень світових або зовнішніх цін). Очевидно, що девальвація національної валюти (збільшення значення величини обмінного курсу з E до E') зсуває криву попиту M_d на імпорт вліво (подорожчання імпортних товарів у національній валюті зменшує попит на них; пропозиція M_s , орієнтована на зовнішні ціни, залишається без змін (рис.1.11), а криву пропозиції експорту X_s – вниз вправо (попит на експортну продукцію, подану в міжнародних цінах, з боку зовнішнього світу вважаємо незмінним).

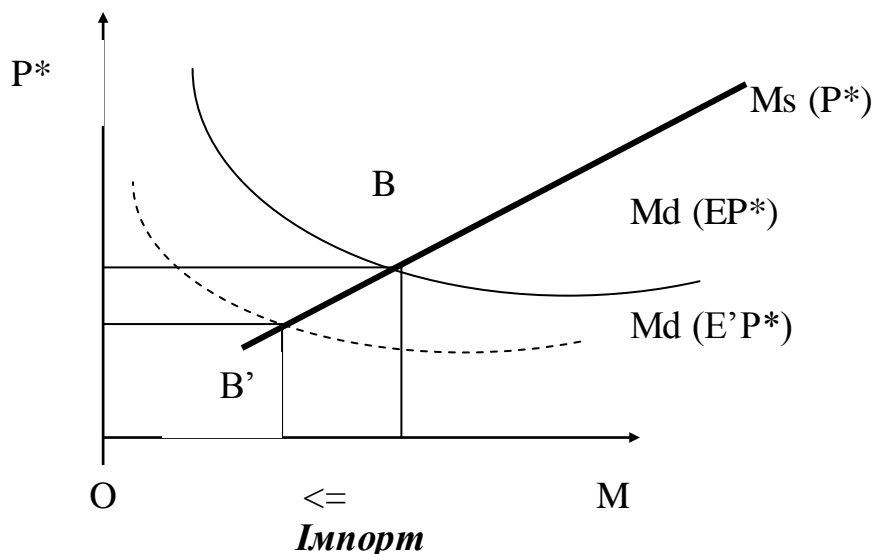


Рис.1.11. Вплив девальвації на імпорт.

Як видно з рис.1.11, величина імпорту і ціна його одиниці (в іноземній валюті) знижуються. Отже, імпортні витрати країни (деноміновані в іноземній валюті) зменшуються. Відносно експорту ситуація дещо складніша. Величина експорту зростає при одночасному зменшенні ціни, представленої в іноземній валюті (тобто вітчизняні товари на міжнародному ринку стають відносно

дешевшими, що збільшує попит на них за кордоном, а отже й збільшує їх вітчизняну пропозицію).

Якщо крива попиту на ділянці BB' експорту – еластична, то загальна величина експорту також збільшується, що безсумнівно (поряд зі зменшенням витрат на імпорт) веде до покращення торговельного балансу (рис.1.12). Знаходження на нееластичній ділянці попиту на експортну продукцію може і не призвести до такого результату. Тим самим еластичність експорту справляє великий вплив на визначення зовнішньоторговельної політики держави, а разом з тим, і курсова політика для підтримки конкурентоспроможності вимагає додаткової уваги не тільки до номінальної динаміки, але й динаміки реального курсу¹.

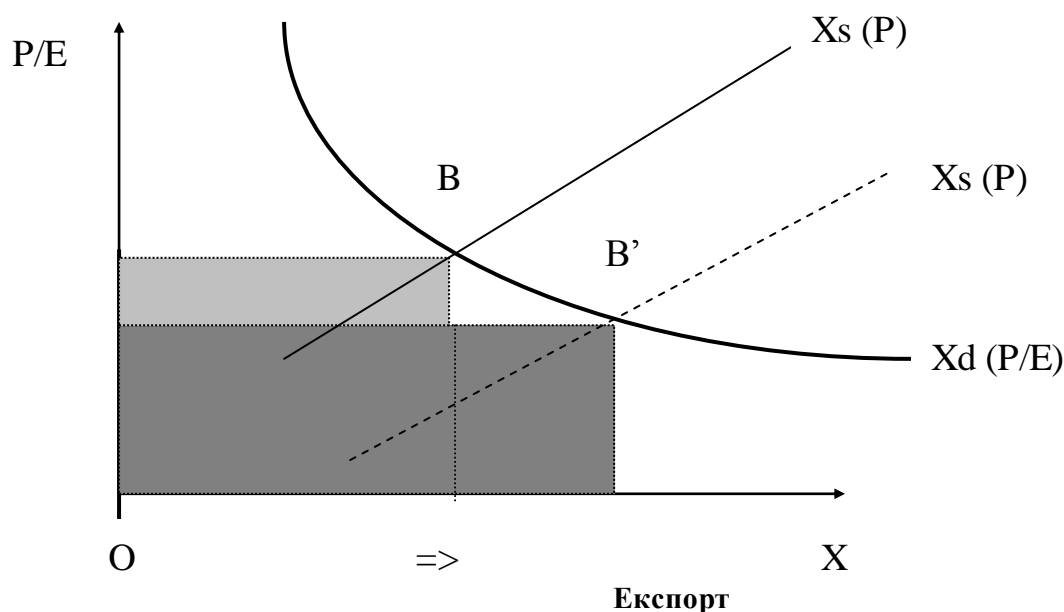


Рис.1.12. Вплив девальвації на експорт.

У випадку, коли паритет купівельної спроможності утримується у коротко- і довгостроковому аспекті, девальвація національної грошової одиниці не обов'язково вестиме до реального послаблення національної валюти. Номінальна девальвація у цьому разі просто вестиме до пропорційного збільшення цін

¹ Умовою позитивного впливу девальвації національної валюти на торговельний баланс є так звана умова Маршалла-Лернера – прямий ефект буде позитивним, коли сума цінових еластичностей попиту на експорт та імпорт перевищує одиницю.

імпортованих товарів і у випадку стабільних цін внутрішнього ринку (вітчизняного виробника) залишать реальний курс без зміни.

Зв'язок курсу і відносних цін за паритету $s = \frac{P}{P^f}$ виглядає наступним чином:

$$\frac{ds}{s} = \frac{dP}{P} - \frac{dP^f}{P^f} \quad (1.3)$$

Національна валюта матиме тенденцію до девальвації (ослаблення), якщо рівень внутрішніх цін вищий порівняно з іноземними². Тобто, для утримання торговельного паритету обмінний курс девальвує на процентну величину, яка дорівнює різниці між внутрішніми та іноземними цінами. Зворотний зв'язок також справедливий – вища девальвація вимагає більшої інфляції вітчизняного ринку:

$$\frac{dP}{P} = \frac{ds}{s} + \frac{dP^f}{P^f} \quad (1.4)$$

Інший цікавий висновок отримаємо, якщо попереднє рівняння скомбінуємо з відомою тотожністю кількісної теорії грошей:

$$MV = PY \quad (1.5)$$

Маючи: $P = \frac{MV}{Y} \quad (1.6)$

$$P^f = \frac{M^f V^f}{Y^f} \quad (1.7)$$

$$s = \frac{P}{P^f} \quad (1.8)$$

отримаємо: $s = \left(\frac{M}{M^f} \right) \left(\frac{V}{V^f} \right) \left(\frac{Y^f}{Y} \right) \quad (1.9)$

² Курс вимірюється в термінах національної валюти за одиницю іноземної валюти (наприклад, долара), тому девальвація еквівалентна зростанню курсу (похідна є позитивна величина).

А приймаючи, що швидкість обігу грошей не змінюється високими темпами, а також, що різниця у темпах зростання у переважній більшості випадків не буває значною, отримаємо:

$$\frac{ds}{s} = \frac{dM}{M} - \frac{dM^f}{M^f} \quad (1.10)$$

Це означає, що величина зміни валютного курсу приблизно дорівнює різниці нарощування грошової маси у відповідних країнах. Такий висновок дозволяє безпосередньо пов'язувати курсову динаміку з темпами пропозиції грошей.

У загальному вигляді залежність між цінами (P) та валютним курсом (e) можна подати у вигляді такої схеми (рис. 1.13):

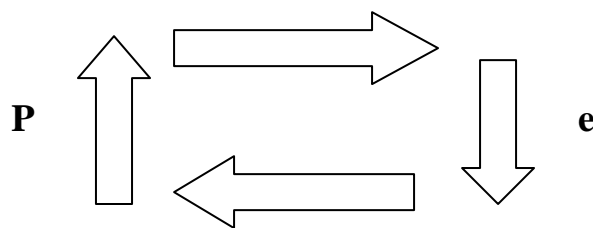


Рис.1.13. Залежність між цінами та валютним курсом.

Тобто, зростання цін знижує курс, падіння курсу веде до зростання цін.

Вказані рівності мають сенс тільки у тому випадку, якщо утримується паритет купівельної спроможності. В іншому випадку, цінові диспропорції можуть зовсім не позначитись на динаміці валютного курсу (чи навпаки), і, як крайній випадок, цікавою виглядає девальвація, яка збільшує ціни імпортованих товарів, не зачіпаючи ціни вітчизняних товарів, що виявить ефект переорієнтації, позитивний для вітчизняного виробника.

Якщо ми поєднаємо наведені співвідношення, то можемо констатувати, що за інших рівних умов очікуване зростання інфляції призводить до девальвації національної грошової одиниці. Так само вища інфляція може бути асоційована з вищими номінальними ставками та розширеною пропозицією грошей, які зменшують попит на реальні гроші (агенти ринку чутливо реагують саме на

номінальні ставки у короткотерміновому аспекті), що може вимагати зменшення пропозиції грошей для утримання існуючої рівноваги на ринках грошей.

Тобто девальвація може покращити торговельний баланс тільки тимчасово. А у довгостроковому аспекті, ймовірно, призведе до підвищення рівня внутрішніх цін і пропорційно до зростання пропозиції номінальних грошей, залишаючи пропозицію реальних грошей без змін. При цьому рівень резервів центрального банку може підвищитись внаслідок “додаткових” надхожень від експортних операцій. Однак, оскільки девальвація не впливає на міжнародні ціни, то і відносна ціна імпорту в термінах експорту не зазнає змін. Тому, за відсутності структурних змін, швидко відновиться і встановлений раніше баланс, і країна втратить відносні переваги, якщо покладатиметься тільки на девальваційний інструмент (або буде змушена далі продовжувати і розширювати нові девальваційні хвилі). Хоча потрібно пам’ятати, що девальвація створюватиме тенденцію покращення платіжного балансу з одночасним підвищенням внутрішніх цін і зниженням реальних грошей в економіці, що вже далі може призвести і до втрати резервів.

Зміни в номінальних показниках відобразяться (можливо з певним лагом) і в реальному обмінному курсі, де відносні зміни вже підпорядковані наступному:

$$\frac{dRER}{RER} = \frac{ds}{s} + \frac{dP^f}{P^f} - \frac{dP}{P} \quad (1.11)$$

Тому номінальна девальвація виявляється у двох “протилежних” для вітчизняної економіки напрямках:

- призводить до реальної девальвації, що спричинює подорожчання імпортованих товарів, подешевшання вітчизняного експорту, наслідком чого є зменшення величини імпорту, зростання величини експорту і покращення торговельного балансу;
- спричинює зростання внутрішнього рівня інфляції (що нейтралізує тиск зростання реального обмінного курсу).

Одним з важливих адміністративних інструментів валютного регулювання є введення державою валютних обмежень.

Валютні обмеження – це встановлені в законодавчому й адміністративному порядку правила щодо обмеження операцій з валютними цінностями, зосередження валютних ресурсів у розпорядженні держави. Валютні обмеження юридично закріплені у нормативних актах, присвячених валютному регулюванню і валютному контролю.

Валютні обмеження, як правило, мають дискримінаційний характер, а їх введення диктується різними економічними або політичними чинниками і негативно впливають на товарообмін між країнами, ускладнюють розвиток зовнішньоекономічних зв'язків та вільний експорт капіталу і товарів.

Основними цілями застосування валютних обмежень є вирівнювання платіжного балансу (в першу чергу за рахунок зменшення відпливу капіталу), підтримання рівня економічного розвитку країни та її валютного ринку, концентрація валютних ресурсів у розпорядженні держави з метою вирішення поточних та стратегічних завдань, забезпечення належного рівня і динаміки офіційних золотовалютних резервів тощо.

Валютні обмеження, як правило, передбачають регулювання міжнародних платежів та переказів капіталів, репатріацію експортної виручки, прибутків, руху золота, грошових знаків та цінних паперів; заборону вільної купівлі-продажу іноземної валюти; концентрацію в руках держави іноземної валюти та інших валютних цінностей.

Еталоном для класифікації національних валютних обмежень є стандартна побудова розділів у “Щорічній доповіді про валютні режими та валютні обмеження”, що друкується Міжнародним валютним фондом (табл.1.6).

Основними принципами побудови системи валютних обмежень є:

- централізація валютних операцій в центральному або уповноважених банках;

- ліцензування валютних операцій, що передбачає отримання імпортерами або боржниками попереднього дозволу органів валютного контролю на придбання іноземної валюти;
- повне або часткове блокування валютних рахунків;
- обмеження обігу (обороту) валют.

Таблиця 1.6 [82, с. 31-32]

Секція	Обмеження, що охоплюють дану секцію
“Режим валютного курсу”	Різні види множинності валютних курсів, оподаткування резидентів при придбанні іноземної валюти для окремих угод, гарантування форвардного курсу тощо
“Припис валюти контракту”	Обмеження, що стосуються вибору валюти і форм розрахунків за угодами з іншими країнами, особливо двосторонні платіжні угоди
“Нерезидентські рахунки”	Положення, що регулюють режим рахунків, які відкриваються у національній валюті особами, які не є резидентами даної країни
“Імпорт та імпорتنі платежі”	Обмеження, пов’язані з ліцензуванням імпорту (вони можуть також розглядатися як торгові обмеження), авансові імпорتنі депозити, асигнування на оплату імпорту тощо
“Платежі за неторговими операціями”	Процедури, пов’язані з отриманням дозволу на закордонні платежі за поточними неторговими операціями (перекази родичам, норми обміну валюти для ділових та туристичних подорожей, переказ заробітної плати зайнятих в країні іноземних робітників та службовців тощо), будь-які обмеження на експорт іноземних та вітчизняних банкнот
“Експорт та експортні надходження”	Вимоги про здавання або репатріації експортних надходжень, ліцензування експорту
“Надходження від неторгових операцій”	Положення, що регламентують режим обміну іноземних надходжень від неторгових угод, обмеження на імпорт іноземних та вітчизняних банкнот
“Рух капіталів та кредитів”	Особливі правила або обмеження в сфері руху капіталів: іноземних інвестицій, їх репатріації та переводу прибутків, позик фінансових ресурсів всередині країни нерезидентами, отримання національними господарськими суб’єктами іноземних кредитів, імпорту та експорту цінних паперів

Російський економіст Н.М.Артемов [22, с.29] виділяє основні функції, які виконує система валютних обмежень:

1. Основною функцією системи валютних обмежень є нагромаджувальна (особливо сьогодні для країн, що розвиваються). Саме в результаті нагромадження валютних засобів держава може здійснювати погашення зовнішнього та внутрішнього боргу.

2. Від того, наскільки успішно реалізується нагромаджувальна функція, можна вести мову про розподільчу. Таким чином, наступна функція - розподільча, або можна стверджувати, перерозподільча. Шляхом реалізації валютних

обмежень в державі акумулюються валютні засоби, що спрямовуються згодом на вирішення проблем, які пов'язані як з погашенням боргів, так і з направленням валютних засобів на цілі, пов'язані з регулюванням курсу національної валюти.

3. Наступна функція - регулююча, яка є також дуже важливою для системи валютного регулювання.

Н.М.Артемов веде мову про регулювання розвитку економічних процесів, суспільного виробництва в умовах, коли основним об'єктивним економічним законом, що діє у суспільстві, є закон вартості та можливі лише фінансово-економічні (не адміністративні) методи впливу держави на інтереси громадян, підприємців з метою спрямування їх діяльності у потрібному, вигідному для суспільства напрямі.

Маневруючи елементами валютних обмежень, пільгами, штрафами, змінюючи умови їх застосування, вводячи одні та відмінюючи інші, держава може створювати умови для прискорення розвитку окремих галузей та виробництв, що сприяють вирішенню тих чи інших соціальних проблем. (Наприклад, сьогодні підйом сільського господарства в Україні є одним із пріоритетних завдань. У зв'язку з цим є обґрунтованим створення можливості застосування валютних нормативів, за якими підприємства окремих галузей (зокрема, сільського господарства) змогли б здійснювати нагромадження та використання валютних засобів на свій розсуд).

4. Крім названих функцій необхідно особливо виділити і функцію контролю. У процесі застосування валютних обмежень з боку держави проводиться контроль за фінансово-господарською діяльністю суб'єктів, що здійснюють зовнішньоекономічну господарську діяльність, за отриманням доходів громадян тощо.

Запропоноване розмежування функцій носить умовний характер, оскільки всі вони переплітаються та здійснюються одночасно.

Економічна теорія традиційно до валютних обмежень відносить:

- обов'язковий продаж державі іноземної валюти (в обмін на національну валюту за офіційним курсом);

- заборону вільного продажу та купівлі іноземної валюти на внутрішньому ринку країни;
- регулювання переказів та платежів за кордон, вивозу капіталу, репатріації прибутків, золота, грошових знаків та цінних паперів;
- регулювання отримання зовнішніх позик.

Необхідність застосування тих чи інших валютних обмежень обумовлюється, в першу чергу, загальною економічною ситуацією в країні та, крім того, особливостями функціонування валютного ринку.

Валютне регулювання активно використовувалось більшістю держав в критичні для їх економіки періоди з метою захисту фінансової самостійності, стабільності грошової системи, зміцнення курсу національної валюти, мобілізації валютних ресурсів. Уперше валютні обмеження у формі зосередження обороту іноземної валюти в руках держави були впроваджені в Німеччині в 1931 р. Система валютних обмежень досить успішно реалізовувалась в різні періоди Франції, Великій Британії, Японії, Австрії, Італії, Новій Зеландії, Ірландії, Іспанії та інших державах.

Сьогодні майже у всіх розвинутих країнах валютні обмеження в основному відмінні, оскільки вони виконали свої функції. Однак більшість країн, що розвиваються, країн із перехідними економіками тією чи іншою мірою активно використовують можливості валютних обмежень. Згідно з даними МВФ тільки обов'язкова умова репатріації валютної виручки сьогодні зафіксована у правових актах 50 держав [22, с.15]. До них входять Китай, Кіпр, Чехія, Угорщина, Іран, Ізраїль, Польща, ПАР, Туреччина тощо. Системи валютного регулювання, що обмежують валютні операції за допомогою адміністративних заходів, функціонують, наприклад, в Угорщині та Чехії. В Греції та Португалії існують обмеження на операції, пов'язані з рухом капіталів. У Польщі повноту репатріації валютної виручки контролюють уповноважені банки за наявності ліберальної системи оголошення відкриття рахунків резидентів за кордоном.

Валютні обмеження, що використовуються у світовій практиці, розповсюджуються на поточні операції платіжного балансу (торгові та "невидимі")

операції) та фінансові (рух капіталу та кредитів, переказ прибутків, податкових та інших платежів). Форми валютних обмежень класифікуються залежно від сфери застосування (додаток Р).

Введення валютних обмежень часто супроводжується встановленням множинності валютних курсів, тобто введенням диференційованих курсових відношень щодо різних видів операцій, товарних груп та регіонів. Уперше множинність валютних курсів стала застосовуватися в період світової економічної кризи 1929-33 рр. після відміни золотого стандарту та введення валютних обмежень. При цьому валютні рахунки були блоковані, а дисконти відносно офіційних курсів валюти, наприклад, в Німеччині, коливалися в межах від 10 до 90%. Після Другої світової війни більшість країн-членів МВФ, порушуючи його Статут, практикували множинність валютних курсів. Наприклад, у Франції було встановлено десять валютних курсів. У Туреччині до середини 60-х рр. поряд із завищеним офіційним курсом національної валюти застосовувались й інші диференційовані курси для різних видів експорту. Із введенням конвертованості валют у більшості промислово розвинутих країн їх курс був уніфікованим, однак окремі держави періодично вводять політику множинності курсів у формі подвійного валютного ринку [138, с.127].

Втручання держави у сферу міжнародних валютно-фінансових відносин виявляється в періодичному використанні валютних клірингів, при застосуванні яких взаємні розрахунки між двома або декількома країнами здійснюються шляхом заліку зустрічних вимог, а платежі валютою здійснюються лише на суму різниці в товарних поставках та наданих послугах. Валютний кліринг спочатку використовувався лише для зовнішньоторговельних розрахунків, а згодом був поширений на операції неторговельного характеру та інші платежі, що виникають у результаті економічних зв'язків між окремими країнами та економічними угрупованнями.

У практиці міжнародних розрахунків розрізняють двосторонні, тристоронні й багатосторонні кліринги. Найбільшого поширення набули двосторонні кліринги, при яких залік зустрічних вимог і зобов'язань відбувається між двома країнами. Перша

подібна клірингова угода була підписана між Швейцарією та Угорщиною в 1931 р., а вже до березня 1935 р. було підписано 74 клірингові угоди, станом на 1937 р. діяло 169 таких угод. У цілому до середини 50-х років близько 60 % міжнародних розрахунків капіталістичного світу здійснювалось через валютні кліринги [36, с. 168].

З 1958 р., у зв'язку з підвищенням ступеня оборотності валют країн з розвинутою ринковою економікою, питома вага клірингових розрахунків у загальному обсязі платежів капіталістичного світу стала поступово та неухильно знижуватися. Проте, незважаючи на цю тенденцію, у вересні 1985 р. у результаті трирічних переговорів між найбільшими європейськими комерційними банками був створений багатосторонній кліринг для взаємного заліку вимог і зобов'язань, пов'язаних з операціями в ЕКЮ. Це було зумовлено, перш за все, швидким впровадженням ЕКЮ в приватний сектор. Клірингові розрахунки дали можливість щоденно здійснювати через систему SWIFT взаємні розрахунки з 1000 операцій на суму 2 млрд. ЕКЮ.

Останнім часом клірингові розрахунки почали широко застосовуватися в багатосторонніх взаємних розрахунках країн, що розвиваються, в межах їхніх економічних і валютних угруповань. Так, на початку 90-х років 87 країн, що розвиваються, уклали 148 двосторонніх клірингових угод. Крім того, діє 4 багатосторонніх кліринги, які охоплюють 13 країн Латинської Америки, 8 — Карибського басейну, 13 — Західної Африки, 7 — Азії.

Загалом валютні кліринги справляють двоїстий вплив на розвиток зовнішньої торгівлі. З одного боку, вони пом'якшують негативні наслідки валютних обмежень, надаючи можливість країнам-експортерам використовувати валютну виручку, з іншого — при клірингових розрахунках зовнішньоторговельний оборот необхідно регулювати з кожною країною окремо, а валютну виручку можна використовувати лише в тій країні, з якою укладена клірингова угода. Крім того, замість виручки у конвертованій валюті експортери за поставлені товари та надані послуги одержують національну валюту. Спочатку це було причиною пошуку країнами різних обхідних шляхів щодо додержання клірингових угод, а згодом, з лібералізацією міжнародних економічних відносин,

валютний кліринг між розвинутими країнами значно скоротився, а з часом фактично припинив своє існування.

Однією з форм валютних обмежень виступає валютна блокада - припинення або обмеження валютно-фінансових відносин з блокованою країною, аж до заморожування в банках валютних цінностей цієї держави та валюти приватних осіб з метою здійснення на неї економічного і політичного тиску.

Розрізняють односторонню, якщо одна країна блокує іншу, та багатосторонню блокаду, коли вона здійснюється рядом держав. Валютна блокада буває повна - з використанням усіх методів валютно-фінансового впливу, аж до заморожування валюти країни, що піддається валютній блокаді, та часткова, коли використовуються лише окремі методи валютної блокади. Багатостороння валютна блокада часто здійснюється через міжнародні валютно-фінансові організації - Міжнародний валютний фонд, Світовий банк та ін.

Прикладом багатосторонньої валютної блокади було припинення валютно-фінансових відносин всіма країнами Антанти з Радянською республікою до середини 30-х років. Західні держави блокували Єгипет у 1966 р. у відповідь на націоналізацію Суецького каналу, Лівію (1988 р.), Іран та Ірак під час війни 1980-1988 рр., знову Ірак під час агресії проти Кувейту та після неї, республіки, що входили до складу Югославії. Останнім часом валютна блокада застосовується до країн - учасниць локальних та регіональних конфліктів.

Валютні обмеження можуть практикуватися через офіційне встановлення країною кількох валютних курсів. Встановлюючи множинність валютних курсів, держави диференціюють їх за групами товарів, послуг та за цільовим використанням валюти. Вперше така форма валютних обмежень почала використовуватися під час Великої депресії після світової економічної кризи 1929-1933 рр. Німеччина напередодні Другої світової війни, наприклад, застосовувала близько 60 валютних курсів щодо долара США.

Деякі країни світу використовують одночасно декілька видів валютних курсів, наприклад, особливий курс для зовнішньоторговельних операцій, курс для

фінансових операцій, для туристів тощо. Це було характерно для колишнього СРСР, особливо в останні роки його існування.

У післявоєнні роки майже всі розвинені країни Заходу практикували ті чи інші валютні обмеження, за винятком США і Швейцарії. Сьогодні, за різними оцінками, від 60 до 70 % країн - членів МВФ використовують валютні обмеження.

Для запобігання валютних ризиків практика міждержавних розрахунків виробила систему валютних застережень, які є специфічною формою валютних обмежень. Система валютних обмежень регламентується державою в цілому, а специфічна їх форма – валютні застереження – використовується на макроекономічному рівні у зовнішньоекономічних відносинах юридичними і фізичними особами.

На початок 1998 р. 138 країн з країн-членів МВФ офіційно прийняли на себе відповідно до статті VIII Статуту зобов'язання про недопущення обмежень щодо поточних операцій (України з 1997 р.). Статутом МВФ передбачена у деяких випадках можливість країн вводити валютні обмеження і за рухом капіталів. Але у 1976-1978 рр. було прийнято поправку до статті IV Статуту, у якій зазначалося, що “метою розвитку світової валютної системи є забезпечення свободи руху капіталів”.

З огляду на це, негативні наслідки валютних обмежень полягають в тому, що, по-перше, вони порушують єдність світового господарювання, по-друге, перешкоджають вільному розвитку зовнішньої торгівлі і, по-третє, роздроблюють світовий валютний ринок на більше чи менше ізольовані валютні сфери.

Світовий досвід відміни валютних обмежень та переходу до конвертованості національної валюти дає змогу виділити вузлові проблеми цього процесу:

1. Вибір моменту і темпу введення обміну валюти. В історії валютних відносин відомі дві моделі – шоковий і поступовий перехід до конвертованості валюти під час створення необхідних передумов. Перший – волюнтаристський варіант (Туреччина, деякі країни Східної Європи) – незмінно супроводжується

падінням курсу національної валюти, вичерпанням офіційних валютних резервів, бо зростає попит на іноземну валюту.

Другий варіант, тобто поетапний перехід до конвертованості валюти (досвід країн Західної Європи, Японії), має перевагу перед шоким варіантом, оскільки базується на узгодженні умов національного і світового ринків, зокрема ціноутворення і підготовки передумов введення конвертованості валюти, основними з яких є: стабілізація економіки, скорочення дефіциту державного бюджету, стримування інфляції, зменшення дефіциту платіжного балансу, врегулювання зовнішньої заборгованості країни, накопичення офіційних золотовалютних резервів, нормалізація соціально-політичної ситуації в країні.

2. Визначення послідовності введення конвертованості валюти для резидентів і нерезидентів. Судячи зі світового досвіду, здебільшого перевага надається іноземним партнерам з метою зацікавити їх у рівноправному співробітництві.

3. Вибір операцій, для яких вводиться обмін валюти. Спочатку, як правило, відмінюються валютні обмеження на поточні операції платіжного балансу для нерезидентів [126, с. 72].

Валютний контроль як дисциплінарно-адміністративний засіб забезпечення дотримання правил та норм регулювання сфери валютних відносин виступає необхідним елементом організації системи валютного регулювання будь-якої країни. Світовий досвід свідчить, що успішний розвиток валютних відносин, внутрішнього валютного ринку відбувається, як правило, за активної регулюючої участі держави і при ефективному контролі повноважених органів за валютними операціями.

З юридичної точки зору, валютний контроль - це комплекс нормативно закріплених адміністративних (правочинних) та організаційних заходів, що здійснюються спеціально уповноваженими на основі закону державними органами або іншими організаціями (наприклад, уповноваженими банками в якості агентів валютного контролю) та спрямованих на реалізацію порядку здійснення валютних угод та операцій в частині валютних обмежень, а також

заходів щодо перевірки дотримання, виявлення, попередження порушень такого порядку [71, с. 64].

У західній літературі виділяють два визначення валютного контролю. У вузькому визначенні валютний контроль трактується як обмеження, що лімітують право обміну національної валюти на валюту іноземної держави [138, с.124]. У широкому розумінні валютний контроль означає регулювання використання національної валюти у міжнародній торгівлі та фінансах. Таким чином, у західній літературі під валютним контролем розуміють систему певних обмежень, що регламентують порядок проведення валютно-обмінних або міжнародних операцій за участю національної валюти.

На думку українських вчених, зокрема А.М.Мороза, метою валютного контролю є забезпечення дотримання резидентами та нерезидентами валютного законодавства [148, с. 221]. В.В.Козюк трактує валютний контроль як специфічний вид наглядової діяльності владного органу (як правило, центрального банку), спрямованої на спостереження за дотриманням валютного законодавства економічними агентами [90, с. 215].

Із визначення випливає, що валютний контроль виступає одночасно у трьох ролях: по-перше, як механізм контролю з боку держави за дотриманням резидентами і нерезидентами правил і норм валютного законодавства; по-друге, як адміністративний, вимушений захід, що вживається державою для захисту фінансової самостійності, забезпечення стабільності грошової системи, зміцнення курсу національної валюти та мобілізації валютних ресурсів, і, по-третє, як форма нетарифного регулювання зовнішньоекономічної діяльності, аналогом якого може слугувати квотування експорту.

Проте, валютний контроль регулює не стільки угоди з національною валютою, скільки операції з іноземною валютою та іншими валютними цінностями. Тому валютний контроль слід визначати як законодавчу або адміністративну заборону, лімітування та регламентацію операцій резидентів та нерезидентів з валютою та іншими валютними цінностями. Крім того, до складу валютного контролю входять:

- документарний нагляд;
- інспекційні перевірки банків та фінансових установ у сфері валютного регулювання;
- реєстрація та облік валютних операцій;
- надання необхідних валютних ліцензій, дозволів та право на їх відкликання;
- застосування заходів впливу у випадках порушення валютного законодавства;
- подання інформації про факти порушень валютного законодавства.

За допомогою валютного контролю владні органи (уряд, центральний банк або спеціалізована установа) регулюють валютні, експортно-імпортні та інші зовнішньоекономічні операції.

На наш погляд, таке поняття валютного контролю відповідає швидше поняттю валютного регулювання (суть якого зводиться до діяльності держави та уповноважених нею органів, спрямованої на регламентацію міжнародних розрахунків і порядку здійснення операцій з валютними цінностями). Таке поняття ширше, ніж поняття валютного контролю, що випливає з норм валютного законодавства України, згідно з яким валютний контроль трактується як сукупність заходів, що здійснюються органами держави та уповноваженими банками, спрямованих на дотримання валютного законодавства при проведенні валютних операцій.

Проте сформульоване вище поняття дозволяє чіткіше визначити суть валютного контролю, його кінцеве призначення як складової частини механізму валютного регулювання.

Таким чином, попри поширену практику використання у науковій літературі та практичній діяльності термінів “валютний контроль” і “валютне регулювання” для досліджень у цій сфері характерною є відсутність окреслених підходів до трактування суті згаданих дефініцій, правильного розуміння їх змісту, особливо в економічній системі перехідного періоду. З огляду на такі обставини, вважаємо доцільним вивчення ключових сутнісних аспектів цих дефініцій з

метою з'ясування оптимальних напрямків організації валютного контролю як складової системи валютного регулювання в умовах ринкового реформування економіки України.

Декрет Кабінету міністрів України “Про систему валютного регулювання і валютного контролю”, прийнятий у лютому 1993 р., розроблявся в умовах відсутності належного досвіду регулювання відносин у валютній сфері у період реформування економіки, що не дозволило врахувати при його розробці всіх особливостей, притаманних цьому періоду. У ньому не дається визначення понять “валютного регулювання” і “валютного контролю” взагалі. У Положенні про валютний контроль, прийнятому у лютому 2000 р., вказана лише сфера валютного контролю та порядок застосування санкцій за порушення валютного законодавства. Відсутність законодавчо закріпленого поділу між поняттями “валютне регулювання” і “валютний контроль” спричинює виникнення багатьох питань і проблем.

На наш погляд, валютний контроль – це комплекс заходів, обов'язкових до виконання, що здійснюються органами валютного контролю з метою дотримання резидентами та нерезидентами валютного законодавства та запобігання валютним правопорушенням.

Валютний контроль, виступаючи невід'ємним елементом системи валютного регулювання, впливає на реалізацію валютних відносин, сприяє стабільності та ефективності внутрішнього валютного ринку.

Валютний контроль забезпечує виконання таких функцій:

- дотримання правильності здійснення валютних операцій та забезпечення режиму законності під час їх проведення;
- запобігання правопорушенням у валютній сфері й усунення їх;
- виявлення фактів порушення валютного законодавства та застосування заходів впливу до порушників;
- сприяння раціональному використанню валютних цінностей, а також правильному проведенню бухгалтерського обліку та звітності за валютними операціями резидентів і нерезидентів.

Реалізація зазначених функцій визначає призначення і мету валютного контролю, а саме: протидію відпливу капіталу за кордон, що створює загрозу економічної безпеки держави, стимулювання розвитку зовнішньоекономічної діяльності та формування валютних резервів країни та ефективної валютної політики. Реалізація завдань і цілей валютного контролю є необхідною умовою забезпечення правопорядку і законності у процесі здійснення валютних операцій.

Вибір форм та методів валютного контролю залежить від особливостей економічного розвитку різних країн. Валютний контроль активно використовувався абсолютною більшістю держав в умовах економічних криз або з метою відновлення народного господарства (особливо у післявоєнний період). Механізм валютного контролю у промислово розвинутих країнах формувалася історично, враховуючи специфічні умови розвитку кожної з цих країн.

У сучасних умовах валютний контроль стає елементом внутрішнього грошового обігу, впливаючи безпосередньо не лише на валютний курс, але й на інфляційні процеси, тобто внутрішню стабільність та функціональність грошової системи. Особливого значення він набуває у перехідних економіках, до яких належить і економіка нашої держави, яким притаманна нерозвиненість фінансових ринків, значні коливання курсу національних грошей, наявність спекулятивного іноземного капіталу, невірноваженість платіжного балансу, що загалом визначає необхідність вжиття певних адміністративних заходів, а саме валютного контролю, з метою мінімізації втрат держави від згаданих вище чинників, зростання могутності національної економіки.

Висновки до розділу 1

В умовах ринкових перетворень в Україні вкрай актуальним залишається питання вдосконалення системи валютного регулювання, оскільки

Проведений у даному розділі аналіз теоретичних аспектів організації системи валютного регулювання дозволяє зробити наступні висновки:

- 1.

2. Найважливішим є процес формування та реалізації валютної політики на національному рівні, що здійснюється державою в особі центрального банку країни. При цьому здійснення центральним банком своїх функцій як головного органу монетарного регулювання економіки визначає тісний взаємозв'язок між його грошово-кредитною та валютною політикою, який визначається: по-перше, у єдиному державному органі - центральному банку, який володіє належними організаційними можливостями для проведення відповідних регулятивних заходів як на грошовому, так і на валютному ринку країни; по-друге – підпорядкованості здійснюваних центральним банком країни регулятивних заходів єдиним стратегічним завданням державної економічної політики; по-третє – володінні центральним банком досить потужним інструментарієм, за допомогою якого він спроможний ефективно впливати на стан обох ринків.

3.

3. Важливим засобом реалізації валютної політики є валютне регулювання. Валютне регулювання – це, з одного боку, процес, а з іншого - порядок здійснення державного управління валютною сферою в економіці. Валютне регулювання включає встановлені державою принципи, методи та форми здійснення в країні валютних операцій, спосіб державного регулювання валютної сфери економіки з метою підвищення економічної ефективності та забезпечення фінансово-бюджетної безпеки.

2.

Основні наукові результати розділу опубліковані у працях [191, 192, 195, 197, 199, 201, 204].

РОЗДІЛ 2

АНАЛІТИЧНА ОЦІНКА СИСТЕМИ ВАЛЮТНОГО РЕГУЛЮВАННЯ В УКРАЇНІ

2.1. Становлення системи валютного регулювання і контролю в Україні

Протягом усієї вітчизняної історії зовнішньоекономічні зв'язки України характеризувались високим ступенем централізації державного регулювання.

У становленні та розвитку валютного регулювання у радянській та пострадянській Україні умовно можна виділити декілька основних етапів (додаток С).

Перший етап – до 1986 року. Основу валютної системи СРСР в цей період складала валютна монополія держави, яка мала виключне право володіння та розпорядження іноземною валютою. Основними джерелами надходження в СРСР валютних коштів були доходи від експорту, також монополізованого державою, суми залучених валютних кредитів та нагромаджені внутрішні резерви (природне дорогоцінне каміння, дорогоцінні метали).

Використання валютних цінностей (доходів від експорту в іноземній валюті, залучених валютних кредитів та нагромаджених золотовалютних резервів) в умовах державно-командної системи в СРСР здійснювалось державою (в особі Держплану СРСР, Мінфіну СРСР, Держбанку СРСР) на плановій основі. Валютні плани держави, які містили дані про джерела та обсяги надходжень, а також напрями та суми витрат валютних коштів, затверджувались у складі системи народногосподарських планів Верховною Радою СРСР. Органи державної влади СРСР, місцеві органи влади, підприємства та організації отримували виділені їм валютні кошти через єдину валютну касу держави. Це знижувало стимули підприємств до підвищення конкурентноздатності своєї продукції і в кінцевому підсумку зумовлювало суттєве відставання радянської економіки (за винятком оборонної промисловості) від західних країн. Обіг валюти та валютних цінностей всередині країни переслідувалось у кримінальному порядку.

Важливим етапом на шляху відмови від валютної монополії держави стало прийняття у 1986 р. постанови Ради міністрів СРСР № 1535 та 1537, відповідно до яких підприємства отримували у своє розпорядження частину валютної експортної виручки та обмежене право її використання на власні потреби. Ці постанови започаткували другий етап розвитку валютного регулювання і валютного контролю у колишньому СРСР.

Починається процес децентралізації (лібералізації) зовнішньоекономічної діяльності, у ході якого майже усі суб'єкти господарської діяльності (підприємства, установи, організації) отримали право прямого виходу на зовнішні ринки. Встановлюється та розвивається система валютних відрахувань, за якої іноземна валюта, що надходить, розподіляється у визначених пропорціях між державою та підприємством, що експортувало товари, роботи чи послуги. Підприємство-експортер отримує право мати власні валютні фонди. Згідно з новим порядком підприємства-експортери повинні були відраховувати 40% валютної виручки у бюджет держави (з 1991 р. – у бюджет України).

Податок на валютну виручку було збережено в Україні до 1992 р., ставки податку коливались по галузях від 25 до 50% за операціями, що виконувались на основі грошових розрахунків. За бартерними угодами передбачався окремий порядок. Обслуговування зовнішньоекономічної діяльності на цьому етапі вже виконувалось Укрексімбанком (створеним у 1990 р.). Таким чином, у якості власника валютних коштів тепер виступає не тільки держава, але й підприємство-експортер.

Протягом цього періоду був відсутнім спеціальний орган валютного регулювання і валютного контролю (його роль, поряд з іншими функціями, фактично виконувала Державна зовнішньоекономічна комісія Ради Міністрів СРСР), а джерелами валютного законодавства були рішення ради Міністрів СРСР, а також нормативні акти міністерств та відомств.

Нові реалії валютних відносин (порушення планових основ валютних відносин країни із зовнішнім світом, швидке зростання кількості учасників зовнішньоекономічних зв'язків та комерційних банків) привели до розуміння

необхідності їх правового закріплення, регулювання та контролю валютних відносин, створення єдиних правил здійснення валютних операцій, надання функцій органу валютного контролю одному із органів державного управління. Це слугувало основою для розробки у 1990 р. проекту спеціального закону СРСР про валютне регулювання.

Система валютного регулювання в Україні формувалась у складних і суперечливих соціально-економічних умовах. Вони характеризувались різким падінням обсягів виробництва, розривом традиційних господарських зв'язків між республіками СРСР та колишньої Ради Економічної Взаємодопомоги (РЕВ), гіперінфляцією, посиленням хаотичних процесів в економіці.

У спадок від Державного банку СРСР Україні залишилась система цілковитої відсутності валютного регулювання:

- комерційні банки самостійно визначали курси за своїми операціями без будь-яких обмежень (система вільного плавання курсів);
- юридичні особи мали практично необмежене право на придбання іноземної валюти (навіть підприємства, які не були суб'єктами зовнішньоекономічної діяльності, могли здійснювати операції з купівлі-продажу валюти, використовуючи право на обіг іноземної валюти на території України);
- експортери не були зобов'язані продавати валютні надходження банкам (у зв'язку з цим на валютному ринку попит з боку імпортерів постійно перевищував пропозицію);
- не встановлювались обмеження “відкритих валютних позицій” для комерційних банків (що не дозволяло Національному банку концентрувати валютні ресурси для забезпечення можливості підтримки курсу національної валюти);
- не було відрегульовано у законодавчому порядку правило контролю за експортом капіталу (в т.ч. продаж валюти громадянам та вивіз її за кордон);
- не було забезпечено законодавством монопольне право банківських установ на здійснення валютних операцій (у зв'язку з цим значна сума, переважно готівкової іноземної валюти, оберталась поза банківською системою).

На практиці використання такої системи означало реальне введення режиму конвертованості валюти без попереднього забезпечення її економічних передумов (конкурентноздатної економіки, соціальних “амортизаторів”, гнучкої системи цін, розвинутої банківської інфраструктури, помірних темпів інфляції тощо). Результатом такого підходу стала хронічна нерівновага на валютному ринку (нестача пропозиції), постійна девальвація національної валюти, доларизація внутрішнього обігу та бартеризація зовнішньоторгового обороту.

Нормативно-правові передумови управління валютною сферою в Україні як незалежній державі були закладені прийняттям 16 квітня 1991 р. Закону України “Про зовнішньоекономічну діяльність”. Обов’язковому розподілу підлягала виручка в іноземній валюті від зовнішньоекономічної діяльності всіх суб’єктів цієї діяльності, які мали постійне місцезнаходження або постійне місце проживання на території України (резиденти) незалежно від місця реєстрації та форм власності, крім тих, що створені за участю іноземного капіталу.

Після проголошення незалежності перед Україною, як і перед іншими республіками колишнього СРСР, постало питання вибору моделі валютних відносин: створення та вступу до єдиного платіжного союзу, де стійким “донором” могла бути лише Росія, адже найбільші країни СНД, а саме Україна, Казахстан, Беларусь, Узбекистан, виступали хронічними боржниками або визнання фактичного розподілу грошових систем і введення в обіг власної грошової одиниці в ролі єдиного законного засобу платежу. Можливість вирішення цієї проблеми шляхом створення платіжного союзу була узгоджена між центральними банками України і Росії ще восени 1992 р., а у квітні 1993 р. пропозиції щодо цього питання виносились українською стороною на обговорення експертів під час зустрічі голів держав СНД в Мінську. При такому варіанті сторонам необхідно було домовитись про єдиний ступінь конвертованості до вільно конвертованих валют, що було досить проблематичним для України (оскільки Україна мала хронічний дефіцит платіжного балансу, порівняно з Росією, і не могла забезпечити необхідне надходження рублів на валютний ринок (додаток Т).

Отже, для України, як і в деяких державах колишнього СРСР, необхідно було створити незалежну грошову систему з усіма притаманними для неї елементами, а саме: введення національної грошової одиниці, масштабу цін, визначення порядку емісії та регулювання грошового обігу і, відповідно, системи валютного регулювання і контролю.

Перший етап грошової реформи розпочався 16 листопада 1992 р. на основі Указу Президента України “Про реформу грошової системи України”. Згідно з Указом, що визначив систему обігу іноземної валюти, були введені досить високі податки на експортерів та встановлювалась вимога обов’язкового продажу усієї валютної виручки на валютному ринку України. Національний банк встановлював офіційні обмінні курси карбованця щодо російського рубля та долара США, а рівень обмінного курсу для банківської системи визначався окремо на міжбанківському валютному ринку. Існування поряд з вищезазначеними паралельного ринкового обмінного курсу призвело до множинності валютних курсів і, як наслідок, до відпливу капіталів за межі України.

Причини цього очевидні: послаблений контроль зі сторони державних органів (розпад апарату контролю і примусу), відсутність макроекономічної стабільності, яка проявляла себе, зокрема, у високій інфляції, в негативній реальній процентній ставці на банківські рахунки підприємств, а також у великій відмінності між офіційним та ринковим курсами.

Загальні сума таких коштів, за різними оцінками, сягала від 6 до 16 млрд. доларів США, і вона навряд чи перебільшена, адже тільки за 9 місяців 1994 р. за кордоном, передусім у країнах колишнього Союзу, осіло 1,4 млрд. доларів, а в Україну повернулось лише 0,4 млрд. [37, с. 241].

Відплив з України значних валютних коштів реально відбувався у всезростаючих масштабах і не був секретом для офіційної статистики. Однак, штучно занижуючи обсяги експорту й імпорту, тодішнє Міністерство статистики України мимоволі приховувало реальні обсяги такого відпливу. Наприклад, зіставляючи дані офіційної статистики з опублікованими у бюлетені Європейського центру макроекономічного аналізу, який видається на Заході,

відомий український економіст, директор Інституту економіки Національної академії наук України, академік НАНУ І.І. Лукінов виявив досить дивну розбіжність між тими цифрами, які гласно обертаються у нашій країні, та тими, які потрапляють у зазначений центр і взагалі за межі держави. Наприклад, зіставивши дані офіційної статистики з даними, опублікованими в бюлетені Європейського центру макроекономічного аналізу, що видається на Заході (додаток Т), можна помітити істотну різницю між українськими даними про обсяг зовнішньоекономічного обороту та даними країн-партнерів.

Найбільш розповсюдженим методом переказу капіталу за кордон було укладання бартерних угод “у двох екземплярах”: для українських владних структур занижувалась вартість експорту, а для країн-імпортера декларувалась реальна вартість товарів. Це дозволяло українським фірмам, здійснюючи обмін товар на товар, імпортувати необхідні товари і залишати сплачену в готівковій формі нетто різницю на закордонних банківських рахунках. Згідно з діючим нормативним законодавством країн-імпортерів українських товарів усе здійснювалось відповідно до закону. Втрачав від цього лише платіжний баланс та бюджет України.

Згідно з Указом Президента України передбачалося використання на території України як законного засобу платежу українського карбованця. При цьому всі наявні в балансах підприємств і банків станом на 16 листопада 1992 р. – рублеві залишки були конвертовані в карбованці за курсом 1:1. Власне “рублевими” коштами, тобто іноземною валютою, визнавалися лише ті грошові надходження, які зараховувалися на кореспондентські рахунки українських банків у банках Росії або інших країн зони функціонування рубля. Одночасно з метою зупинки “втечі капіталу” ставка рефінансування комерційних банків України була піднята до рівня, що існував на той момент у Росії — 80 % річних, а офіційний курс українського карбованця встановлювався на рівні 1,45 українського карбованця за 1 російський рубль.

До листопада 1992 р. Національний банк України встановлював обмінні курси грошової одиниці України відносно долара США, а з 19 листопада 1992 р.

також до валют країн рублевої зони. Особлива увага уряду та Національного банку України була звернена на розвиток мережі обмінних пунктів. Будь-які обмеження на ввіз та вивіз готівкових російських рублів були скасовані, а це призводило до того, що їх власники (особливо в східних регіонах України) не бажали здійснювати обмін російських купюр на карбованці.

Розуміючи необхідність створення умов для підтримання курсу національної грошової одиниці, Національний банк України наприкінці 1992 р. розпочав роботу щодо створення Офіційного валютного резерву України, структура якого була затверджена Правлінням НБУ, у таких пропорціях: долари США — 40 %, марки ФРН — 20, ЕКЮ — 20, інші валюти — 15, золото — 5 %. Значні надії у створенні валютного резерву покладалися на підтримку міжнародних фінансових організацій, проте значної фінансової допомоги з їхнього боку у той час не було надано.

У 1993 р. вводиться в дію Декрет Кабінету Міністрів України від 19 лютого № 15 “Про систему валютного регулювання і валютного контролю”. Цим Декретом визначаються основні принципи валютного регулювання в країні, порядок виконання валютних операцій, функції державних органів, що забезпечують валютне регулювання, а також права і обов’язки суб’єктів валютних відносин та їх відповідальність за порушення валютного законодавства.

Згідно з Декретом, єдиним законним платіжним засобом на території України є валюта України. У зв’язку з цим усі надходження резидентам країни в іноземній валюті підлягають обов’язковому продажу через уповноважені банки (за винятком спеціально обумовлених випадків, наприклад, при купівлі валюти на міжбанківському валютному ринку для розрахунків з нерезидентами за наявності ліцензії НБУ на проведення валютних операцій тощо).

У статті 8 Декрету “Валютний (обмінний) курс” визначається, що рівень валютного курсу встановлюється “Національним банком України на підставі результатів торгів валютними цінностями на міжбанківському валютному ринку України”.

Одночасно із вказаним вище Декретом вводяться в дію ще два декрети (№16 та № 17 також від 19 лютого 1993 р.), котрі визначають тимчасовий порядок використання валюти і, тим самим, вносять корективи у схему валютного регулювання “з метою створення необхідних умов для запровадження внутрішньої конвертації українського карбованця, стимулювання експорту”. Було скорочено обов'язковий продаж підприємствами надходжень від експорту у вільно конвертованих валютах — зі 100 % (за завищеним офіційним курсом) до 50 % (за курсом УМВБ). Як наслідок, пропозиція долара на аукціонах УМВБ зросла майже у 10 разів. У квітні 1993 р. стали проводитися щотижневі купівлі і продажі німецької марки і російського рубля. Курси решти валют установлювалися НБУ на основі котирувань на світових валютних біржах. Визначені таким чином курси були обов'язковими для проведення угод в іноземних валютах протягом наступного тижня, тобто до моменту наступного аукціону.

Указом Президента України “Про додаткові заходи щодо удосконалення валютного регулювання” від 2 листопада 1993 р. було тимчасово призупинено валютні торги на УМВБ, а також заборонено проведення операцій з купівлі-продажу іноземної валюти на інших біржах. Згідно із Законом України “Про внесення змін до декрету Кабінету Міністрів України “Про систему валютного регулювання і валютного контролю”, який був прийнятий у листопаді 1993 р., обмінні курси іноземних валют установлювалися Національним банком України за погодженням з Кабінетом Міністрів України.

На даному, третьому, етапі валютного регулювання обмінний курс карбованця визначався переважно адміністративними методами, що пояснювалося існуючими економічними й політичними умовами, а саме :

— у країні зберігалася значна частка державної власності в промисловості, колективізоване сільське господарство, слабо розвинута кредитна система, низькі темпи “малої” приватизації;

— “перехідні” уряди лише проголошували реформи і перехід до принципів регульованої економіки, що насправді означало відсутність реформ;

— не було достатньої кількості кваліфікованих спеціалістів з питань валютного регулювання та не завжди ефективно використовувався досвід.

З жовтня 1994 р. розпочався новий, четвертий, етап розвитку валютного регулювання в Україні. Суть його полягала у подальшій лібералізації валютного ринку, встановленні єдиного обмінного курсу для готівкових розрахунків, у підготовці передумов для введення нової грошової одиниці — гривні. Підвалини цього етапу закладалися Указом Президента України від 22 серпня 1994 р., котрий визначав правові рамки функціонування міжбанківського валютного ринку і передбачав у II півріччі 1994 р. забезпечити поступове зближення й уніфікацію офіційного і ринкового валютних курсів. Не зазнала змін вимога щодо продажу 50 % валютного виторгу підприємствами. Проте були змінені пропорції продажу: 30 % — за офіційним курсом для Тендерного комітету, 10 % — за ринковим (аукціонним) курсом для офіційного резерву НБУ, 10 % — на валютний аукціон НБУ.

Постановою Правління Національного банку України “Про уніфікацію курсу українського карбованця до іноземних валют та лібералізацію валютного ринку України” від 22 жовтня 1994 р. було проголошено, що офіційний курс карбованця до долара США, німецької марки, російського та білоруського рублів визначався на підставі результатів торгів на УМВБ, тобто постійно змінювався. Установлений у такий спосіб офіційний курс карбованця використовується під час здійснення усіх безготівкових і готівкових операцій продажу та купівлі іноземної валюти. Отже, фіксований курс карбованця до іноземних валют, що використовувався Тендерним комітетом, було скасовано, а множинність курсів — ліквідовано. У країні залишився один законний курс, що було прогресивним для розвитку валютного ринку України (сприяло поверненню валютного виторгу від експорту в Україну, збільшенню на ринку пропозиції іноземної валюти тощо).

З метою розширення переліку операцій, які допускаються на валютному ринку, Національний банк України надав можливість уповноваженим банкам приймати заявки клієнтів на купівлю іноземної валюти для здійснення ліцензійних валютних операцій, пов'язаних із рухом капіталу, в тому числі і для

обслуговування заборгованості за кредитами в іноземній валюті, наданими резидентами України чи нерезидентами. Для забезпечення децентралізації валютного ринку в Україні уповноваженим банкам була дозволена купівля-продаж на міжбанківському валютному ринку доларів США, німецьких марок, російських та білоруських рублів, які підлягали вільному продажу.

У подальшому з метою виконання державної програми економічних реформ Постановою Правління Національного банку України “Про заходи щодо лібералізації валютного ринку України” від 16 травня 1995 р. було дано дозвіл на здійснення обов'язкового продажу валютних надходжень та вільних валютних коштів резидентів України як через Українську міжбанківську валютну біржу, так і безпосередньо через уповноважені банки на міжбанківському валютному ринку України. Цією постановою прийнято також рішення вважати за недоцільне подальше продовження обов'язкового викупу до Офіційного валютного резерву Національного банку України 10 % валютних надходжень від суб'єктів господарської діяльності. Резидентам дозволялося купувати іноземну валюту як через УМВБ, так і безпосередньо через уповноважені банки України на міжбанківському валютному ринку. Ці рішення мали сприяти кращому виконанню контрактів щодо імпорту продукції (робіт, послуг) в Україну, дати змогу здійснювати попередню оплату (авансований платіж) на користь нерезидента.

Водночас було реалізовано проголошений ще у лютому 1994 р. Верховною Радою України підхід до посилення адміністративної та кримінальної відповідальності за порушення правил здійснення валютних операцій. Уже влітку 1994 р. розвиток ідеї щодо посилення адміністративного контролю знайшов своє втілення у президентському рішенні про необхідність декларування резидентами не лише наявності, а й відсутності інвестицій та валютних коштів за кордоном, що в подальшому призвело до бюрократизації зовнішньоторговельного обороту.

На четвертому етапі розвитку валютного регулювання, що тривав до вересня 1996 р., основним напрямом валютної політики, передбаченим програмою економічних реформ Президента України, було здійснення заходів

щодо поступової лібералізації та децентралізації валютного ринку України, а саме:

— створення умов, які б найбільшою мірою наближали курс національної валюти до його реального значення (розформування Тендерного комітету, визначення курсу українського карбованця на підставі відновлених торгів на УМВБ);

— забезпечення пріоритету національної валюти як платіжного засобу через поступове обмеження готівкового та безготівкового обігу іноземної валюти в Україні;

— здійснення децентралізації внутрішнього валютного ринку (створення незалежних валютних бірж у різних регіонах країни, зняття обмежень на здійснення операцій на міжбанківському валютному ринку з купівлі-продажу іноземної валюти щодо поточних операцій);

— здійснення лібералізації внутрішнього валютного ринку (поступове скорочення обмежень щодо використання валюти та форми платежів).

Досягнення фінансової стабілізації у 1996 р., у тому числі завдяки відповідному валютному регулюванню, дало змогу у вересні цього самого року здійснити грошову реформу, яка стала початком п'ятого етапу розвитку валютного регулювання в Україні. Вона мала неконфіскаційний, прозорий характер і передбачала заміну карбованця новою грошовою одиницею — гривнею у співвідношенні 1 грн. до 100 тис. крб. З 2 вересня було встановлено офіційний обмінний курс гривні до іноземних валют. Існуючий порядок обов'язкового продажу валютних надходжень резидентів на міжбанківському валютному ринку України залишався без змін до червня 1997 р., коли і був скасований Законом України “Про внесення змін до деяких декретів Кабінету Міністрів України з питань валютного регулювання”.

Розвиток валютного ринку в Україні, забезпечення внутрішньої конвертованості та певна стабілізація національної валюти створили передумови для того, щоб Україна у травні 1997 р. могла заявити про приєднання до статті VIII Статуту МВФ. Це означало, що з юридичного погляду у рамках світової

валютної системи гривня стала вільно конвертованою валютою за поточними операціями.

Після успішного впровадження гривні восени 1996 р. Україна вийшла на новий рівень своєї стабілізаційної політики, адже введення нової грошової одиниці у країнах з перехідною економікою часто розглядається як важливий необхідний крок започаткування реального відродження економіки. Валютна політика 1997 р. характеризувалася своєю послідовністю і прозорістю, що, звичайно, було зумовлено встановленням чіткого валютного коридору та його утримуванням протягом усього року.

Перша хвиля валютної кризи торкнулась України восени 1997 р. – вихід нерезидентів з українських фінансових ринків взагалі та ринку ОВДП зокрема повністю змінив напрямок фінансових потоків, вплив капіталів з України змусив НБУ вже не купувати валюту, як це було упродовж попередніх 8 місяців, а продавати. І хоч восени 1997 р. обвалу валюти не сталося, згадана перша валютна криза всього через рік після впровадження гривні була несподіваним і важким випробуванням для центрального банку країни.

Деякі уроки фінансової кризи осені 1997 р. видаються корисними. Стосовно валютної динаміки, хоча коридор для гривні було оголошено з травня, однак він майже не використовувався, а проводилася політика фіксованого валютного курсу. Певне зниження курсу долара (ревальвація) у період стрімкого припливу портфельних інвестицій давало б додаткові можливості і простір подальшого маневру при девальвації гривні (фіксація була обрана надто близько до верхньої межі). Враховуючи необхідність утримання курсу та відносно значні валютні резерви, накопичені завдяки літньому 1997 р. припливу капіталів у ринок ОВДП, НБУ вдалося утримувати курс у визначеному коридорі до кінця 1997 р. (хоча вже у вересні почався масований вплив доларів). Однак вже у лютому 1998 р. (коли закінчився термін оголошення коридору) НБУ був змушений переглянути встановлений раніше коридор у напрямку його підвищення та розширення.

Розвиток світової кризи та власний досвід підтвердили доцільність для України вузького коридору, оскільки фіксація курсу коштує надто дорого за

умови малих валютних резервів. На жаль, цей урок не був використаний належним чином і нові спроби утримання гривні в нових коридорах зазнавали краху під тиском як внутрішніх, так і зовнішніх чинників, найважливішими серед яких є, звичайно, політичні міркування.

Для підтримки валютного курсу в умовах невизначеності НБУ повинен був з самого початку 1998 р. проводити широкі інтервенції на міжбанківській валютній біржі, а також періодично сприяти девальвації у періоди постійного і значного попиту на долари.

У 1998 р. коливання гривні були значно вищими, зумовленими як внутрішніми, так і зовнішніми чинниками. НБУ проводив сувору підтримку гривні відносно долара, коливання ж російського рубля і німецької марки, враховуючи значно менший вплив цих валют на економіку України, практично не були контрольовані і могли б принести прибутки через арбітражні операції. Однак слабкість фінансових ринків і більш надійне джерело отримання прибутків (ринок ОВДП) не спонукали до активних арбітражних дій.

Низька можливість застосування сучасних монетарних інструментів центрального банку (насамперед, управління процентною ставкою, операції на відкритому ринку, операції РЕПО тощо) спонукали НБУ більше покладатись на адміністративні заходи. До таких адміністративних заходів (у 1997-1998 рр.) насамперед належали:

- заборона на проведення операцій з валютою на міжбанківському ринку;
- поновлення обов'язкового продажу експортерів у розмірі 50% (короткий період існувала навіть 75-відсоткова межа) надходжень;
- жорстка прив'язка готівкового курсу до безготівкового; звуження різниці між курсами купівлі-продажу готівкової валюти до 5%;
- обмеження комерційних банків у так званих відкритих валютних позиціях;
- розширення списку мінімально необхідних документів, потрібних для допуску до участі у біржових торгах і купівлі валюти на біржовому ринку.

Зазначені заходи поряд з більш жорстким контролем діяльності комерційних банків практично унеможливили проведення арбітражних та спекулятивних операцій, і валютний ринок у 1998 р. був спрямований переважно на обслуговування платіжного балансу України.

Щодо динаміки валютного курсу в Україні, то Україна знаходилась у стані валютної кризи з жовтня 1997 р., до того ж, не була нею захоплена у серпні-вересні 1998 р. Так, для пояснення, враховуємо попередньо вказані теоретичні положення. Традиційно (до середини 90-х рр.) під валютною кризою розуміли стрімку чи шоківу зміну (як правило, девальвацію) курсу національної грошової одиниці. Однак валютна криза охоплює ширше коло подій та явищ, і усвідомлення цього має надзвичайно велике значення. Для валютної кризи можуть бути виділені характерні ознаки:

1) значні зміни в системі курсоутворення (девальвація, ревальвація, перехід від фіксованої до гнучкої системи, розширення валютного коридору – традиційний погляд);

2) послідовність так званих безуспішних спекулятивних атак на національну валюту (де під безуспішними розуміють такі, що не призвели до кризи у традиційному розумінні, однак надзвичайно дорого коштували фінансовому керівництву країни, насамперед, внаслідок стрімкого зростання внутрішніх процентних ставок або значної втрати міжнародних резервів).

Логіка такого підходу полягає в тому, що шоківе зростання процентних ставок обов'язково супроводжується істотним розширенням боргових зобов'язань уряду, а також ослабленням банківської системи (уряд змушений залучати або стримувати ресурси від утікання, пропонуючи надвигідні умови). У такому випадку, фінансовому керівництву країни справді доцільно було б провести суттєву девальвацію національної грошової одиниці (ймовірно, сприяючи покращенню платіжного балансу) і зменшуючи одразу девальваційні очікування та девальваційний тиск, ніж продовжувати нарощування державних і банківських боргів при одночасній втраті міжнародних резервів. Однак саме відносно просте рішення з економічної точки зору виявляється досить важким з політичних

міркувань, і керівництву країни, як правило, нелегко пояснити своїм громадянам втрату вартості національних грошей (навіть за умови стабільності рівня внутрішніх цін).

Відплив іноземної валюти з України (починаючи з вересня 1997 р.), що було викликано розчаруванням міжнародних інвесторів в українському ринку державних облігацій (ОВДП), за відсутності альтернативних фінансових ринків (наприклад, фондового), спровокував необхідність продажу доларів з резервів НБУ, що не могло не призвести до вимушеної девальвації. Однак фінансове керівництво країни не змогло зробити рішучий крок і вимушено утримувало валютний курс у переоціненому коридорі як у 1997, так і в 1998 рр.

Проста економічна модель пояснює недосконалість механізму відкладання на майбутнє ускладнень на валютних ринках. Тимчасові заходи підтримки національної валюти шляхом валютних інтервенцій за відсутності реформувань, що підвищували б інвестиційну привабливість країни, означають лише нагромадження девальваційного тиску. Загальний результат може виявитись гіршим, ніж той, якого керівництво країни намагається уникнути – внаслідок подальшої втрати міжнародних резервів девальваційний шок буде більш руйнівним для економічного середовища.

У 1999 р. валютна політика зазнала ще одного нового повороту, що суттєво відрізняв її реалізацію від такої, що спостерігалась у два попередні роки. Стрімка девальвація у 1999 р. була продовженням кризи 1998 р., а слабкі структурні перетворення не дали можливості усунути кризові чинники. Головною ознакою валютної політики року стало безумовне наповнення валютних резервів центрального банку в умовах наближення високих виплат обслуговування зовнішніх боргів і фактично повної відмови від інтервенцій на підтримку національної валюти. Вартістю такої політики стало падіння гривні у другій половині 1999 р. – на початку 2000 р. (рис.2.1).

Серед недоліків діючої системи валютного регулювання на початок 1999 р. варто зазначити такі:

- сумніви як усередині країни, так і в закордонних інвесторів щодо реальності курсу, який визначався на УМВБ і який був фактично зафіксований;
- ускладнення умов щодо задоволення заявок клієнтів порівняно з тими, в яких банки діяли впродовж 1995 – 1998 рр. при відкритому міжбанківському ринку;
- існування паралельного нелегального готівкового ринку з обмінними курсами, які суттєво відрізнялися від офіційного;
- неможливість обґрунтовано визначити курс на перспективу та складність його використання як у прогнозних розрахунках державних програм і бюджету, так і в зовнішньоекономічних контрактах підприємств.

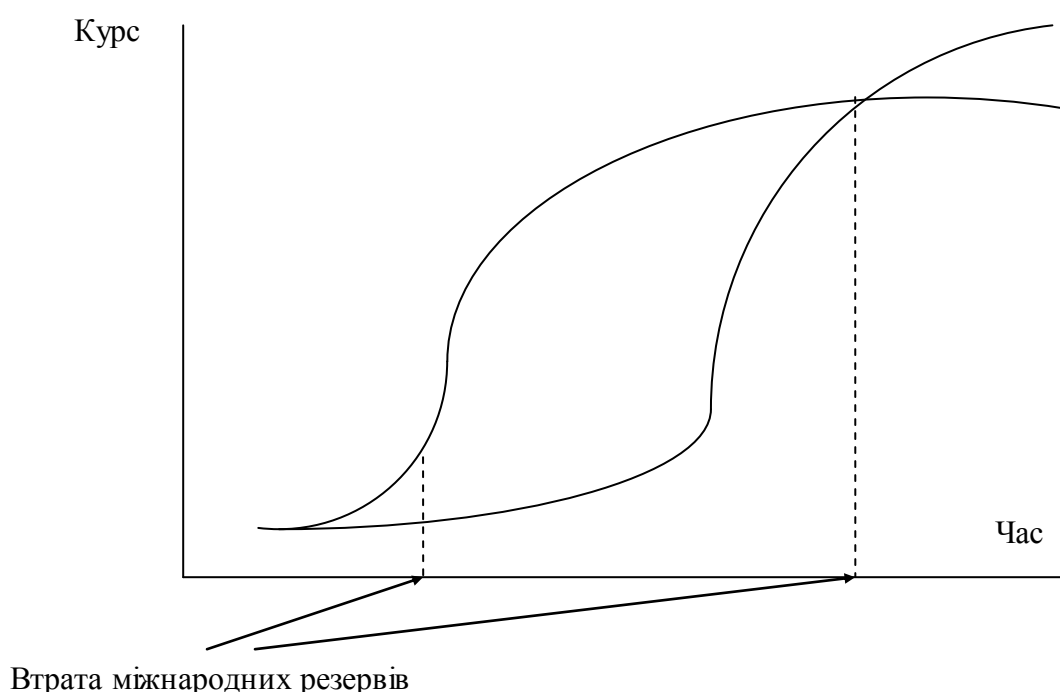


Рис.2.1. Проблема девальвації національної валюти за валютної кризи.

Після аналізу ситуації, яка виникла на початку 1999 р., постало питання про підготовку до скасування діючих валютних обмежень. Зважаючи, що лібералізація валютного ринку значно змінює умови функціонування ринку і може дещо його дестабілізувати, спричинивши сплеск девальвації, Національний банк здійснив комплекс підготовчих заходів у кількох напрямках:

- на початку лютого введено новий, розширений валютний коридор (3,4 – 4,6 гривні за один долар) та визначено перспективи валютної політики з

пріоритетом стабільності курсу, тобто очікуваний рівень девальвації гривні складатиме 35,2%;

- розширено допустимі межі відхилення готівкового курсу від офіційного (з 5 до 10%) для забезпечення збалансованості ринкового попиту і пропозиції на готівковому ринку та його легалізації;
- зв'язано надлишкову ліквідність комерційних банків шляхом підвищення нормативу обов'язкового резервування (до 17%) та відновлення депозитних аукціонів НБУ, щоб зменшити попит на іноземну валюту;
- спільно з урядом вжито відповідних заходів, щоб отримати кредити за програмою ЕЕФ, яка забезпечує збільшення резервів НБУ;
- проведено інформаційно-консультативну роботу з банками щодо нормалізації ситуації та дій уряду і НБУ, спрямованих на забезпечення стабільності.

Ці заходи позитивно вплинули на ринок готівкового продажу валюти, обсяги якого в січні зменшились у два рази порівняно з листопадом і груднем 1998 р., оскільки дали змогу зблизити офіційний курс в обмінних пунктах з курсом "чорного" ринку, що сприяло появі валюти на легальному ринку.

Ще одним кроком Національного банку на шляху лібералізації валютного ринку став дозвіл банку на:

- придбання валюти для некритичного імпорту;
- купівля валюти для погашення кредитів резидентів у вільноконвертованій валюті;
- надання кредитів для купівлі валюти резидентами.

Головним кроком НБУ у сфері валютного регулювання стало рішення про відновлення діяльності міжбанківського ринку з 19 березня 1999 р. і призупинення операцій з купівлі-продажу валюти на УМВБ.

Звичайно, лібералізація валютного ринку викликала подальшу девальвацію гривні (наприклад, тільки у березні, після зняття адміністративних обмежень доступу на валютні ринки, курс гривні знизився на 8,4%), однак масштаби

девальвації були значно менші, ніж передбачалося. Це було зумовлено тим, що лібералізація призвела до встановлення позитивних тенденцій:

- збалансування попиту та пропозиції валюти;
- зростання обсягів торгів валютою;
- встановлення ринкових механізмів курсоутворення.

2.2. Діяльність НБУ щодо регулювання валютного курсу національних грошей як основне завдання у сфері валютного регулювання

Зростаюча інтернаціоналізація та глобалізація господарського життя, тісний взаємозв'язок та взаємозалежність національних економік – це важливі фактори розвитку світової економіки. За цих умов зростає роль валютного курсу як інструмента економічної політики держави, адже валютний курс впливає на валютні операції, міжнародну торгівлю та інвестиції, тобто на все, що пов'язує національну економіку зі світовим ринком. Валютний курс займає центральне місце у грошово-кредитній політиці: він може використовуватися як цільовий орієнтир, інструмент політики або як економічний показник. Роль валютного курсу визначається типом обраної грошово-кредитної політики.

Впливаючи на рівень валютного курсу та його динаміку держава намагається вирішувати важливі макроекономічні проблеми. У сучасній відкритій економіці від встановленого режиму валютного курсу залежить вибір інструментів економічної політики та її ефективність.

У ролі економічного показника валютний курс дозволяє розрахувати ціну експорту або імпорту, а також обсяг міжнародних інвестицій у внутрішній валюті. На макроекономічному рівні валютний курс пов'язаний з інфляцією та іншими показниками, наприклад, витратами, які необхідно оцінити для проведення міжнародних порівнянь. Крім того, валютний курс може бути індикатором зовнішньої конкурентоздатності та показувати, в якому напрямі варто коригувати платіжний баланс країни. Проте, валютний курс є грошовим показником. Він сигналізує ринку про проведення заходів грошово-кредитної політики. Наприклад, в економічному середовищі знецінення валюти може

свідчити про слабку грошово-кредитну політику порівняно з грошово-кредитною політикою інших країн.

Валютний курс може виступати в якості цільового орієнтира економічної політики, що здійснюється. Держава в змозі активно управляти валютним курсом, так само як і іншими компонентами грошово-кредитної політики, для досягнення бажаних результатів щодо інфляції, реального сектору економіки або платіжного балансу. У короткостроковому періоді валютний курс впливає на реальну економіку та платіжний баланс країни. А в довгостроковому періоді його вплив в окремому випадку може бути нейтралізований рухом внутрішніх цін у відповідь на зміну валютного курсу. Тривалість і синхронність оберненого зв'язку між валютним курсом та цінами є предметом теоретичних дискусій та прикладних досліджень. В ідеальному випадку, при наявності повного та абсолютного зв'язку між валютним курсом та внутрішніми цінами, влада не в змозі керувати реальним валютним курсом. Такої точки зору дотримуються монетаристи, які вважають, що грошово-кредитна політика не є здатною впливати на реальну економіку у довготривалому періоді. Такий постулат, незважаючи на спірність у цьому питанні, значно вплинув на розвиток грошово-кредитної політики багатьох країн протягом останнього десятиріччя.

Основною функцією Національного банку, відповідно до Конституції України, є забезпечення стабільності національної грошової одиниці та сприяння дотриманню цінової стабільності. Валютно-курсова політика НБУ ґрунтується на цілях загальноекономічної політики щодо зниження темпів інфляції та досягнення економічного зростання.

В Україні протягом усього періоду реформування економіки політика обмінного курсу Національного банку відображала основні напрями реалізації грошово-кредитної політики, спрямованої на обмеження чи експансію на грошовому ринку. Це відображалось на виборі конкретного режиму встановлення валютного курсу. На практиці це означає, що валютно-курсова політика НБУ за весь період ринкової трансформації ґрунтувалася на послідовному використанні

усіх видів режимів обмінних курсів: плаваючого, фіксованого, обмежено плаваючого і регульовано плаваючого.

Протягом усього часу існування гривні не припинялися широкі дискусії про режим валютного курсу для України, а іноді навіть поновлювались дискусії про доцільність повернення до множинного курсоутворення. До кінця 1994 р. в Україні практикувалися множинні обмінні курси. Необхідність їх була зумовлена вимогами адміністративного обмеження доступу на валютні ринки (для штучного зменшення попиту, насамперед, готівкового, у 1993 р. був зафіксований рекордний рівень інфляції – більше 10000% на рік), а також широким лобіюванням експортно-імпортних операцій (у першу чергу, пов'язаних зі значним реекспортом сировинних та низько технологічних матеріалів).

Така множинність утримувала як високі спекулятивні тенденції внаслідок високих валютних премій на різних ринках, так і підвищувала реальний обмінний курс, роблячи товари українських виробників неконкурентними внаслідок переоцінки національної валюти. Офіційний та ринково-формовані курси відрізнялися у 2-3 рази. Лише з листопада 1994 р. офіційний курс почав визначатись за результатами аукціонних торгів, а у 1996 р. після впровадження нової грошової одиниці – гривні – вдалося скоротити різницю між біржовими та готівковими ринками. Валютні премії, які виникають внаслідок різниці множинних курсів, часто безпосередньо пов'язуються з вигодами тіньового сектора чи тіньових валютних ринків. Тому утримання множинних курсів також пов'язується з поширенням корупції, що, звичайно, шкодить як розвитку підприємницького середовища, так і репутації країни.

Періодична зміна політичних заходів та інструментів, запровадження нового коридору чи цільового орієнтира викликали неоднозначну реакцію фахівців валютної політики. Поряд із цим, за відносно короткий час свого існування, гривня випробувала практично всі основні типи режимів валютної політики. Разом з тим, інколи так і не вдавалося усунути чинники валютної нестабільності і протягом деякого часу навколо гривні неодмінно виникали ускладнення, приборкання яких дорого коштувало українській економіці.

Валютно-курсову політику НБУ останніх п'яти років можна назвати політикою курсової стабільності - з початку 2000 р. до кінця 2004 р. девальвація гривні щодо долара становила всього близько 2,2%, або в середньому 0,04% за місяць. Така курсова стабільність, що досить упевнено підтримувалася після значних девальвацій 1998 р. (80,5%) та 1999 р. (52,2%), очевидно, потребує ретельного аналізу її причин і наслідків для грошової сфери та економіки в цілому, а також оцінки подальших перспектив.

Політика курсової стабільності у 2000-2004 рр. не означала консервування застиглої у часі незмінності якогось конкретного значення курсу. В умовах значного за обсягом припливу валюти, суттєвого перевищення пропозиції над попитом і тиску на зміцнення курсу, характерних для зазначеного періоду, ця політика мала на меті забезпечення такої динаміки помірних без значних коливань поступових змін курсу, які б найповніше відповідали широким кінцевим цілям Національного банку - забезпеченню фінансової стабільності та підтримці економічного зростання. У 2000-2002 рр. пріоритетами курсової політики було нівелювання негативного впливу попередніх значних девальвацій на фінансову стабільність та зростання інфляції. Після курсових обвалів 1998-1999 рр. споживчі ціни у 1999 р. підвищилися на 19,2%, а у 2000 р. - на 25,8%. Національний банк протидіяв цьому, підтримуючи незначну номінальну ревальвацію: із березня до грудня 2000 р. вона становила всього 1,15%, а за 2001 р. - 2,5%, що практично не погіршувало конкурентоспроможності експорту після попередніх значних девальвацій. Саме тому курсову політику 2000-2001 рр., яка реалізовувалася в умовах значного тиску на зміцнення курсу національної валюти, можна класифікувати як політику стримування (недопущення) значної ревальвації.

У 2002-2003 рр., з подоланням негативного впливу курсу на зростання цін і забезпеченням фінансової стабільності, в умовах збереження ревальваційного преса, були максимально реалізовані можливості курсової політики щодо підвищення конкурентоспроможності української економіки та підтримки економічного зростання. Курсову політику цього періоду можна характеризувати

як політику помірної незначної девальвації. Наприклад, за 10 місяців 2002 р. вона становила приблизно 0,6%.

Реалізація політики курсової стабільності у 2000-2004 рр. обумовлювалася низкою факторів, основними серед яких були:

- значні обсяги припливу валюти (за рахунок позитивного сальдо торговельного балансу та поточного рахунку платіжного балансу), які формували високий рівень пропозиції на валютному ринку і перевищували попит;

- несуттєве зростання обсягів відпливу валюти (внаслідок помірною збільшення імпорту і реструктуризації зовнішнього боргу), що забезпечувало таке ж зростання попиту на валютному ринку, обсяги якого були значно меншими, ніж обсяги пропозиції;

- активна валютна та монетарна політика НБУ, яка давала змогу збалансувати обсяги попиту і пропозиції з одночасним поповненням золотовалютних резервів та спрямовувати динаміку обмінного курсу на номінальну стабільність і поліпшення реального ефективного обмінного курсу для забезпечення фінансової стабільності та стимулювання економічного зростання;

- сприятливі макроекономічні чинники, в тому числі бездефіцитний (чи з низьким дефіцитом) бюджет, зменшення зовнішнього боргу, економічне зростання і стабільно високий попит на національну валюту, що давало НБУ змогу купувати надлишкову пропозицію валюти у резерви та збільшувати обсяги грошової маси.

Слід зазначити, що наведені фактори та умови реалізації валютно-курсвої політики у 2000-2004 рр. мають зовсім іншу природу і кардинально відрізняються від аналогічних чинників періоду 1996-го - першої половини, 1998 р., коли також спостерігалася курсова стабільність гривні.

Головна відмінність полягає в тому, що в середині 1990-х років приплив валюти, перевищення пропозиції над попитом та відповідна стабілізація курсу гривні забезпечувалися випуском Міністерством фінансів короткострокових ОВДП та реалізацією їх нерезидентам для фінансування дефіциту державного

бюджету. Це супроводжувалося збільшенням зовнішнього державного боргу з надзвичайно коротким терміном погашення. Виплати за ним і були головною причиною знекровлення резервів НБУ в 1998 р. в умовах дестабілізації та значного зростання попиту на валюту, викликаних російською фінансово-валютною кризою. Саме це і призвело до стрімкої девальвації гривні після тривалого періоду її стабільності.

Вказані фактори поліпшення торговельного балансу та поточного рахунку платіжного балансу, зменшення відпливу валюти (в тому числі у зв'язку з реструктуризацією зовнішнього державного боргу і скороченням його загального обсягу), бездефіцитний бюджет чи низький рівень його дефіциту, економічне зростання забезпечили істотне збільшення припливу іноземної валюти і перевищення пропозиції над попитом, незважаючи на слабкість фінансового рахунку платіжного балансу, незначні обсяги прямих іноземних інвестицій, кредитів міжнародних фінансових організацій у 2000-2004 рр. та зростання відпливу капіталу за портфельними інвестиціями.

Однак перевищення пропозиції над попитом на валютному ринку не завжди автоматично гарантує стабільність ринку та обмінного курсу. Тому перелічені фактори курсової стабільності 2000-2004 рр. є необхідними, але ще недостатніми умовами забезпечення сталості курсу.

Досвід України 1999 р. свідчить, що не завжди можна забезпечити керованість ситуацією навіть при значному перевищенні пропозиції над попитом та активній політиці інтервенцій НБУ. Упродовж 1999 р. НБУ викупив на ринку 766 млн. доларів надлишкової пропозиції, але девальвація курсу сягнула 52,2%. Очевидно, саме це було однією з головних причин зростання інфляції - до 19,2% у 1999 р. та 25,8% у 2000 р. Тобто активна політика інтервенцій у 1999 р. не була спроможною забезпечити стабільності навіть в умовах значного перевищення пропозиції над попитом.

Аналіз причин цього явища переконує, що в умовах високої доларизації перехідної економіки, ще недостатньо міцної та стабільної, в несталому ринковому середовищі, за значних обсягів зовнішньоекономічної діяльності на

курсів стабільність суттєво впливають очікування та можливість фінансових посередників отримувати високі прибутки за рахунок гри на зміні курсової динаміки (через арбітражні операції у періоди, коли ці очікування змінюються, суттєво змінюючи кон'юнктуру ринку). Йдеться про різновид помірних спекулятивних атак, які в умовах України реалізовувалися переважно у вигляді гри на зниження курсу гривні. Логіка розгортання таких атак проста: тільки-но змінюються очікування і з тих чи інших причин збільшується ризик зміни курсової динаміки, в економіці відразу підвищується попит на іноземну валюту - за цих умов вона зміцнюватиметься, а національна валюта девальвуватиме. Зростання попиту здебільшого не має під собою ніякої реальної основи - лише очікування, які зазвичай є результатом різних (як правило, тимчасових) чинників, неадекватного аналізу та оцінок або збігу обставин.

Проте розхитування курсу національної валюти та її знецінення призводять до цілком реальних наслідків. Насамперед, збільшуються доходи посередників, які скуповують валюту за дешевшим курсом, а продають у періоди зростання попиту за вищою ціною, та головне - відразу дорожчають усі імпорти товари, а після цього через ціновий мультиплікатор, у різній послідовності - й інші товари. У це коло подорожчання та зміни цінових пропорцій потрапляють усі без винятку товари. Таке стихійне та часте підвищення цін зі зміною цінових пропозицій унаслідок безпідставної девальвації є руйнівним для економіки та її зростання, оскільки зменшує реальні доходи в суспільстві (в тому числі у населення, підприємств і бюджету), скорочує реальне споживання та інвестиції, збільшує дефіцит бюджету, підвищує відсоткові ставки, вартість обслуговування зовнішнього боргу, вартість імпорту, зокрема, енергетичного (частка якого у сукупних суспільних витратах є надзвичайно високою). Слабка, з нерозвинутим ринком економіка України ще не спроможна протистояти необґрунтованим коливанням курсу, як це відбувається у країнах із розвинутою ринковою економікою та меншою питоною вагою зовнішньоекономічної діяльності.

З огляду на зазначені процеси й необхідність виконувати конституційний обов'язок щодо підтримання стабільності національної валюти і сприяння

економічному зростанню, Національний банк України змушений був вживати заходів для оздоровлення ситуації. Із цією метою протягом останніх років до системи валютного регулювання вносилися корективи, які:

1) принципово змінили та обмежили можливості банків щодо здійснення арбітражних операцій, спекулятивних атак і безпідставного розхитування обмінного курсу гривні в періоди тимчасової зміни кон'юнктури. Цього було досягнуто шляхом забезпечення більшої відповідності обсягів ринкової пропозиції та попиту, які формуються на валютному ринку, реальним обсягам ринкової зовнішньоекономічної діяльності;

2) розширили можливості НБУ щодо регулювання валютного ринку та впливу на динаміку обмінного курсу;

3) зберегли ринковий характер курсоутворення та формування курсу як результату співвідношення обсягів реального попиту і пропозиції на валютному ринку, а також вільний доступ до ринку та рівні умови діяльності на ньому всіх суб'єктів ринкових відносин.

Унаслідок цих змін основними елементами системи валютного регулювання стали такі інструменти:

- інтервенції НБУ на валютному ринку щодо купівлі та продажу валюти;
- обов'язковий продаж валютних надходжень;
- торговельна сесія для здійснених безготівкових операцій купівлі-продажу валюти;
- норматив відкритої валютної позиції;
- правила здійснення операцій на міжбанківському валютному ринку;
- контроль за дотриманням банками валютного законодавства та інші.

Таким чином, основою стабільності валютного ринку та обмінного курсу в умовах перевищення пропозиції над попитом є не лише активна політика інтервенцій НБУ, а й відповідна система валютного регулювання, адекватна поточному стану економіки, валютного ринку та існуючим тенденціям.

Саме вказані чинники дали Національному банку змогу здійснювати стабілізаційну валютно-курсову політику, яка у 2000-2004 рр. позитивно впливала на макроекономічні пропорції та економічний розвиток завдяки таким факторам:

- забезпечення номінальної курсової стабільності;
- стабільність реального ефективного обмінного курсу;
- зростання обсягів міжнародних валютних резервів НБУ.

Забезпечення номінальної курсової стабільності впливало на економіку через збереження постійного значення курсового якоря, ліквідацію девальваційних очікувань та нівелювання додаткового тиску на інфляцію. Головним наслідком номінальної стабільності курсу стало зниження темпів зростання споживчих цін (додаток У).

Найвідчутніше це відобразилося на збільшенні реальних доходів населення. Зниження інфляції призвело також до зниження у 2,5 раза відсоткових ставок за банківськими кредитами — із 52% на початку 2000 р. до 19,9% станом на 08.10.2004 р. Зниження відсоткових ставок сприяло розширенню обсягів кредитування економіки. Завдяки цьому підвищився внутрішній інвестиційний попит та збільшилися обсяги інвестицій в основний капітал. Це ще один вагомий чинник стимулювання внутрішнього виробництва.

Зниження відсоткових ставок та збільшення обсягів кредитування забезпечили зростання обсягів грошової маси в економіці за ці роки майже вчетверо (то не вплинуло на рівень інфляції) - з 29,5 млрд. станом на 01.09.2000 р., до 125 млрд. грн. станом на 01.01.2005 р. При цьому грошовий мультиплікатор збільшився з 1,8 до 2,4 одиниць, швидкість обертання зменшилася з 6,7 до 3 оберта на рік, а коефіцієнт монетизації, який характеризує забезпеченість економіки платіжними засобами, зріс із 14,9 до 33,6% від ВВП.

Значне зниження інфляції призвело до суттєвого зростання реального рівня процентної ставки за депозитами у гривні — з +1,6 процентного пункту на початок 2000 р. до майже +10% на 01.01.2005 р. Враховуючи, що девальвація курсу гривні за цей період становила всього 2,16%, підвищення відсоткової ставки за депозитами у національній валюті на фоні загальної фінансової

стабільності стимулювало зростання внутрішнього попиту на гривню та позитивні процеси дедоларизації економіки. Так, рівень доларизації знизився з 25% на початок 2000 р. до 15,9% станом на 01.09.2004 р.

Найвідчутніше зменшення попиту на іноземну валюту як на засіб накопичення проявилось на готівковому валютному ринку - в показниках співвідношення попиту і пропозиції готівкової інвалюти. Якщо в 1998-1999 рр. попит населення на долари перевищував пропозицію, то уже після 1999 р. пропозиція доларів від населення систематично перевищувала попит. Це дозволило НБУ поступово девальвувати курс гривні.

Другий фактор - стабільність реального ефективного обмінного курсу (РЕОК) - позитивно впливав, головним чином, на створення сприятливих умов для зовнішньої торгівлі, а відтак і на внутрішнє виробництво.

Зовнішня торгівля України протягом останніх років швидко зростала навіть за негативних факторів впливу уповільнення економічного зростання деяких основних торговельних партнерів, скорочення зовнішнього попиту і погіршення міжнародної кон'юнктури, а також запровадження численних торговельних обмежень та проведення антидемпінгових процесів проти вітчизняних товарів та виробників.

Зміну внутрішніх цін та обмінних курсів гривні щодо валют країн - основних торговельних партнерів України з урахуванням інфляції у цих країнах відображає реальний ефективний обмінний курс, його динаміка демонструє відносну зміну цін українських товарів на зовнішніх ринках. Якщо РЕОК девальвує - це свідчить про зменшення загального рівня цін українського експорту на зовнішніх ринках, що стимулює зростання; якщо РЕОК ревальвує - це відображає загальне подорожчання українською експорту, що негативно впливає на його обсяги.

За останні роки - із початку 1998 р. до середини 2004 р. - РЕОК девальзував на 32,8%. Це суттєво поліпшило умови зовнішньої торгівлі. При цьому з 2000 р. до вересня 2004 р. в умовах стабільності номінального курсу та зниження інфляції девальвація РЕОК була значно повільнішою - 6,7%, що

сприяло розвитку українського експорту та зростанню позитивного сальдо зовнішньої торгівлі.

Третій фактор — зростання обсягів міжнародних валютних резервів НБУ, по-перше, збільшує валютне забезпечення грошової бази (що підвищує стабільність монетарної системи національної валюти), по-друге збільшує можливості щодо погашення та обслуговування зовнішнього боргу (що підвищує міжнародну довіру до державної економічної політики та економіки України в цілому), по-третє, збільшує можливості Національного банку щодо регулювання обмінного курсу та валютного ринку шляхом здійснення інтервенцій при тимчасових коливаннях попиту і пропозиції (що підвищує забезпеченість найважливішого імпорту необхідними валютними ресурсами і є надійним засобом страхування життєздатності економіки країни у разі можливого скорочення надходжень валюти).

Із початку 2000 р. до вересня 2004 р. резерви НБУ зросли у 7 разів і досягли 12 млрд. доларів, знизившись до кінця 2005 р. до 9,5 млрд. доларів США (додаток У). Проте, станом на березень 2005 р. обсяг валютних резервів НБУ був знову поповнений і перевищував 11 млрд. доларів США.

Середньорічне зростання обсягів резервів за період із 1998 р. до 2005 р. становило 1500 млн. доларів. Слід зазначити, що до листопада 2002 р. єдиним джерелом збільшення обсягів резервів були виключно інтервенції НБУ з купівлі надлишкової пропозиції на валютному ринку без жодних зовнішніх запозичень. Саме завдяки такому значному збільшенню резервів Національного банку поліпшилися їхні якісні характеристики та були забезпечені перелічені вище переваги для економіки. Зокрема, якісні параметри міжнародних валютних резервів НБУ на кінець серпня 2004 р. характеризувало те, що вони становили:

- 90% грошової бази (у 2000 р. — 48%);
- 80,5% зовнішнього державного боргу (у 2000 р. - лише 14%);
- 17 тижнів імпорту (у 2000 р. — 4,3 тижня).

Таким чином, основним результатом політики стабільності курсу у 2000-2004 рр. було забезпечення її позитивного впливу на макроекономічні чинники шляхом:

- 1) зниження інфляції;
- 2) зростання реальних доходів населення та стимулювання внутрішнього споживчого попиту;
- 3) зниження відсоткових ставок, збільшення обсягу кредитів, інвестицій та стимулювання внутрішнього інвестиційного попиту;
- 4) підтримки стабільності реального ефективного курсу гривні та створення сприятливих умов для українських експортерів, що забезпечило стимулювання зовнішнього попиту для української економіки.

У першій половині 2005 р. в умовах політичної нестабільності, погіршення макрофінансової ситуації та несприятливої зовнішньої кон'юнктури, з одного боку, та недосконалості механізмів оптимального розподілу залучених фінансових ресурсів – з другого, великий приплив іноземного капіталу в Україну створював украй негативну ситуацію. Аби запобігти надто швидкому підвищенню обмінного курсу гривні, НБУ регулярно викупував надлишкову пропозицію іноземної валюти до золотовалютних резервів: протягом січня-квітня обсяг викупу валюти НБУ досяг 4,23 млрд. доларів США (за відповідний період 2004 р. – 1,37 млрд. доларів США), що обумовило ревальвацію курсу на 4,8%. Збільшення обсягів купівлі валюти НБУ на внутрішньому ринку (рис.2.2), поряд з іншими чинниками (такими як підвищення соціальних виплат населенню), стимулювало прискорення темпів інфляції у першому кварталі 2005 р.

Однак подальші коливання цін на пальне, висока інфляція, погіршення сальдо торгового балансу, зменшення іноземних інвестицій призвели до зниження пропозиції та підвищення попиту на валюту. Внаслідок цього у травні-серпні обсяг викупу зменшився до 1509,8 млн. доларів США (з незначним від'ємним сальдо інтервенцій у червні), тоді як за відповідний період 2004 р. цей показник був у 2,5 раза більшим (3,8 млрд. доларів США). У цих умовах подальша

ревальвація була призупинена і курс утримався на рівні 5,05 грн. за долар США [152, с. 4].

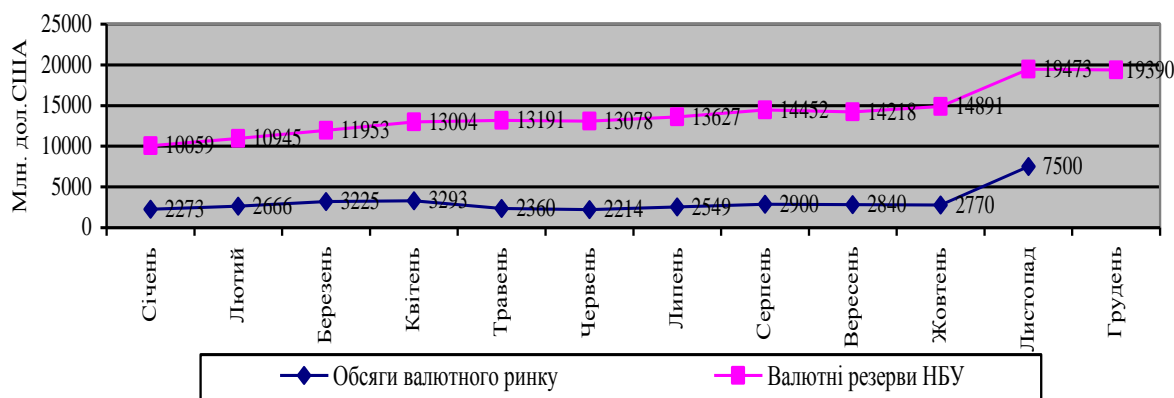


Рис. 2.2. Динаміка обсягів міжбанківського валютного ринку та валютних резервів НБУ у січні-грудні 2005 року [45].

Проте, ревальвація курсу гривні має як позитивні, так і негативні сторони, хоча уряд та НБУ запевняли, що швидка ревальвація курсу – це суцільне благо і для населення, і для економіки. На думку деяких вчених (О.І.Береславська), єдиним великим плюсом ревальвації курсу гривні є зниження вартості зовнішнього державного боргу України. За даними Міністерства фінансів, державний прямий зовнішній борг з початку року зменшився на 2,879 млн. грн. (6,2%), або на 504,27 млн. доларів США. Зменшення державного прямого зовнішнього боргу за січень-березень 2005 р. викликано, в основному перевищенням виплат за погашенням боргу над сумою позик (найбільші виплати по погашенню державного прямого зовнішнього боргу було здійснено за ОВДП 2000 р.) та зниженням курсів євро та долара щодо гривні, а також проведенням у березні взаємозаліку заборгованості з Російською Федерацією на суму 97,75 млн. доларів США. При цьому, у квітні зовнішній борг ще більше зменшився завдяки стрімкому зміцненню гривні, що є позитивним моментом, проте це не вирішує економічних проблем держави.

Негативи ревальвації курсу гривні можна поділити на соціальний та економічний аспекти. Щодо першого аспекту, то іноземна валюта до сьогодні залишається одним із основних засобів нагромадження населення та збереження їх від впливу інфляції (додаток Ф). У період зниження курсу іноземної валюти

населення буде продавати іноземну валюту (спрацьовує психологічний фактор). Це призведе до зростання цін на товари, тобто підвищення інфляції. Якби цей попит на товари був постійним, він зумовив зростання виробництва. Проте, такий ефект був короткостроковим, що зумовило лише зростання цін на товари і негативно відобразилось на інтересах українських громадян.

Ревальвація не стала стимулом для зниження рівня доларизації економіки України, хоча теоретично знецінення долара мало призвести до втрати довіри до нього як до засобу нагромадження.

Загальною рисою перехідних економік є нестабільність їх національних валют і високий рівень інфляції. Саме за таких умов перевага надається тій іноземній валюті, яка є резервною у світі, або до якої зберігається висока довіра. Для України і багатьох держав СНД – це американський долар. Попри те, що долар в Україні не став офіційним платіжним засобом, більшість великих угод – купівля нерухомості, дорогих автомобілів тощо – здійснюється за посередництва долара. Результатом обігу двох валют в Україні стало формування бімонетарної системи, що містить у собі негативні наслідки. По-перше, в умовах часткової доларизації економіки Національний банк втрачає монетарні важелі управління, а також можливість повноцінно реалізувати грошово-кредитну політику. Це означає, щодо показника пропозиції грошей включається нова складова – обсяг іноземної валюти в обігу, яким не може управляти центральний банк. По-друге, знижується ефективність фіскальної політики. По-третє, відмова від національної валюти на користь іноземної з причин високої інфляції загострює процес знецінення грошей. Є ще один момент – це втрата Україною прибутку у вигляді сеньйоражу, оскільки його отримує країна-донор валюти, тобто США. У результаті бімонетарна система ще більше розхитує економічні процеси.

Найпоширеніша оцінка рівня доларизації – введений МВФ індекс, який дорівнює відношенню депозитів у іноземній валюті до грошової маси M2. Незважаючи на критику цього методу оцінки рівня доларизації, він є, на думку українських науковців (О. І. Береславська), адекватним віддзеркаленням рівня доларизації депозитів. Стосовно доларизації готівкового ринку, то цей показник

доволі важко оцінити за браком відповідної статистичної інформації, тому в розрахунках використовувалась інформація щодо купівлі-продажу валюти населенням. Крім розрахунків рівня фінансової доларизації у банківській системі, є методика, що дає змогу розрахувати показник, який ширше характеризує рівень доларизації у державі. Це методика Національного бюро економічних досліджень США, що передбачає розрахунок рейтингу держави на основі загального індексу (composite index of dollarization) як результату трьох складових:

- відношення банківських депозитів у іноземній валюті до агрегату широких грошей;
- відношення зовнішнього боргу до валового внутрішнього продукту країни;
- частки боргу приватного сектору у сукупному зовнішньому боргу країни.

Дані табл. 2.1 свідчать про рівень доларизації в Україні за 2003-2005 рр., розрахований за вищезгаданою методикою (табл. 2.1). Якщо за методикою МВФ Україну можна віднести до країн із помірним рівнем доларизації³ – у 2005 р. цей показник становив 24,1% (рис. 2.3), то за методикою Національного бюро економічних досліджень США держава потрапляє у рейтинг країн з дуже високим рівнем доларизації. Так, рейтинг України у 2005 р. становив 13,4 бала, тоді як рейтинг Росії дорівнював 11,7, Латвії і Литви – 8, Казахстану – 7, Азейбарджану – 6 балів.

Таблиця 2.1

Динаміка рівня доларизації в Україні у 2003-2005 рр. (%)

Рік	Відношення банківських депозитів до широких грошей (за методикою МВФ)	Відношення зовнішнього боргу до ВВП	Частка боргу приватного сектору у сукупному зовнішньому боргу країни	Рейтинг (бали)
2003	20,8	47,5	52,7	12,1
2004	24,2	47,0	56,0	12,7
2005	24,1	46,8	62,7	13,4

³ За класифікацією МВФ, рівень доларизації у країні можна вважати помірним, якщо він становить менше 30%.

Зростання рівня доларизації, починаючи з 2003 р., відбувається за рахунок зростання частки боргу приватного сектору у сукупному зовнішньому боргу держави. При цьому основний приріст боргу приватного сектору відбувався не за рахунок запозичень комерційних банків за кордоном, а за рахунок запозичень інших секторів.

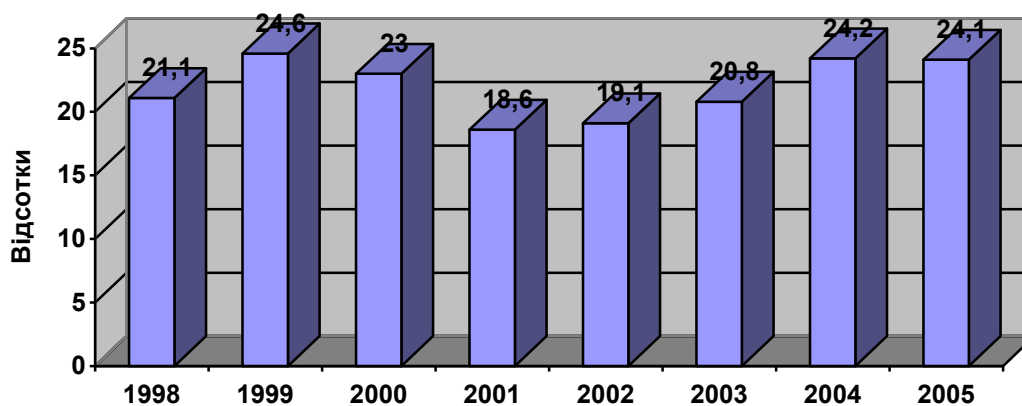


Рис.2.3. Динаміка рівня доларизації в Україні у 1998-2005 р.

Аналізуючи динаміку депозитів у іноземній валюті за 1998-2005 рр., зазначимо, що знецінення долара протягом трьох останніх років не спричинило зниження рівня доларизації української економіки, а навпаки – стимулювало його зростання (рис.2.4).

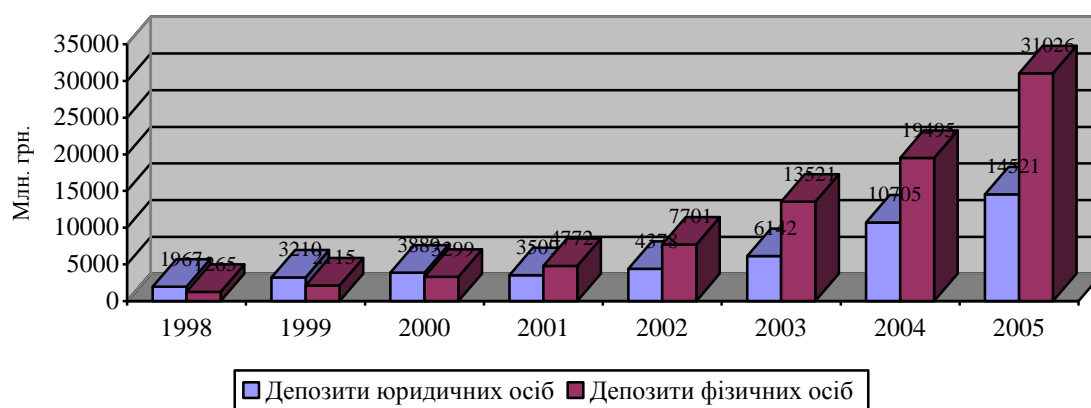


Рис.2.4. Динаміка депозитів юридичних і фізичних осіб в іноземній валюті у 1998- 2005 р. [45, с. 140-141].

Ревальвація курсу гривні також негативно позначилася і на рівні доларизації готівкового ринку. Аналіз потоків іноземної валюти на руках населення теж не виявив тенденції до стійкого зниження. Починаючи з 2004 р. намітився процес дедоларизації, що знайшло відображення в перевагах населення при купівлі та

продажу валюти: із січня по серпень 2004 р. обсяги проданої валюти перевищують обсяги купленої (рис.2.5).

Проте, починаючи з вересня тенденція змінилася на протилежну. У цілому, за 2004 р. від'ємне сальдо купівлі-продажу валюти становило 2,4 млрд. доларів США.

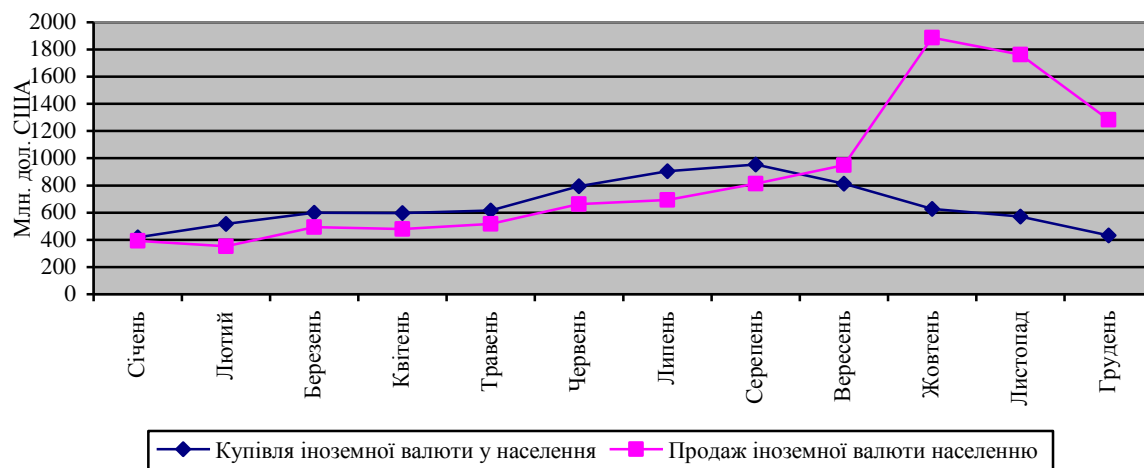


Рис.2.5 Динаміка обсягів купівлі-продажу валюти населенням за січень-грудень 2004 р. [45].

Зазначена тенденція спостерігалася і впродовж 2005 р. Лише у квітні, під час стрибка ревальвації курсу гривні (рис.2.6) обсяги проданої валюти населенням перевищили обсяги її купівлі. Але вже у травні тенденція змінилася на протилежну, а за одинадцять місяців 2005 р. від'ємне сальдо операцій становило 818,9 млн. доларів США.

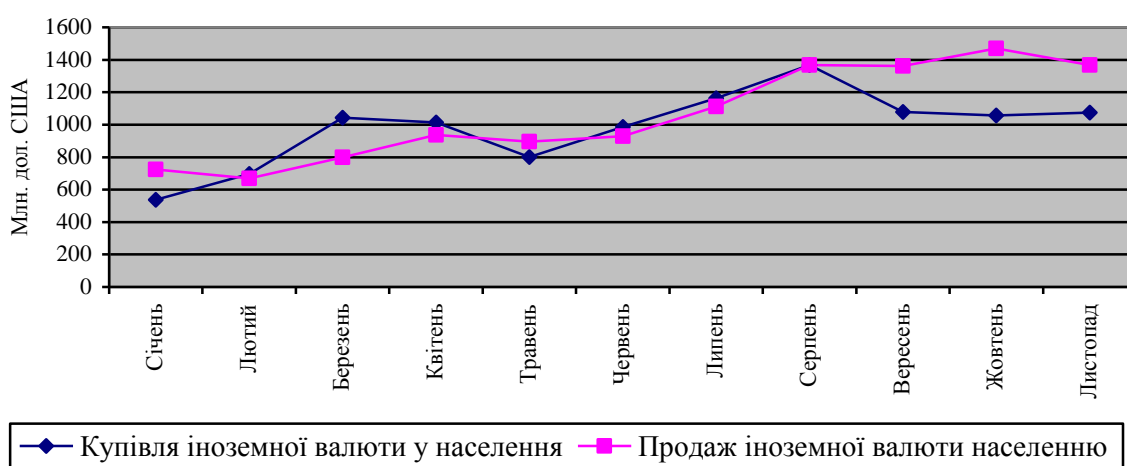


Рис.2.6. Динаміка обсягів купівлі-продажу валюти населенням за січень-листопад 2005 р. [45].

Причина проаналізованих тенденцій – у посиленні інфляційних процесів у країні. Зростання темпів інфляції наприкінці 2004 р. і продовження цього процесу в 2005 р., а також недотримання інфляційних прогнозів урядом (за 2005 р. рівень інфляції дорівнював 10,3% замість запланованих на початку року 8,0%) підірвали довіру населення до гривні. Незважаючи на стабільне знецінення долара, населення продовжує вкладати кошти в іноземну валюту. У цьому проявляється ефект “гістерезису”, який характеризує інерційність поведінки населення. Затяжна та висока інфляція спонукає населення переводити кошти у долари з метою хеджування ризиків.

Наслідки від ревальвації гривні в економічному аспекті будуть ще більш негативними. По-перше, у сфері інвестицій, яка складається з двох частин: портфельних інвестицій (спекулятивних) та прямих інвестицій в економіку. Для портфельних спекулянтів зростання курсу гривні є надзвичайно вигідним, оскільки автоматично спрацьовує наступна схема (рис.2.7).

У зв'язку з цим, політика ревальвації курсу гривні є вигідною для міжнародних фінансових спекулянтів та зацікавлених осіб, які пов'язані з цими спекулянтами.

Щодо стратегічних або прямих інвестицій в економіку, то іноземний інвестор, вкладаючи кошти у розвиток свого підприємництва, очікує протягом декількох років, коли проект стане привабливим для продажу. Зростання курсу гривні та зниження курсу іноземної валюти протягом цього періоду для інвестора є вигідним. Однак, коли проект знаходиться на стадії розвитку протягом усього попереднього періоду, для інвестора вигідним є зворотний процес: зниження курсу гривні та зростання курсу іноземної валюти. Тому що тоді цінова конкуренція з імпортною продукцією буде значно менш жорсткішою, а інвестиції – більш ефективними. Таким чином, іноземному інвестору більш вигідно, щоб курс іноземної валюти все ж таки зростає, оскільки це робить його операцію більш раціональною.

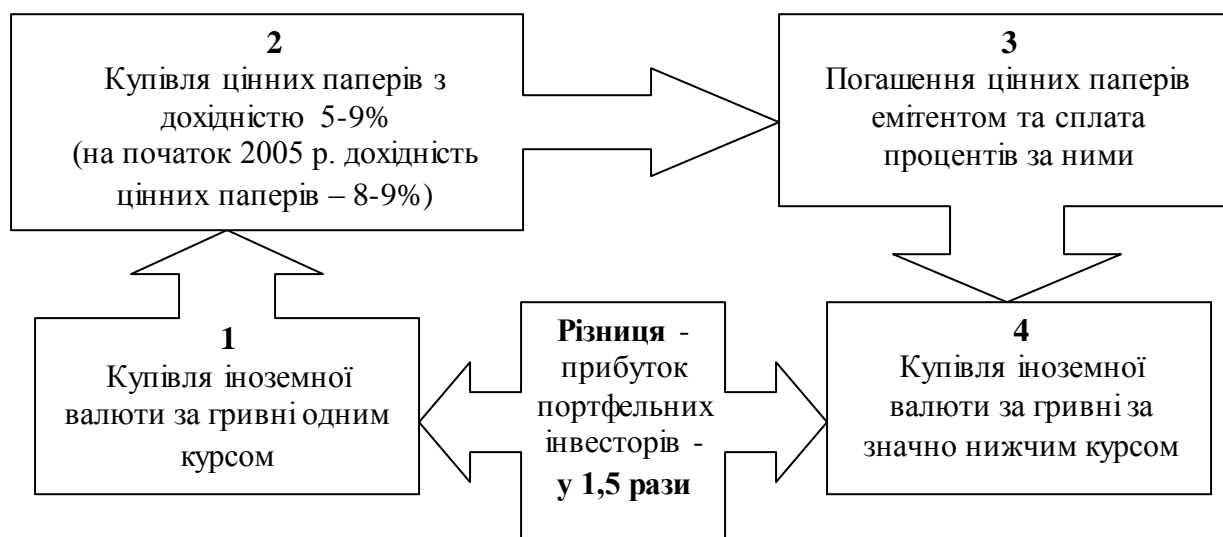


Рис.2.7. Отримання прибутку за ревальвації курсу гривні портфельними інвесторами.

Це також стосується виробництва, яке зорієнтоване на внутрішній попит. Для експорту, безумовно, також вигідним є зростання курсу іноземної валюти, оскільки свою сировину та готову продукцію Україна продасть за більш високими цінами. Відповідно, і бюджет зможе отримати від експортерів більше коштів. Проте, більшість чиновників та вчених переконують, що зниження курсу іноземної валюти є вигідним для оновлення виробничих фондів. Тобто закупівлі імпортного обладнання та технологій. Однак, ця вигода має суто тактичний характер, який дає позитивний ефект лише у короткостроковій перспективі. Згодом на новому імпортному обладнанні буде випускатися продукція, яка не витримає цінової конкуренції зі своїми імпортними аналогами. Тому насправді для тих підприємств, які хочуть бути рентабельними, стратегічний інтерес – у зростанні курсу іноземної валюти, а не у її зниженні.

Більшість прихильників ревальвації вбачають у ній аргумент боротьби з інфляцією. На практиці такий зв'язок має більш теоретичний, аніж практичний характер. Навпаки, курс гривні та зростання інфляції у довготривалому періоді практично не пов'язані. Практика засвідчує, що протягом двох останніх років номінальний і реальний курс гривні зміцнювався, а інфляція все одно зростала. Наприклад, у грудні 2004 р. курс гривні почав знижуватися, а інфляція – зростати (хоча фактори провокування інфляції були іншими). З січня по квітень 2005 р.

НБУ почав різко зміцнювати курс гривні, проте на темпи інфляції це не вплинуло. В результаті НБУ повернувся до попереднього курсу, але вже за більш високими цінами на товари (рис.2.8).

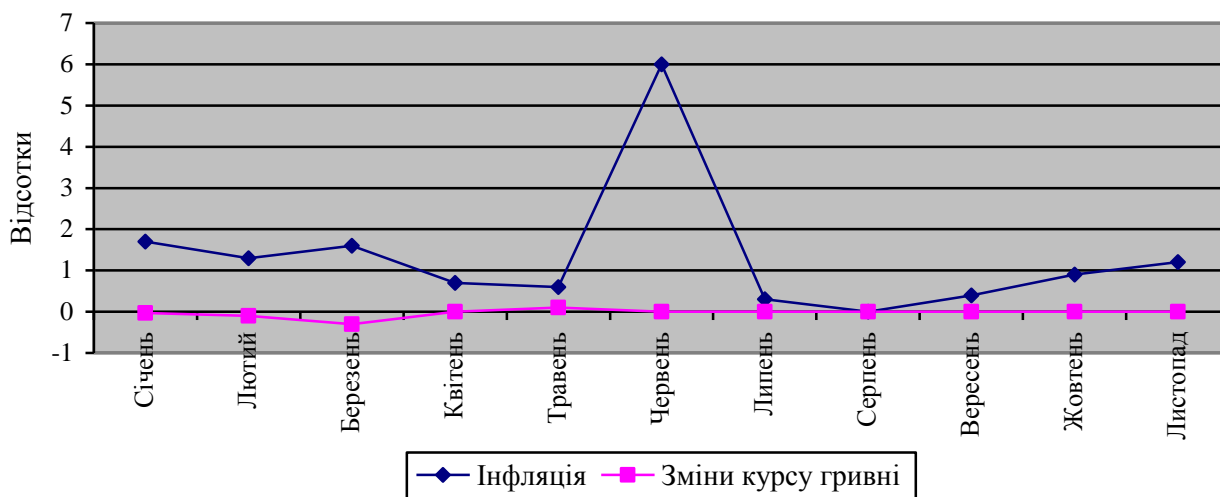


Рис.2.8. Динаміка показників інфляції та зміни номінального курсу гривні у січні-листопаді 2005 року [45].

Ще один великий негатив від ревальвації гривні позначився на банківській системі. По-перше, від переоцінки валютної позиції більшість банків, крім тих, які володіли інсайдерською інформацією та встигли продати валюту, в квітні вийшли на мінус за результатами своєї діяльності. Це, безперечно, позначилось на надходженнях до бюджету, оскільки скорочення доходів завжди зумовлює зменшення нарахувань від прибутку у вигляді податків. По-друге, більшість банків планує зменшити видачу довготермінових кредитів у валюті, оскільки не володіє інформацією відносно зміни валютного курсу на перспективу.

Економіка реагує на прийняте рішення з визначеним часовим лагом. На нашу думку, ревальвація курсу гривні – це передчасний захід, яка разом з рішенням про зниження імпорتنих митних ставок негативно позначиться на конкурентноздатності української продукції. Найкращим виходом для Національного банку та економіки в цілому було б змінити номінальний курс іноземної валюти на внутрішньому ринку на рівні з інфляцією, тоді курсова політика була б нейтральною відносно до цін споживчого ринку, а не впливала б, таким чином, на українську економіку. За таких умов пропозиція валюти на ринку

зменшилась тому, що НБУ перестав би провокувати її продаж, який супроводжується беззмисловою емісійною активністю.

Однак, аби забезпечити керованість валютним ринком, його стабільність і позитивний вплив на економіку, необхідно постійно аналізувати фактори, які можуть негативно впливати на розвиток ринку, щоб вчасно вжити відповідних запобіжних заходів. Аналіз ситуації свідчить, що наприкінці 2004 р. та 2005 р. основними ризиками, які існують у реальному секторі і можуть негативно впливати у середньостроковій перспективі на обсяги припливу-відпливу валюти, резерви Національного банку, стабільність курсу на валютного ринку, є можливе зростання дефіциту бюджету, зовнішнього боргу та витрат на його погашення й обслуговування, надмірне прискорення доходів населення, що значно випереджає збільшення обсягів виробництва, можливе зменшення позитивного сальдо зовнішньої торгівлі, низький рівень прямих зовнішніх інвестицій (їх збільшення — надзвичайно важливий фактор, оскільки йдеться про приплив валютних надходжень без зростання зовнішнього державного боргу). Важливим фактором є також політична нестабільність у державі, що спричиняє до невизначеності поведінки суб'єктів господарювання і населення, і може негативно вплинути на ситуацію у валютній сфері України.

Необхідно зазначити, що хоча валютно-курсова політика останніх років значно підвищила довіру до стабільності курсу гривні, однак така політика є лише одним із інструментів загальної політики Національного банку щодо реалізації законодавчо закріпленого за ним обов'язку підтримання фінансової стабільності. Тому зі зміною ситуації можливі зміни курсової динаміки як у бік прискорення ревальвації, так і у бік певного зростання девальвації. Стала курсова динаміка може бути порушена через зазначені вище ризики – характер діючої системи валютного регулювання суттєво обмежує можливості впливу НБУ щодо підтримання стабільності курсу.

Для запобігання негативних дій зазначених факторів, для збереження умов стабільного функціонування валютного ринку і забезпечення позитивного впливу курсової політики на економіку та макроекономічні чинники необхідно здійснити

комплекс заходів державної економічної політики щодо:

- 1) державного стимулювання та підтримки українського експорту;
- 2) державного стимулювання прямих іноземних інвестицій і створення сприятливого інвестиційного середовища;
- 3) формування системи ефективного управління зовнішнім державним боргом і зменшення витрат на його погашення та обслуговування.

Реалізація зазначених заходів забезпечить необхідне підґрунтя для збереження позитивного впливу валютно-курсової політики на макроекономічні чинники та розвиток виробництва.

2.3. Регулювання та контроль НБУ валютних операцій

Регулювання валютного ринку є другим важливим напрямом валютної політики центрального банку, що передбачає регламентацію здійснюваних у країні резидентами і нерезидентами валютних операцій, у тому числі регулювання поточних валютних операцій та операцій, пов'язаних із рухом капіталів, а також операцій на міжбанківському валютному ринку.

Розглядаючи питання регулювання та контролю валютних операцій, перш за все необхідно уточнити сутність такої категорії як “валютні операції”. На сьогодні ні в законодавстві, ні в науковій літературі немає єдиного визначення поняття “валютні операції”. З'ясування дефініції “валютні операції” має важливе значення для визначення правової природи валютних операцій та практики їх здійснення.

Так, М.І.Савлук вважає, що “валютні операції являють собою операції обміну однієї національної валюти на іншу через купівлю-продаж на валютних ринках” [129, с. 163].

В.О.Романишин розуміє валютні операції як “певні банківські й фінансові операції, пов'язані з переходом права власності на валютні цінності” [183, с. 416].

Більш розширене трактування валютних операцій подається групою науковців на чолі з А.М.Морозом, а саме: “під валютними операціями слід розуміти всі операції, пов'язані з переходом права власності на валютні цінності,

у тому числі операції з використання валютних цінностей у міжнародному обігу як засобу платежу, а також операції, пов'язані з увезенням, переказуванням і пересиланням на територію країни та за її межі валютних цінностей” [231, с. 473].

На нашу думку, такі визначення є неповними, оскільки в них увага зосереджується виключно на правовій природі валютних операцій, а саме переходу права власності та інших прав на валютні цінності. Слід зауважити, що при депозитних та кредитних операціях з іноземною валютою не відбувається переходу права власності на іноземну валюту. Тому вважаємо, що під валютними операціями потрібно розуміти дії, що здійснюють суб'єкти валютних відносин щодо валютних цінностей, та угоди, які вони укладають, спрямовані на виникнення, зміну та припинення речових або зобов'язальних прав на валютні цінності.

У банківській практиці існують різні підстави для класифікації валютних операцій. Класифікація валютних операцій може здійснюватися як за критеріями, спільними для всіх банківських операцій (активні та пасивні операції), так і за особливими ознаками, властивими тільки валютним операціям (додаток X).

Важливим критерієм розмежування валютних операцій є поділ на поточні валютні операції та операції, пов'язані з рухом капіталу. Таке розмежування валютних операцій має особливе значення для організації системи валютного регулювання і контролю держави. Як свідчить досвід країн із розвинутою економікою, відміна різного типу обмежень і лібералізація валютного режиму, зазвичай, здійснюються за поточними операціями, а згодом за операціями, пов'язаними із рухом капіталу. Значною мірою це й визначає терміни введення конвертованості національних грошей. Наприклад, країни Західної Європи усунули обмеження щодо поточних операцій з іноземною валютою ще у грудні 1958 р., а конвертованість за фінансовими операціями, пов'язана із рухом капіталу, ними здійснювалась поступово, протягом двадцяти років, починаючи з середини 1970-х рр.

Поточні валютні операції поділяються на торговельні та неторговельні (рис.2.9).

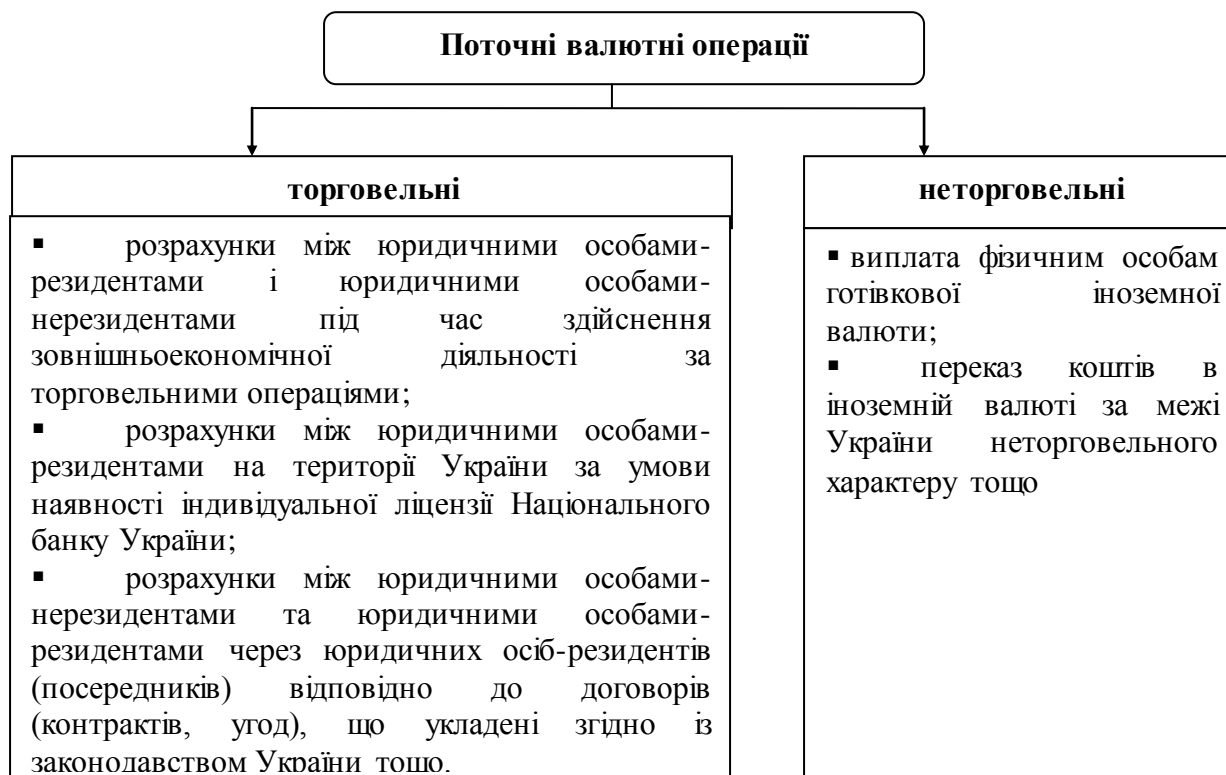


Рис.2.9. Основні види поточних валютних операцій в Україні.

Головним напрямом регулювання Національним банком поточних валютних операцій є забезпечення загальних нормативно-правових умов організації таких операцій та контролю за їх дотриманням. При цьому приєднання України у 1997 р. до статті VIII статут МВФ визначило поступове зняття обмежень на здійснення розрахунків між резидентами і нерезидентами за поточними операціями.

Загальний порядок проведення поточних торговельних валютних операцій резидентами і нерезидентами в Україні визначається відповідними законодавчими актами. Детальні правила встановлюються інструкціями та іншими нормативними актами Національного банку України, який здійснює валютну політику згідно з принципами загальної економічної політики України та є головним органом валютного контролю.

Основними напрямками валютного регулювання і контролю у цій сфері є:

- визначення відповідності валютних операцій, що здійснюються резидентами і нерезидентами, діючому законодавству, а також наявність необхідних для них ліцензій та дозволів;

- перевірка виконання резидентами зобов'язань в іноземній валюті перед державою, а також зобов'язань щодо продажу іноземної валюти на внутрішньому ринку України;
- перевірка обґрунтованості здійснення платежів в іноземній валюті;
- перевірка повноти та об'єктивності обліку й звітності за валютними операціями, а також за операціями нерезидентів у національній валюті України.

Значна частина поточних торговельних валютних операцій у іноземній валюті пов'язана з обслуговуванням зовнішньоекономічної діяльності резидентів, зокрема, з розрахунками за експорт-імпорт товарів (робіт, послуг). Відповідно до чинного законодавства України право на здійснення такої діяльності мають юридичні та фізичні особи, які зареєстровані як підприємці.

Вибір форм платежів і валюти розрахунків здійснюється суб'єктами господарювання самостійно і фіксується у відповідних договорах. Національний банк при цьому визначає порядок здійснення уповноваженими банками контролю за дотриманням резидентами встановлених законодавством строків розрахунків за експортно-імпортними операціями й отримання індивідуальних ліцензій НБУ на перевищення цих строків.

Особливого розгляду потребує питання про порядок здійснення розрахунків в іноземній валюті, який регулюється Законом України “Про порядок здійснення розрахунків в іноземній валюті” від 23.09.1994 р.

Виручка резидентів підлягає зарахуванню на їх рахунки в банках у строки виплати заборгованостей, зазначені у контрактах, але не пізніше 90 календарних днів з дати оформлення вантажної митної декларації на продукцію, що експортується, а в разі експорту робіт (послуг, прав інтелектуальної власності) – з моменту підписання акта або іншого документа, що засвідчує виконання робіт, надання послуг, експорт прав інтелектуальної власності.

Перевищення зазначеного терміну потребує індивідуальної ліцензії Національного банку України. Також потребують індивідуального ліцензування й імпортні операції резидентів, які здійснюються на умовах відстрочення

поставки, якщо таке відстрочення перевищує 90 календарних днів з моменту здійснення авансового платежу.

Комерційні банки зобов'язані вимагати від своїх клієнтів повної інформації про експортно-імпорتنі операції, розрахунки за якими проводяться через ці банки, без обмежень щодо конкретного порядку здійснення та обсягів цих операцій. Разом з тим, в Україні до 01.04.2005 р. зберігалася вимога щодо обов'язкового продажу валютної виручки експортерами.

Обов'язковий продаж валютної виручки було запроваджено Національним банком України у зв'язку з тим, що суб'єктами зовнішньоекономічної діяльності затримувався продаж експортної валютної виручки та інших валютних надходжень, що спричинило зменшення торгів на міжбанківському валютному ринку та безпідставний вплив іноземної валюти з країни.

В Україні валютним законодавством було передбачено встановлення нормативу обов'язкового продажу на рівні 50%, що реалізовувалась з урахуванням гнучкої системи численних винятків, завдяки чому не підлягали обов'язковому продажу такі валютні надходження клієнтів:

- отримані кредити і фінансова допомога;
- кошти, які використовуються для погашення кредитів, виконання зобов'язань за лізингом, а також для повернення фінансової допомоги;
- інвестиції в Україну;
- інвестиції резидентів за кордон, повернуті в Україну;
- кошти, повернуті у зв'язку з невиконанням взаємних зобов'язань;
- кошти, отримані посередниками, за винятком комісійної винагороди;
- кошти транспортних та інших організацій, які надають послуги нерезидентам, для експлуатаційних потреб за кордоном;
- добровільні пожертвування;
- гуманітарна допомога тощо.

Зазначені винятки стосувалися усіх підприємств та організацій незалежно від розміру, форми власності та підпорядкування, а функції агента валютного контролю виконував при цьому не НБУ, а безпосередньо комерційні банки.

Купівля та використання іноземної валюти для проведення розрахунків щодо експортно-імпортних операцій регулюються Правилами торгівлі іноземною валютою, затвердженими постановою Правління НБУ від 10.08.2005 р. № 281. Операції на міжбанківському валютному ринку України дозволяється здійснювати лише суб'єктам цього ринку, до яких належать:

- Національний банк України;
- уповноважені банки (комерційні банки, що отримали ліцензію НБУ на здійснення операцій з валютними цінностями);
- уповноважені фінансові установи (що отримали ліцензію НБУ на здійснення операцій з валютними цінностями).

Крім того, для регламентації валютних операцій, здійснюваних на валютному ринку, Національним банком розроблено Класифікатор іноземних валют, згідно з яким валюти різних країн поділяються на три основні групи.

До першої групи Класифікатора належать вільно конвертовані валюти, які широко використовуються для здійснення платежів за міжнародними операціями та продаються на головних валютних ринках світу (долар США, євро, японська єна, англійський фунт стерлінгів, австралійський і канадський долар тощо).

До другої групи Класифікатора відносять вільно конвертовані валюти, які не використовуються широко для здійснення платежів за міжнародними операціями та не продаються на головних валютних ринках світу (наприклад, новозеландські долари, кувейтські динари, сингапурські долари, мальтійські ліри, російські рублі тощо).

Третя група Класифікатора охоплює неконвертовані валюти (наприклад, єгипетські фунти, білоруські рублі, туркменські манати та усі інші валюти, не віднесені до першої та другої груп валют).

Порядок торгівлі іноземною валютою передбачає регламентацію Національним банком умов купівлі іноземної валюти суб'єктами ринку для власних потреб і за дорученням клієнтів.

Суб'єкти ринку не мають права проводити операції з валютними деривативами. Банкам також заборонено здійснення безготівкових операцій з

купівлі-продажу іноземної валюти першої групи Класифікатора на іноземну валюту третьої групи Класифікатора.

Укладення і підтвердження угод з купівлі-продажу іноземних валют першої групи за гривні між банками проводиться виключно у визначений проміжок часу, що називається торговельною сесією.

До початку торговельної сесії банк як за рахунок коштів своїх клієнтів, так і за рахунок власних коштів виконує заявки клієнтів (крім інших уповноважених банків), а також задовольняє власні потреби на купівлю-продаж іноземних валют першої групи. Незадоволені потреби клієнтів, а також власні потреби щодо купівлі-продажу цих іноземних валют уповноважений банк включає до зведеної заявки на участь у торговельній сесії, яка подається НБУ.

Уповноваженому банку забороняється брати участь у торговельній сесії без отримання підтвердження Національного банку України про прийняття заявки. Перевищувати зазначений у заявці обсяг купівлі іноземних валют під час Торговельної сесії також забороняється.

Суб'єкти міжбанківського валютного ринку України здійснюють на цьому ринку операції з купівлі-продажу іноземних валют за вільним договірним курсом купівлі та продажу за кожною операцією без обмеження розміру маржі між курсами купівлі та продажу і комісійної винагороди.

Купівля іноземної валюти на міжбанківському валютному ринку України при розрахунках з нерезидентами за поточними торговельними операціями здійснюється на підставі таких документів: договір з нерезидентом; вантажна митна декларація; акт виконаних робіт (наданих послуг); документи, передбачені при документарній формі розрахунків (акредитив, інкасо); довідка державної податкової адміністрації, в якій резидент зареєстрований як платник податків.

Іноземна валюта, придбана в установленому порядку через уповноважені банки та уповноважені фінансові установи на міжбанківському валютному ринку України, має бути використана резидентом протягом п'яти робочих днів з часу зарахування її на його поточний рахунок на цілі, вказані в заяві на купівлю іноземної валюти. Гривневий еквівалент проданої на міжбанківському валютному

ринку України іноземної валюти має бути зарахований на основний поточний рахунок власника коштів не пізніше двох банківських днів після надходження на кореспондентський рахунок відповідної суми в гривнях.

У разі порушення резидентами цих строків придбана іноземна валюта продається уповноваженим банком протягом п'яти робочих днів на міжбанківському валютному ринку України. При цьому позитивна курсова різниця, що може виникнути за такою операцією, щоквартально направляється до Державного бюджету України, а негативна — відноситься на результати господарської діяльності резидента.

Поточні неторговельні валютні операції – операції, не пов'язані з комерційною діяльністю підприємств, організацій, громадян, експортом та імпортом товарів (послуг), а також рухом капіталу.

Ці операції здійснюються уповноваженими банками як для фізичних осіб-резидентів і нерезидентів, так і для юридичних осіб-резидентів і нерезидентів.

До поточних неторговельних валютних операцій, що здійснюються через уповноважені банки та уповноважені фінансово-кредитні установи, належать:

- операції з обміну іноземної валюти та платіжних документів в іноземній валюті на грошову одиницю України чи іншу іноземну валюту;
- виплата фізичним особам готівкової іноземної валюти та грошової одиниці України за чеками та пластиковими картками міжнародних платіжних систем;
- продаж дорожніх чеків в іноземній валюті для вивезення їх фізичними особами за межі України з метою здійснення розрахунків за дорожні послуги або обмін цих чеків на національну валюту інших країн для здійснення необхідних розрахунків;
- одержання фізичними особами готівкової іноземної валюти і дорожніх чеків в іноземній валюті на витрати, пов'язані з відрядженнями;
- виплата фізичним особам авторських гонорарів та інших платежів, пов'язаних з авторськими правами;
- оплата праці нерезидентів, які, згідно з укладеними трудовими угодами (контрактами), працюють в Україні;

— переказування коштів в іноземній валюті за межі України за навчання, лікування, оплата патентів, послуг адвокатів, сплата митних платежів та членських внесків за вступ та участь у міжнародних організаціях;

— платежі за межі України у вигляді відшкодування витрат судових, арбітражних, нотаріальних та інших правоохоронних органів;

— виплата готівкової іноземної валюти за переказами з-за кордону: пенсії, аліменти, заробітна плата, допомога родичів тощо;

— переказування за межі України коштів в іноземній валюті: пенсії, аліменти, допомога родичам тощо.

— операції з відкриття та ведення рахунків в іноземній валюті фізичних осіб.

Протягом останніх років в Україні відбулися значні зміни у порядку проведення неторговельних операцій уповноваженими банками. Продаж іноземної валюти фізичним особам-резидентам здійснюється майже без обмежень через мережу пунктів обміну і в уповноважених банках. Значно розширені можливості фізичних осіб щодо переказу належних їм коштів у іноземній валюті за межі України за неторговельними операціями.

Загалом слід зазначити, що Україна поступово лібералізує систему валютного регулювання та контролю за поточними операціями резидентів і нерезидентів. Розвиток валютного ринку протягом аналізованого періоду відбувався стабільно, про що свідчить додаток Ц. Однак у 2004 р. валютний ринок формувався в умовах, які не були схожі з умовами жодного попереднього року. З одного боку, надзвичайно сприятливі для України умови зовнішньої торгівлі зумовили зростання експорту товарів та послуг на 37,2%, приплив капіталу у вигляді зовнішніх запозичень уряду та приватних кредитів, а також збільшення обсягів прямих іноземних інвестицій, з іншого – збільшення відпливу капіталів та нарощування інфляційних очікувань.

Розвиток валютного ринку у 2004 р. можна розділити на два етапи:

перший – січень-серпень, який характеризувався збільшенням надходжень іноземної валюти в країну (в 1,6 раза більше від обсягу за відповідний період 2003 р.), перевищенням пропозиції іноземної валюти над попитом на міжбанківському

валютному ринку (позитивне сальдо інтервенцій НБУ – 5,1 млрд. доларів США), а також значним перевищенням пропозиції валюти на готівковому ринку (майже 1 млрд. доларів США, що в 1,4 раза більше, ніж у відповідному періоді минулого року).

Перші ознаки дестабілізації на валютному ринку почали виявлятися, починаючи з вересня 2004 р. Основними чинниками зростання попиту на вільно конвертовану іноземну валюту були:

- політичний, пов'язаний з виборами Президента України;
- суттєве збільшення соціальних та інших виплат з бюджету, що спричинило збільшення платоспроможного попиту з боку населення та, як наслідок, зростання споживчих цін;
- зростання інфляційних та девальваційних очікувань населення;
- сезонна тенденція до підвищення попиту на вільноконвертовану іноземну валюту в осінньо-зимовий період.

Значне напруження ситуації на готівковому ринку (у вересні-грудні попит населення на валюту перевищив пропозицію на 3,4 млрд. доларів США) негативно вплинуло на стан міжбанківського валютного ринку та фінансову стабільність у цілому. Для задоволення попиту на іноземну валюту та збереження стабільності обмінного курсу гривні до основної курсоутворюючої валюти НБУ прийняв рішення активно продавати іноземну валюту - 15.10.2004 р. до кінця 2004 р. Національним банком було проведено 15 Торговельних сесій з продажу готівкової іноземної валюти обсягом 1368 млн. доларів США.

НБУ впродовж 2005 р. для стримування негативних тенденцій та забезпечення стабільності на грошово-кредитному та валютному ринках реалізував низку заходів, спрямованих на лібералізацію функціонування валютного ринку, та пом'якшив окремі норми валютного контролю:

- скасував норматив обов'язкового продажу валютної виручки експортерів;
- запровадив індикативні параметри інтервенцій на міжбанківському ринку;

- спростив процедуру торгів на міжбанківському ринку і порядок інвестування в Україну, зокрема, дозволив банкам протягом однієї сесії як купувати, так і продавати валюту; конвертувати іноземні валюти першої групи класифікатора в іноземні валюти другої групи і навпаки; проводити форвардні операції за умови реального постачання активу; розширив тимчасові межі торгових сесій;

- скасував двовідсоткове обмеження щодо граничного відхилення курсу купівлі та продажу готівкових іноземних валют від їхнього офіційного курсу;

- скасував вимогу до клієнтів банку при купівлі валюти надавати довідку державної податкової адміністрації, а банкам – формувати реєстр за кожною операцією з купівлі іноземної валюти та подавати його на розгляд до податкового органу;

- спростив умови надання резидентами кредитів в іноземній валюті нерезидентам – під час реалізації резидентами стратегічно важливих для економіки України проектів, що забезпечують гарантований збут українських товарів на відповідних ринках, від резидентів не вимагається надання гарантій;

- змінив умови ввезення та вивезення валюти фізичними особами – максимальну суму валютних цінностей, яку фізичні особи можуть вивозити за наявності у них індивідуальної ліцензії та спеціального дозволу НБУ, збільшено із 50 тис. до 100 тис. доларів США. При цьому максимальна сума валюти, яку фізична особа може вивезти без наявності цих документів, становить 10 тис. доларів США. Ввозити в Україну валютні цінності фізичним особам дозволено у сумі до 15 тис. доларів США.

Водночас із пом'якшенням норм, які регулюють вплив капіталів, було введено в дію низку рестрикційних важелів, спрямованих на обмеження обсягів і регулювання структури припливу капіталів у країну, а саме:

- запроваджено резервування за кредитами від нерезидентів на термін до 180 днів на рівні 20%;

- змінено нормативне значення загальної відкритої (довгої/короткої) валютної позиції банків, зокрема, загальна довга відкрита валютна позиція має

бути не більшою, ніж 20%, а загальна коротка відкрита валютна позиція — не більшою 10%;

— офіційно закріплено право НБУ переривати торгову сесію з оголошенням технічної перерви і вводити обмеження па маржу між курсом купівлі та продажу валюти від офіційного курсу.

Ці заходи були підтримані відповідними змінами у характері грошово-кредитного регулювання. Для збереження стабільності монетарної сфери та нейтралізації наслідків викупу Національним банком України великих надходжень іноземної валюти було обмежено обсяги рефінансування комерційних банків, вилучено з обов'язкових резервів готівку, що обліковується у касі банку в національній-валюті, підвищено облікову ставку з 9 до 9,5%, збільшено із 7,0 до 8,0% норматив обов'язкового резервування банків за депозитами в національній та іноземній валюті, а суму обов'язкових резервів, що знаходяться на коррахунку банку на початок операційного дня, — з 80 до 100% суми обов'язкових резервів за попередній період, зменшено грошову пропозицію шляхом розміщення депозитних сертифікатів та проведення операцій зворотного РЕПО.

Зміна спрямованості валютного регулювання за одночасного жорсткішання грошово-кредитного регулювання дало змогу підтримати рівновагу у валютно-фінансовій сфері. Тим часом залишається низка загроз, які можуть негативно вплинути на подальший розвиток системи валютно-курсового регулювання. Серед них зауважимо негативну структуру та нестійкий характер припливу іноземного капіталу у 2005 р., високу ймовірність його зворотного руху наприкінці 2005 — на початку 2006 рр., утворення від'ємного сальдо торгового балансу у розмірі 372.2 млн. доларів у січні — серпні 2005 р., падіння темпу зростання ВВП, який у серпні 2005 р. вперше за останні п'ять років скоротився на 1,6%. Виникнення досить серйозних ситуативних дисбалансів на українському валютному ринку у серпні та жовтні 2005 р., які були врегульовані лише завдяки втручанням НБУ, свідчить про вразливість валютно-фінансової системи України до зовнішніх і внутрішніх та зовнішніх шоків.

Сфера валютних операцій з капіталом та фінансових операцій в нашій державі потребує насамперед належної правової регламентації. Наприклад, в Україні до сьогоднішнього часу відсутнє спеціальне законодавство, що регулює здійснення резидентами капітальних операцій за кордоном. У законодавчих актах нашої держави також не дається визначення поняття “операції, пов’язані з рухом капіталу”.

Національний банк України, за відсутності актів прямої дії (Закон України “Про валютне регулювання” ще не прийнятий Верховною Радою), своїми нормативними актами, а саме правилами торгівлі іноземною валютою, затвердженими постановою Правління НБУ від 10.08.2005 р. № 281, встановив, що до валютних операцій, пов’язаних із рухом капіталу, належать:

- надання та отримання резидентами фінансових кредитів і позик;
- операції, пов’язані з виконанням зобов’язань за гарантіями, поруками та заставою;
- операції, пов’язані з виконанням зобов’язань за лізингом;
- операції, пов’язані з виконанням зобов’язань за факторингом;
- здійснення прямих інвестицій в Україну;
- здійснення резидентами прямих інвестицій за межі України;
- здійснення портфельних інвестицій за межі України;
- виплата прибутків, доходів та інших коштів, отриманих іноземними інвесторами від прямих інвестицій та розміщених серед нерезидентів цінних паперів українських емігентів;
- операції з цінними паперами;
- розміщення коштів на вкладних (депозитних) рахунках;
- перекази для здійснення розрахунків, пов’язаних з експортом та імпортом продукції, робіт, послуг, які передбачають відстрочення платежу на строк понад 90 днів (комерційні кредити);
- міжнародні перекази за угодами, пов’язаними з накопиченням пенсійних активів тощо.

Враховуючи таку класифікацію операцій, пов'язаних із рухом капіталу, загалом їх валютне регулювання можна розмежувати на регулювання експорту та імпорту капіталу (приплив капіталу з-за кордону). В Україні більшість операцій, пов'язаних із рухом капіталу, потрапляє під режим валютного контролю, розповсюдженими формами якого в нашій країні є ліцензування та реєстрація (табл. 2.2).

Таблиця 2.2 [183, с. 433]

Форми валютного контролю за операціями, пов'язаними з рухом капіталу, що застосовуються в Україні

Вид валютної операції	Форма контролю
<i>Контроль за імпортом капіталу</i>	
Інвестиції нерезидентів в Україну	–
Кредитування нерезидентами резидентів в іноземній валюті	Реєстрація кредитів Національним банком України
<i>Контроль за експортом капіталу</i>	
Інвестиції резидентів за кордоном	Разові індивідуальні ліцензії НБУ
Відкриття резидентами рахунків за кордоном	Індивідуальні ліцензії НБУ

Сприяння залученню іноземних інвестицій в Україну є одним із пріоритетних напрямків загальнодержавної політики. За даними експертів ООН, потреба України в іноземних капіталовкладеннях становить близько 40 млрд. доларів США. Інвестиції потрібні, насамперед, для впровадження енерго- та ресурсозберігаючих технологій, розвитку інфраструктури агропромислового, паливно-енергетичного комплексів, охорони здоров'я, літако-, судно- та ракетобудування тощо [115, с. 10].

Інвестиції в Україну, що здійснюються нерезидентами відповідно до Закону України “Про режим іноземного інвестування” (цей документ є спеціальним законодавчим актом, що визначає режим іноземних інвестицій на території України та пов'язані з цим правовідносини), не потребують одержання ліцензій НБУ. Законодавством України встановлено гарантії недоторканості іноземних інвестицій в Україні та безперешкодного переказу за кордон (після сплати податків, зборів та інших обов'язкових платежів) доходів, прибутків та інших коштів, одержаних іноземними інвесторами на законних підставах, пов'язаних з інвестиціями. Не існує жодних обмежень щодо конвертації в іноземну валюту на

міжбанківському валютному ринку України доходів (дивідендів), одержаних іноземними інвесторами у національній валюті України. Тож в Україні щодо іноземних інвестицій діє досить ліберальний режим валютного контролю.

Загалом політика уряду України спрямована на створення максимально сприятливих умов для надходження інвестицій з-за кордону, що за останні п'ять років має своїм результатом поступове збільшення обсягів надходження іноземних інвестицій в економіку України. Позитивні зрушення у цьому напрямі відображають дані, наведені в табл. 2.3.

Таблиця 2.3 [170, с. 64]

**Динаміка іноземних інвестицій в економіку України,
млн. дол. США**

Показники	01.01.2001	01.01.2002	01.01.2003	01.01.2004	01.01.2005
1. Прямі інвестиції	3875	4801	5529	7566	9517
Акціонерний капітал та реінвестовані доходи	3875	4801	5529	7566	9517
2. Портфельні інвестиції	3198	2980	3293	4065	6354
Цінні папери, що дають право на участь у капіталі	803	763	668	464	549
Боргові цінні папери	2395	2217	2625	3601	5805
3. Інші інвестиційні зобов'язання	16742	18185	19062	19796	24285
Торговельні кредити	-	5059	5068	5290	7565
Кредити	9144	9328	10262	12624	15031
Фінансовий лізинг	26	37	54	68	72
Валюта і депозити банків	234	264	247	537	871
Інші зобов'язання	7338	3497	3431	2277	746
Усього інвестицій	23815	25966	27884	31427	40156

На початок 2006 р. обсяги залучених прямих іноземних інвестицій досягли 16375,2 млн. доларів США, що майже на 8021,3 млн. доларів США більше, ніж на початок 2005 р. (додаток III).

При здійсненні валютних операцій окремого аналізу потребує питання про порядок одержання резидентами валютних кредитів. Надання зазначених кредитів відіграє важливу роль у збільшенні іноземних інвестицій в економіку держави, стимулює розвиток зовнішньоекономічної діяльності суб'єктів господарювання та

сприяє структурній перебудові народного господарства. Правові засади валютного кредитування базуються на Декреті Кабінету Міністрів України “Про систему валютного регулювання і валютного контролю”, Указі Президента України від 27.06.1999 р. “Про врегулювання порядку одержання резидентами кредитів, позик в іноземній валюті від нерезидентів та застосування штрафних санкцій за порушення валютного законодавства” та Положенні про порядок отримання резидентами кредитів, позик в іноземній валюті від нерезидентів і надання резидентами позик в іноземній валюті нерезидентам, затверджений постановою Правління НБУ від 15.07.2004 р.

Резиденти мають право отримувати кредити в іноземній валюті як на зовнішньому, так і на внутрішньому ринку капіталів. Національний банк здійснює валютний контроль за рухом коштів, що надходять в Україну у вигляді кредитів в іноземній валюті. Такий контроль здійснюється в досить ліберальній формі – зводиться до реєстрації іноземних кредитів від нерезидентів.

Національний банк здійснює реєстрацію всіх кредитів в іноземній валюті, що їх резиденти отримують від нерезидентів, і видає резидентам реєстраційні посвідчення встановленої форми. При цьому резидент-позичальник повинен отримати реєстраційне свідоцтво після підписання кредитної угоди з банком-кредитором, але до фактичного отримання коштів за кредитом. Такий порядок передбачає отримання інвестором конкретного документа – реєстраційного свідоцтва, що є своєрідним офіційним підтвердженням правомірності надання іноземного кредиту.

Отже, в нашій країні діє досить ліберальний і сприятливий (з точки зору валютного регулювання) клімат щодо залучення іноземних інвестицій в економіку України.

Регулювання експорту капіталу здійснюється в нашій державі найбільш жорсткими правилами. Українські інвестиції в економіку інших країн підлягають під режим валютного контролю і допускаються на основі ліцензії Національного банку України (табл. 2.2), отримання якої регулюється Інструкцією про порядок видачі індивідуальних ліцензій на здійснення інвестицій за кордон, затвердженою

постановою Правління НБУ від 16.03.1999 р. № 122. Для отримання ліцензії резиденти подають уніфікований пакет документів до регіональних управлінь Національного банку, а останні передають ці документи до НБУ для остаточного їх затвердження.

Здійснення інвестиції за кордон проводиться у безготівковій формі через кореспондентські рахунки уповноважених банків у комерційних банках у країнах, де міститься об'єкт інвестування. Кожна така операція потребує індивідуальної ліцензії НБУ на право її здійснення. При цьому НБУ може відмовити заявнику у виданні згаданої ліцензії на основі значного переліку причин. Підставами для відмови у видачі ліцензії, для внесення змін і доповнень до неї, для тимчасового призупинення розгляду клопотання резидента про видачу ліцензії можуть бути:

- відсутність необхідних документів;
- невідповідність в поданих документах недостовірної інформації;
- порушення проти заявника справи про банкрутство;
- заборони чи обмеження щодо іноземних інвестицій, передбачені чинним законодавством України або країни інвестиції;
- негативні висновки відповідного територіального підрозділу по боротьбі з організованою злочинністю Міністерства внутрішніх справ та відповідного територіального підрозділу по боротьбі з корупцією та організованою злочинністю Служби безпеки України.

Підставами для анулювання ліцензії можуть бути:

- порушення власником ліцензії її умов, вимог чинного законодавства України;
- письмова відмова від здійснення інвестиції;
- припинення інвестиції;
- установлення факту подання резидентом документів для отримання ліцензії, що містять заздалегідь недостовірну інформацію.

Анулювання виданої ліцензії тягне за собою безумовне повернення резидентом в Україну у строки, визначені Національним банком України, усіх

інвестованих за кордон, згідно з ліцензією, коштів і отриманих від інвестиції доходів (прибутків).

Про відмову у видачі ліцензії, унесенні змін і доповнень до неї, тимчасове призупинення розгляду клопотання резидента про видачу ліцензії або анулювання ліцензії Національний банк України письмово повідомляє резидента із зазначенням підстав. Зазначені адміністративні заходи зменшують активність резидентів щодо іноземного інвестування. Станом на 01.01.2000 р. обсяги прямих інвестицій з України в економіку країн світу становили 98,3 млн. доларів США, а за п'ять років вони збільшилися лише на 77,4 млн. доларів США – 175,9 млн. доларів США на 01.01.2005 р. (додаток III). Такі незначні обсяги не можуть спричинити суттєвого впливу на платіжний баланс країни та стабільність національної валютної системи, тим більше що НБУ здійснює доволі жорсткий контроль за інвестиціями резидентів за кордон.

Одночасно в Україні існує проблема незаконного інвестування капіталу за кордон – обсяги такого інвестування оцінюються експертами у 2 млрд. доларів США щорічно, тобто ці обсяги значно перевищують рівень легальних інвестицій за кордон. За оцінками Державної податкової адміністрації України з 1996 до 2001 р. з України обсяг вивезених за кордон капіталів оцінено в понад 20 млрд. доларів США. Проте й ця цифра може бути заниженою (детальніше ця проблема розглянута у параграфі 3.2).

Враховуючи неефективність діючої системи контролю за експортом капіталу Національний банк здійснює окремі заходи щодо його лібералізації, а саме: надання можливості відкриття фізичним особам-резидентам після 1 грудня 2000 р. рахунків за кордоном. До цього часу відкривати рахунки за кордоном могли лише юридичні особи-резиденти на підставі індивідуальної ліцензії НБУ (табл. 2.2) й лише в обмежених випадках. Наприклад, в окремих країнах законодавчо передбачено здійснення механізму розрахунків своїх резидентів із нерезидентами-експортерами (зокрема й українськими) лише через рахунки, відкриті в національній валюті таких країн та на їхній території. Іншим прикладом є необхідність забезпечення українськими транспортними організаціями

своєчасних розрахунків з іноземними постачальниками в іноземних портах, аеропортах тощо. Лише у цих двох випадках дозволялося відкриття рахунків резидентами України за кордоном. До того ж, необхідно було щороку перереєструвати індивідуальні валютну ліцензію в Національному банку.

У листопаді 2000 р. НБУ прийняв Положення про порядок надання фізичним особам-резидентам України індивідуальних ліцензій на відкриття рахунків за межами країни та розміщення на них валютних цінностей. Згідно з цим документом громадяни України та іноземці, а також особи без громадянства, що постійно проживають на території України, можуть, отримавши індивідуальну ліцензію НБУ, відкривати рахунки в іноземних банках і розміщувати на них валютні кошти.

Такий захід свідчить про послаблення жорсткого контролю в Україні щодо вивезення валютних цінностей, оскільки попередній досвід показав неефективність жорсткого регулювання цієї сфери (значні обмеження, як правило, лише стимулювали нелегальне вивезення капіталів).

Суб'єктами валютного контролю виступають усі без виключення учасники валютних операцій: уповноважені банки-резиденти, юридичні особи-резиденти і нерезиденти, фізичні особи-резиденти та нерезиденти.

Об'єктом валютного контролю в Україні є операції резидентів та нерезидентів, фізичних та юридичних осіб, що пов'язані з переміщенням валюти, зміною її власника, перерахуванням валюти за кордон, отриманням валютних коштів за товари та послуги; а також зобов'язання щодо декларування валютних цінностей та іншого майна резидентів, що перебувають за межами України.

Конкретний порядок організації валютного контролю та механізму застосування відповідних санкцій передбачено відповідними нормами Декрету Кабінету Міністрів України "Про систему валютного регулювання і валютного контролю" № 15-93 від 19.02.1993 р. та "Положенням про валютний контроль", затвердженим постановою Правління НБУ № 40 від 08.02.2000 р.

Декретом також визначено певні функції валютного контролю, що здійснюються іншими органами, а саме: уповноваженими комерційними банками,

Державною податковою адміністрацією, Державним комітетом зв'язку та інформатизації й Державним митним комітетом (рис.2.10).



Рис. 2.10. Система органів валютного контролю в Україні [100, с. 84].

На уповноважених банках лежить відповідальність за законність усіх валютних операцій, що здійснюють їхні клієнти. При цьому слід наголосити на подвійному становищі комерційних банківських установ. З одного боку, вони є агентами валютного контролю, підзвітними НБУ, і їхнім обов'язком є здійснення контролю за операціями резидентів і нерезидентів з валютними цінностями на території України, з іншого – на відміну від державних установ, уповноважені банки є комерційними організаціями, що зацікавлені у залученні, насамперед, клієнтів, якими у більшості випадків є підприємства-експортери та імпортери. Саме тому комерційним банкам іноді доводиться вирішувати проблему поєднання двох полярних завдань: здійснення реального валютного контролю й утримування клієнтів.

Уповноважені банки є єдиними недержавними органами валютного контролю. Це пов'язано з тим, що основним призначенням банків є посередництво у переміщенні коштів від кредиторів до позичальників та від продавців до покупців, тобто майже весь грошовий обіг у господарському обороті здійснюється через банківську систему, і жоден інший орган чи установа не має настільки оперативного і повного доступу до інформації стосовно операцій, пов'язаних з обігом коштів.

Враховуючи таке монопольне становище банківської системи, на уповноважені комерційні банки України покладено певні обов'язки щодо контролю своїх клієнтів. Основні обов'язки комерційних банків як агентів валютного контролю – запобігати проведенню тієї чи іншої незаконної валютної операції, а за неможливості цього – інформувати про неї уповноважені державні органи.

При цьому специфіка комерційних банківських установ полягає також у тому, що вони самі активно здійснюють валютні операції. Це вимагає законодавчого визначення порядку здійснення валютних операцій комерційними банками, ефективної системи їх контролю та відповідальності.

В Україні здійснюється орієнтація системи валютного контролю саме на банківський контроль, що базується на розумінні валютного обігу як частини грошового обігу країни, а не якоїсь особливої сфери, що може контролюватися абсолютно автономним органом. Саме такий підхід і був характерний для радянського типу економіки.

Отже, банківський механізм організації та здійснення валютного контролю в Україні є визначальним у всій системі валютного регулювання держави.

Змістом зазначеного контролю є запобігання уповноваженими банками проведенню резидентами і нерезидентами через ці банки незаконних валютних операцій та своєчасне інформування уповноваженими банками у випадках і в порядку, встановленому законодавством, у тому числі нормативно-правовими актами Національного банку України, відповідних державних органів про

порушення резидентами і нерезидентами законодавства, пов'язаного з проведенням ними валютних операцій.

В Україні валютний контроль здійснюється за такими напрямками:

- перевірка відповідності здійснюваних валютних операцій чинному законодавству;
- перевірка наявності необхідних ліцензій та письмових дозволів на здійснення валютних операцій;
- контроль за обґрунтованістю платежів в іноземній валюті резидентами та нерезидентами;
- перевірка своєчасності, повноти та об'єктивності обліку та звітності за валютними операціями;
- контроль за проведенням експортно-імпортних операцій;
- контроль за валютними операціями, пов'язаними із переміщенням валютних цінностей через митний кордон України;
- перевірка виконання резидентами зобов'язань в іноземній валюті перед державою;
- забезпечення державою заходів юридичної відповідальності за порушення валютного законодавства;
- перевірка правильності відкриття та використання банківських рахунків в іноземній валюті резидентами і нерезидентами;
- виконання резидентами вимог щодо порядку й термінів декларування валютних цінностей.

Головним органом, що здійснює валютний контроль на території України, є Національний банк України. Йому надане право здійснювати контроль за виконанням правил регулювання валютних операцій на території України з усіх питань, не віднесених до компетенції інших державних органів, та забезпечувати виконання уповноваженими банками функцій щодо здійснення валютного контролю відповідно до валютного законодавства України.

Окрім сфер валютного контролю, певних особливостей мають і форми валютного контролю, що застосовуються у нашій державі (рис. 2.11).

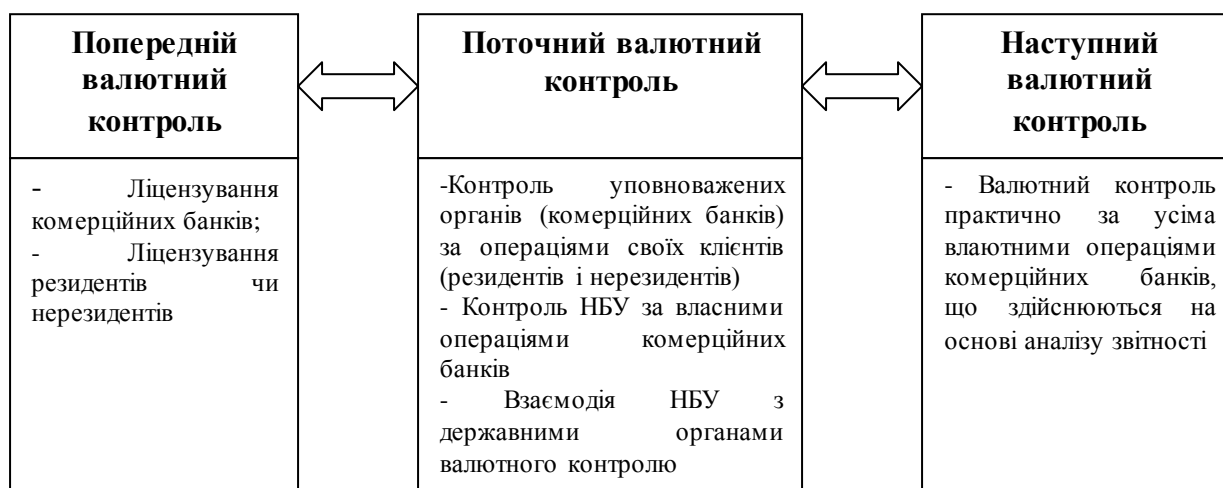


Рис.2.11. Класифікація форм валютного контролю, що застосовуються Національним банком України.

Основною формою валютного контролю в Україні є попередній контроль, тобто контроль за валютними операціями, що здійснюється органами валютного контролю до початку їх проведення. При цьому використовується переважно такий вид попереднього контролю як ліцензування валютних операцій, тобто проведення останніх виключно на основі дозволу НБУ.

Поточний валютний контроль в Україні передбачає здійснення органами валютного контролю (здебільшого уповноваженими комерційними банками) контролю за валютними операціями своїх клієнтів (юридичних та фізичних осіб), а також здійснення Національним банком власних, силами працівників центрального апарату та обласних управлінь НБУ, перевірок уповноважених банків щодо дотримання ними норм і правил валютного законодавства.

До сфери поточного контролю НБУ можна віднести також обов'язки щодо тісної взаємодії з державними органами України, що є одним із напрямів співробітництва з метою посилення валютного контролю через узагальнення та аналіз інформації про стан розрахунків за зовнішньоекономічними операціями резидентів.

Однією із важливих форм валютного контролю в Україні є наступний контроль, який здійснюється Національним банком на основі аналізу звітності за валютними операціями, форми якої встановлено НБУ. Така форма контролю використовується практично за усіма валютними операціями.

Законодавство України, враховуючи характер і ступінь суспільної небезпеки валютних правопорушень, передбачає такі види юридичної відповідальності за порушення норм валютного законодавства: кримінальну, адміністративну, матеріальну, фінансову і господарсько-правову відповідальність, за які передбачено відповідні санкції (рис. 12). Застосовані санкції мають бути адекватні конкретним порушенням, що були допущені банками, резидентами та нерезидентами.



Рис. 2.12. Види санкцій, передбачені валютним законодавством.

Протягом останніх п'яти років Національним банком України здійснено значну роботу щодо запобігання проведенню незаконних валютних операцій у сфері зовнішньоекономічної діяльності та щодо попередження протизаконного відпливу валютних цінностей з України. У табл.2.5. подано динаміку отримання та позбавлення валютних ліцензій комерційних банків.

Підставою для застосування НБУ і його територіальними управліннями зазначених вище санкцій можуть бути:

- 1) матеріали перевірок, що здійснюються уповноваженими працівниками центрального апарату та територіальних управлінь НБУ;
- 2) матеріали перевірок, що здійснюються уповноваженими працівниками державних органів валютного контролю;
- 3) матеріали перевірок, що здійснюються уповноваженими працівниками державних контрольних і правоохоронних органів, які не належать до органів валютного контролю.

Таблиця 2.5 [45, с.159]

Динаміка отримання комерційними банками України ліцензій на здійснення валютних операцій протягом 2000 - I півріччя 2006 рр.

Показники	2000	2001	2002	2003	2004	2005	1 півр. 2006
Кількість банків за реєстром (на кінець періоду)	195	189	182	179	182	186	188
Кількість банків, які мають ліцензію на здійснення банківських операцій (на кінець періоду)	153	152	157	158	160	165	165
Кількість банків, які мають ліцензію на здійснення валютних операцій (на кінець періоду)	149	149	153	156	158	162	162
Питома вага банків з валютними ліцензіями від загальної кількості банків, %	76,4	78,8	84,1	87,2	86,8	87,1	86,2
Кількість банків, у яких відкликано ліцензії на здійснення усіх банківських операцій (за період)	10	3	1	5	4	1	5
у тому числі валютних операцій	9	3	1	5	4	1	5
Кількість банків, у яких зупинено або припинено здійснення окремих банківських операцій (за період)	70	24	23	55	41	17	9
у тому числі валютних операцій	46	9	12	46	40	12	6

У разі виявлення порушень валютного законодавства з боку банків уповноваженими працівниками НБУ складається протокол за встановленою формою, який вручається керівникові (посадовій особі, котра виконує його обов'язки) банку, де безпосередньо здійснювалась відповідна перевірка. За кожним випадком порушення, виявленим під час однієї перевірки, складається окремий протокол. До нього обов'язково додаються інші документи, які свідчать про факти порушень.

Матеріали про порушення валютного законодавства, залежно від суми штрафу, розглядають та приймають рішення про застосування санкцій:

- до 10,0 тис. доларів США – начальники територіальних управлінь НБУ;
- до 50,0 тис. доларів США – директор Департаменту валютного контролю та ліцензування НБУ;
- до 100 тис. доларів США – Голова НБУ та його заступники.

Санкції у вигляді позбавлення ліцензії, виключення з Державного реєстру банків, а також застосування штрафу, що перевищує суму, еквівалентну 100 тис. доларів США, застосовується виключно на підставі постанови Правління НБУ. Дані табл. 2.6 свідчать про кількість проведених перевірок банківських установ та суми накладених штрафів за результатами перевірок.

Таблиця 2.6*

Динаміка здійснених перевірок дотримання банками вимог валютного законодавства

Показники	2001	2002	2003	2004	2005
Кількість проведених перевірок банківських установ щодо дотримання вимог валютного законодавства	-	968	751	3454	1786
у тому числі: планових	-	-	623	542	443
Позапланових	-	-	128	2912	1343
Складено протоколів порушень за результатами перевірки	547	363	523	660	432
Кількість банків, притягнутих до відповідальності	99	69	76	78	84
Сума накладених штрафів за результатами перевірок, млн. грн.	70,6	1,9	34,8	0,539	0,587

* Складено автором за даними річних звітів НБУ за 2001-2005 рр.

Наприклад, у 2005 р. за фактами порушення валютного законодавства було винесено 432 постанови про притягнення 84 уповноважених банків до відповідальності за порушення вимог валютного законодавства (зокрема декрету Кабінету Міністрів України “Про систему валютного регулювання і валютного контролю”) на загальну суму 587 тис. грн, у тому числі:

- 222 постанови – за несвоєчасне подання, приховування або перекручування звітності про валютні операції банківських установ;
- 156 постанов – за невиконання функцій агента валютного контролю;

- 37 постанов – за порушення порядку та умов торгівлі іноземною валютою на міжбанківському валютному ринку;
- 14 постанов – за невиконання умов та порядку декларування валютних цінностей, що належать резиденту України та знаходяться за її межами;
- 3 постанови – за використання іноземної валюти як засобу платежу на території України без наявності індивідуальної ліцензії НБУ.

У разі несплати комерційним банком або фінансовою установою штрафу в зазначений строк постанова про притягнення їх до відповідальності підлягає примусовому виконанню органами державної виконавчої служби за місцезнаходженням порушника в порядку, визначеному чиним законодавством України. В окремих випадках з метою захисту інтересів клієнтів та забезпечення фінансової надійності комерційних банків постановою Правління НБУ для упоноважених банків може встановлюватися інший строк сплати штрафів, але він не може перевищувати двох років. Зменшення розмірів штрафних санкцій не допускається.

Таким чином, становлення та розвиток валютного регулювання та контролю в Україні – це послідовний комплекс заходів щодо протидії втечі валюти і капіталів за кордон. Практика застосування валютного законодавства, проведення лібералізації валютної політики зумовлює необхідність поліпшення правового регулювання валютних відносин у країні. Для упорядкування валютного законодавства слід провести його систематизацію та кодифікацію, що привело б до об'єднання цих норм у єдину систему та забезпечило би більшу взаємопов'язаність нормативних актів у валютній сфері та сприяло б модифікації української системи валютного регулювання і контролю в умовах глобалізації валютних відносин.

Висновки до розділу 2

За роки незалежності нашої держави система валютного регулювання та валютного контролю пройшла звивистий і тернистий шлях формування, та є на сьогодні стійкою і забезпечує НБУ виконання конституційного завдання –

підтримки стабільності національних грошей. Розглядаючи етапи становлення системи банківського валютного регулювання і контролю в Україні, можна дійти висновку, що її розвиток закономірно проходить три етапи:

1. Становлення національної системи валютного контролю.
2. Пристосування національної системи валютного контролю до умов інтернаціоналізації економічних зв'язків.
3. Модифікація системи валютного контролю в умовах глобалізації міжнародних фінансових відносин.

На основі здійснення аналізу практичних засад реалізації функцій Національного банку України з організації валютного регулювання та валютного контролю слід зазначити:

1. Основним завданням НБУ в сфері валютного регулювання і валютного контролю є контроль за стабільністю обмінного курсу національної валюти гривні до іноземних валют. На виконання цього завдання НБУ активну політику проводить щодо стабільності курсу гривні. Починаючи з 1999 року в Україні запроваджено плаваючий валютний курс гривні, що визначається за результатами попиту і пропозиції на міжбанківському валютному ринку як середньозважена величина на кінець дня. Це свідчить про лібералізацію режиму курсоутворення в Україні, проте НБУ завдяки низці адміністративних інструментів (закриття торгів на УМВБ, коротка тривалість торгової сесії та ін.) унеможливив будь-які спекулятивні операції комерційних банків на валютному ринку. Враховуючи те, що протягом 2000-2005 рр. в Україні експортні надходження перевищували імпорт, НБУ не складно було утримувати стабільність валютного курсу гривні і поповнювати валютні резерви держави.

2. Відповідно до світової практики валютні операції резидентів і нерезидентів поділяються на поточні валютні операції і операції, пов'язані з рухом капіталу. Приєднання України у 1997 році до статті VIII Статуту МВФ свідчить про намагання держави лібералізувати сферу валютного контролю, перш за все за поточними валютними операціями. В Україні фактично відсутні обмеження щодо можливості купівлі-продажу та обміну готівкової валюти, ліберальними є умови

ввозу та вивезення валютних цінностей за кордон. В основному контроль НБУ здійснює лише за експортно-імпортними операціями резидентів та за обов'язковим продажем частини валютної виручки експортерів, що надходить на їх рахунки в банках.

3. Операції, пов'язані з рухом капіталу підлягають більш значному валютному контролю в Україні. І це не виняток, оскільки більшість країн, лібералізувавши поточні валютні операції, значну увагу приділяють валютному контролю за операціями, пов'язаними з рухом капіталу. Контроль НБУ в цій сфері можна поділити на контроль за експортом капіталу та контроль за імпортом капіталу. Контроль за імпортом капіталу в Україні ліберальний, проте він не дає достатніх результатів щодо залучення достатньої кількості коштів у економіку України. Контроль за експортом капіталу в Україні доволі жорсткий, проте ефективність його також є незначною. На наш погляд, причини суттєвого покращення ситуації у цій сфері лежать за межами адміністративних можливостей НБУ щодо валютного регулювання і валютного контролю.

Основні наукові результати розділу опубліковані у працях [115, 116, 117, 200, 203, 205].

РОЗДІЛ 3

ОСНОВНІ НАПРЯМКИ ВДОСКОНАЛЕННЯ ВАЛЮТНОГО РЕГУЛЮВАННЯ В КОНТЕКСТІ ЄВРОАТЛАНТИЧНОЇ ІНТЕГРАЦІЇ УКРАЇНИ

3.1. Світовий досвід у сфері валютного регулювання і валютного контролю

З метою визначення необхідності валютного регулювання і контролю та сфери його застосування в Україні на сучасному етапі, спробуємо проаналізувати розвиток валютного регулювання від його витоків до сьогодні, що характеризується лібералізацією валютного регулювання і контролю та навіть скасуванням останнього у ряді країн взагалі.

Вибір адекватного режиму валютного курсу протягом останнього часу є найбільш гострим питанням і таким, що часто обговорюється серед спеціалістів центральних банків та вчених-економістів, які займаються аналізом грошово-кредитної політики. Проблема вибору між фіксованим та плаваючим валютним курсом стала фундаментальною для багатьох країн [62, с.70].

Принциповими положеннями при виборі режиму виступають механізми формування валютного курсу (вартості однієї валюти в термінах іншої), а також ступінь втручання органів грошово-кредитного регулювання (центрального банку) у процес курсоутворення. Підкреслимо, що за будь-якого варіанту фіксованого курсу валютна політика вже чітко виступає інструментом економічної політики із впровадженням і розвитком політичних інструментів. За плаваючих режимів формування курсу завдяки ринковим принципам відбувається формування ціни, і як політичні інструменти вже виступають інструменти монетарної політики, насамперед, процентної ставки та пропозиції грошей.

Вибір режимів валютних курсів еволюціонував разом з вибором і впровадженням інструментів та механізмів реалізації (табл. 3.1).

Історично країни, що розвиваються, намагалися впроваджувати фіксацію чи відносно жорстку прив'язку до валюти країни свого основного міжнародного партнера. Далі окреслився перехід від режиму фіксації по відношенню до окремої

валюти в напрямку прив'язки, в основі якої лежав кошик валют (наприклад, СПЗ), чи обмеженого плаваючого відносно певної визначеної валюти. Однак вже з кінця 80-х рр. суттєву перевагу віддавали режиму з більш гнучким курсом (табл. 3.2).

Таблиця 3.1 [138, с. 438]

**Еволюція режимів валютного курсу у 1990-х рр.,
% кількості країн-членів МВФ**

Режим валютного курсу	1991	1993	1996	1999	2001
<i>Формальний режим валютного курсу</i>					
Фіксований курс	61,3	49,1	45,3	-	-
в тому числі обмежено гнучкий курс	9,0	7,4	8,8	-	-
Плаваючий курс	38,7	50,9	54,7	-	-
Незалежне плавання	18,1	32,0	28,7	-	-
Кероване плавання	20,6	18,9	26,0	-	-
<i>Фактичний режим валютного курсу</i>					
Фіксований курс	76,4	68,7	66,5	59,7	55,9
жорстка прив'язка	16,1	15,9	16,2	24,2	25,8
м'яка прив'язка	60,2	52,7	50,3	35,5	30,1
Плаваючий курс	23,6	31,3	33,5	40,3	44,1
незалежне плавання	7,5	13,7	12,4	18,3	21,5
кероване плавання	16,1	17,6	21,1	22,0	22,6
Разом	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Таблиця 3.2 [49]

Еволюція валютних режимів країн, що розвиваються

	1981	1986	1991	1996
Курс, прив'язаний	75	67	57	45
в тому числі до				
долара США	32	25	19	15
СПЗ	13	8	5	2
складний	14	18	20	14
Плаваючий з обмеженнями	10	5	4	3
Більш гнучкий	15	28	39	52
в тому числі				
керований гнучкий	9	13	16	21
вільно плаваючий	4	11	19	29
Кількість країн	113	119	123	123

У 1990-х рр. валютна політика багатьох країн зазнала серйозних змін. Грошова влада кожної країни, що розвивається, стала перед вибором: якому режиму валютного курсу надати перевагу в нових економічних умовах. Вони могли зупинитися на фіксованому курсі (та його різновидах – валютному союзі, доларизації і валютному правлінні), проміжному режимі (традиційна фіксація,

валютні коридори, повзуча прив'язка) або на плаваючому курсі (кероване і незалежне плавання).

У 1991-2003 рр. у світі відбулося зрушення валютної політики на користь більш гнучкого курсу. На зміну фіксованого курсу прийшов проміжний режим, а замість останнього – плаваючий курс (рис. 3.1) [138].

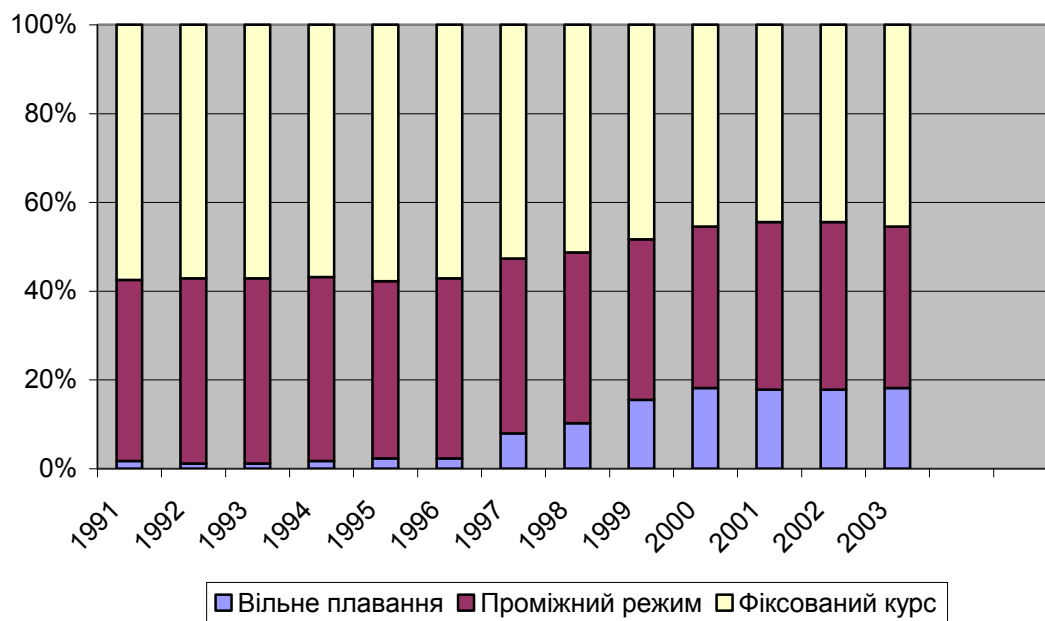


Рис.3.1. Політика валютного курсу у країнах, що розвиваються: перехід до більш гнучкого курсу.

Частка країн, що розвиваються, із вільно плаваючим валютним курсом зросла в десять раз: з 4% в 1991 р. до 40% в 2003 р. Частка країн з фіксованим курсом за той же період часу, навпаки, знизилась з 29% до 20%.

У деяких країнах зміна політики валютного курсу відбувалась з вимушених причин (табл. 3.3). Наприклад, в Аргентині (2001 р.), Бразилії та Колумбії (1999 р.) перехід на більш гнучкий курс був викликаний фінансовими кризами. В інших країнах, таких як Польща, Філіпіни, Пакистан (2000 р.) або Туреччина (2001 р.), валютне нововведення пов'язано з плановою зміною економічної політики влади.

Як правило, перегляд політики валютного курсу був пов'язаний з корінною модернізацією грошово-кредитної політики. Плаваючий валютний курс є необхідною умовою для таргетування інфляції – режиму грошово-кредитної політики, що отримав популярність наприкінці 1990-х рр. У 2003 р. 90% країн, що

розвиваються, з плаваючим валютним курсом і 40% країн, що дотримуються проміжного режиму, використали таргетування інфляції.

Таблиця 3.3 [138]

Причини переходу до більш гнучкого валютного курсу

Тип переходу	Планомірна зміна політики	Під впливом кризи
Від фіксованого курсу до проміжного режиму	Чехія (1996) Єгипет (1999) Угорщина (1994) Індія (1995) Пакистан (2000)	Аргентина (2001) Філіппіни (1997) Таїланд (1997) Венесуела (1996)
Від проміжного режиму до плаваючого курсу	Чилі (1999) Перу (1999) Філіппіни (2000) Польща (2000) ПАР (1997) Туреччина (2001)	Бразилія (1999) Колумбія (1999) Росія (1998) Індонезія (1997) Південна Корея (1997) Мексика (1994)

Найчастіше гнучкість валютного курсу пов'язують із вибором валютного режиму. У практичному застосуванні майже кожна країна обирає свій варіант реалізації валютного режиму. При виборі режиму валютного курсу, окрім раніше вказаних чинників, вагоме місце посідають такі, які більш широко характеризують інституційний та структурний розвиток країни (табл. 3.4).

Стосовно структури економіки, то рекомендації у виборі режиму можуть бути узагальнені наступним чином:

- малим країнам з відкритою економікою краще мати фіксований обмінний курс;
- чим менша відкритість країни і чим менша диверсифікованість її експорту, тим вагоміші аргументи на користь фіксованого обмінного курсу (однак, такі країни можуть бути уражені коливаннями отримання валютної виручки від експорту обмеженої товарної структури або негараздами країн партнерів, і при значних курсових коливаннях основних валют утримання фіксованого курсу ставиться під сумнів);
- чим вищий ступінь мобільності факторів виробництва, тим вищою може бути доцільність впровадження гнучкого режиму [242, с. 150].

Фактори вибору валютних режимів

Характеристика економіки	Фактори і переваги для вибору режиму
Розмір економіки	Чим більший розмір економіки, тим привабливішим є режим гнучкого курсу
Ступінь відкритості	Чим більш відкрита економіка, тим менше переваг плаваючого курсу
Диверсифікація структури виробництва/експорту	Чим вищий ступінь диверсифікації експорту, тим вища привабливість гнучкого курсу
Географічна концентрація торгівлі	Чим більша питома вага торгівлі з однією великою країною, тим більше стимулів прив'язки курсу до валюти цієї країни
Відмінність темпів інфляції в країні та світових темпів	Чим більша відмінність внутрішньої інфляції від темпів країн основних торговельних партнерів, тим вища необхідність постійного коригування обмінного курсу. Однак для країни з надвисокими темпами інфляції фіксований обмінний курс може забезпечити більш строгу дисципліну економічної політики і сприяти стабілізаційній програмі
Ступінь економічного/фінансового розвитку	Чим вищий ступінь економічного та фінансового розвитку, тим більше переваг плаваючого обмінного курсу
Мобільність робочої сили	Чим вища мобільність трудових ресурсів при негнучкості цін і зарплат до зниження, тим легше і дешевше відбувається економічне коригування при зовнішніх шоках при фіксованому курсі
Мобільність капіталу	Чим вища мобільність капіталу, тим важче підтримувати режим з фіксованим обмінним курсом
Зовнішні (номінальні) потрясіння (шоки)	При домінуючих зовнішніх потрясіннях більше підходить гнучкий курс
Внутрішні (номінальні) потрясіння	Домінування внутрішніх потрясінь сприяє вибору фіксованого курсу
Реальні потрясіння	Чим чутливіша економіка до потрясінь реального сектору чи реальних економічних показників, тим більше підходить гнучкий курс
Довіра до політичних лідерів	Чим менший кредит довіри до політичних лідерів, що визначають економічну стабілізаційну політику, тим більше як номінальний цільовий індикатор підходить фіксований курс

Іншим чинником вибору режиму є політичний. У багатьох випадках фіксований обмінний курс буває корисним для того, щоб навести необхідну фінансову дисципліну, насамперед, у бюджетній політиці. Це особливо важливо для нових країн перехідної економіки, де ще не впроваджені адекватні інструменти фінансової політики, які вже існують у розвинених країнах. Фіксований курс обмежує можливості використання інфляційного податку як джерела доходів, чим стримує інфляційні очікування агентів ринку. Разом з тим, коригування фіксованого обмінного курсу (за відсутності довіри чи злагоди в суспільстві та керівництві) може коштувати в політичному плані дорожче, ніж у

випадку зміни номінального валютного курсу такого ж ступеня при більш гнучкому режимі, оскільки перший варіант стає одразу всім очевидним як політична акція уряду (другий випадок може бути приписаним до ринкових коливань, що не вимагає від керівництва вжиття рішучих заходів).

Загалом у нових економіках фіксований курс, як правило, впроваджувався у кризові періоди, і головним завданням було відновлення монетарної стабільності і встановлення фіскальної дисципліни. Однак, парадоксальність ситуації полягає в тому, що економічні сили з часом чинили негативний тиск на прив'язку і стимулювали відмову від фіксованого курсу чи послаблення такої прив'язки. Основним аргументом, який підштовхує до вказаної відмови у середньостроковій перспективі, може стати постійне відхилення реального ефективного обмінного курсу від “конкурентоспроможної” рівноваги: підвищення ціни внутрішніх (неторговельних) товарів, порівняно із зовнішньоторговельними, призводить до бажання виробників розширювати випуск перших, а споживачів – усе більше віддавати перевагу другій категорії, що призводить до погіршення рахунку поточних операцій. І якщо зростаюча негативна різниця не буде профінансована припливом капіталів, то надалі інвестори, відчуваючи небезпеку погіршення сальдо поточного рахунку і реального зростання валюти, зможуть ініціювати більш стрімкий відплив капіталів, з наслідком уже девальваційного тиску та економічної депресії.

Зауважимо, що центральні банки переважної більшості країн несуть відповідальність як за проведення валютної політики, так і за рівень внутрішніх цін. Тому позиція центрального банку в запровадженні стабілізаційних програм є вирішальною у виборі валютного режиму. При гіперінфляційних рівнях ряд країн більш схильні обирати режим фіксованого курсу як центрального елементу своїх стабілізаційних програм, при цьому номінальний валютний курс виступає якорем, а монетарна політика повністю підпорядкована завданням утримання обраного курсу (в тому числі, через інтервенції центрального банку). Однак за такого вибору завжди виникає протиріччя між необхідністю обмеження рівня інфляції та

підтримки конкурентоспроможності вітчизняних товарів на міжнародних ринках (внаслідок реальної ревальвації національної валюти).

За плаваючого режиму управління монетарними агрегатами і пропозиції грошей належить чільне місце в ефективності впровадження та виконання стабілізаційної програми. Невиконання завдань у грошово-кредитній сфері, передбачених монетарною програмою стабілізації, супроводжується інфляційним та девальваційним тиском, що підриває довіру до фінансового керівництва країни. Водночас, недотримання монетарних орієнтирів сприймається як менш видима невдача влади, ніж можливий вимушений перехід до плаваючого курсу чи суттєва девальвація.

Однак питання вибору режиму валютного курсу постає гостро у той момент, коли економіка є надто відкритою і постійно натрапляє на рифи зовнішніх чинників. Хоча основне місце при виборі курсового режиму має належати саме його вмінню пристосовуватися до будь-яких змін, а точніше, до вміння центральних банків сприяти стримуванню негативних явищ при одночасному стимулюванні економічного зростання. Яскравим прикладом може бути ситуація на фінансових ринках у 1998 р., коли Чехія і Румунія добре відчували на собі наслідки кризи, а в той же час Польщу це ледь зачепило.

Введення валютного контролю є альтернативним варіантом реакції на підвищену фінансову нестабільність. Пік найбільш вжитих заходів валютного контролю припадає на 1980-ті рр., коли, незважаючи на зростання світової торгівлі, більшість країн продовжували підтримувати валютні обмеження. Серед економістів-прихильників валютного контролю варто виділити Джеймса Тобіна, який наполегливо рекомендував використати контроль за короткостроковим рухом капіталу.

Обмеження конвертованості є єдиним засобом захисту національної економіки від негативного впливу зовнішнього ринку у двох випадках:

- економіка не характеризується самодостатністю та стійкістю, що за умов плаваючих валютних курсів призводить до неминучого виникнення економічного дисбалансу;

- влада не в змозі справитися із раптовою кризою довіри в системі фіксованого валютного курсу.

Сьогодні у світі переважають плаваючі курси, і оскільки вони підходять не для кожної країни, достатня кількість країн дотримується валютного контролю. Для цих країн ведення повної конвертованості прирівнюється фінансовій кризі. В цілому, система плаваючих валютних курсів на загальносвітовому рівні характеризується диспропорцією розвитку на користь країн-емітентів резервних валют. Проте, деякі монетаристи, зокрема, Мілтон Фрідмен, намагаються подати систему плаваючих курсів як інструмент, що об'єднує різноманітні національні валюти в одну нейтральну валюту. Однак, на практиці ця концепція є нереалізованою при розгляді дисбалансу на ринку праці та зовнішніх платежів.

Тривала практика використання валютного контролю може здатися дивною, так як з плином часу відбувається зростання світової торгівлі, яке супроводжується збільшенням кількості країн, що беруть участь у торгівлі, та диверсифікації світового експорту. Адже зростання світової торгівлі повинно відбуватись за умов зниження зовнішньоекономічних обмежень. Країни, що використовують валютний контроль, знаходяться на більш ранніх стадіях економічного розвитку. Незважаючи на зростання світової економіки і, зокрема, міжнародної торгівлі, розрив між розвиненими країнами і країнами, що розвиваються, зберігається, що і обумовлює продовження практики валютного контролю.

Актуальність проблеми валютного регулювання на сучасному етапі розвитку світової економіки підтверджується результатами дослідження спеціалістів МВФ, згідно з яким сьогодні до різних заходів валютного регулювання і валютного контролю вдається більшість країн-членів МВФ.

У табл. 3.5 наведено показники, що характеризують валютне регулювання в країнах-членах МВФ.

Валютне регулювання активно використовується досить великою кількістю країн. Бурхливий розвиток міжнародних фінансових ринків капіталу та досвід фінансових криз другої половини ХХ століття вимагали від урядів розвинених

країн уважнішого відношення до сфери валютних відносин, розробки нових інструментів регулювання валютних операцій.

Таблиця 3.5*

Валютне регулювання у країнах-членах МВФ

Показники	Кількість країн
Режим валютного курсу:	
Валютна рада	7
Жорстка прив'язка до іноземної валюти або корзини валют	42
Прив'язка до іноземної валюти або корзини валют з можливістю відхилення у встановлених межах	5
Фіксація, що коректується	5
Валютний коридор	5
Кероване плавання без встановлених меж коливань валютного курсу	46
Незалежне плавання	36
Структура валютного курсу:	
Подвійний валютний курс	11
Множинність валютних курсів	3
Регулювання поточних валютних операцій	98
Вимога щодо репатріації експортної валютної виручки	101
Вимога обов'язкового продажу частини надходжень в іноземній валюті	79
Регулювання капітальних валютних операцій	
Регулювання комерційних кредитів	104
Регулювання фінансових кредитів	112
Регулювання прямих інвестицій	149
Регулювання приватних капітальних трансакцій	97
Регулювання вкладень в нерухомість	137

* Джерело: Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2003, IMF, Washington DC, 2003 (публікується раз на два роки).

До нинішнього часу нагромаджено значний світовий досвід застосування заходів валютного регулювання та їх впливу на різні параметри економік різних країн. Проблема у тому, що на більшість даних параметрів значно меншою мірою впливають інструменти валютного регулювання, аніж фактори макроекономічної ситуації та політики країни. Застосування світового досвіду є обмеженим, оскільки валютне регулювання є результатом впливу на зміну конкретної макроекономічної ситуації.

Необхідно зазначити, що економічні показники, в тому числі обсяг, структура та ступінь стійкості міжнародних потоків капіталу значною мірою залежать від сукупного впливу різних складових валютної та економічної політики. Зокрема, Акіра Арійоші, Карл Хабермайер, Бернард Лоренс та інші

економісти за результатами одного з найглибших досліджень світового досвіду регулювання сфери валютних відносин зазначили, що “пом’якшення макроекономічної та фінансової нестабільності є однією із найбільш часто поставлених цілей (економічної політики), і у її досягнення можуть внести свій вклад і макроекономічна політика, і контроль за рухом капіталу, і заходи пруденційного регулювання” [138].

При цьому не існує універсальних методів валютного регулювання, які застосовуються до будь-якої країни і ситуації, що зумовлює необхідність аналізу кожної окремої ситуації, врахування всіх можливих факторів, узгодження різних цілей та інтересів, прорахунку можливих негативних наслідків. Поміж тим, визначена політика, окремі методи та їх сполучення у конкретних ситуаціях є більш ефективними та мають менше негативних ефектів, ніж інші.

Досвід тих країн, що застосовували інструменти валютного регулювання неринкового характеру, свідчать про те, що фінансові кризи є унікальними, і двох схожих не буває (табл. 3.6). Адже будь-який захід щодо попередження кризи базується на аналізі вже існуючого досвіду та може попередити тільки таку кризу, яка вже була. Однак кризи в точності не повторюються, а тому не завжди є ефективними в кожному конкретному випадку. Оскільки світовий досвід завжди є цікавим, розглянемо набір інструментів валютного регулювання України з точки зору світового досвіду.

Система валютного регулювання на основі Декрету КМУ № 15-93 володіє таким основним інструментарієм:

- зобов’язання резидента щодо репатріації експортної виручки в контрактні терміни;
- обов’язковий продаж резидентом частини експортної валютної виручки на внутрішньому валютному ринку;
- використання спеціальних рахунків при проведенні деяких валютних операцій;
- пряма заборона на проведення деяких валютних операцій.

Головні фінансові кризи 1949-2002 рр.

Роки	Країни	Тип фінансової кризи
1949	Австралія, Нова Зеландія, країни Південно-Східної Азії, Близького і Середнього Сходу та інші	Валютна
1956	Єгипет, Ізраїль, Франція, Велика Британія	Валютна
1960	США	Валютна
1967	Велика Британія	Валютна
1968-1969	Франція, країни зони франка, Мадагаскар	Валютна
1970	США	Боргова, банківська
1970-ті	США, країни Західної Європи, Японія	Біржова, валютна, боргова
1976	Мексика	Боргова, валютна
1980	США	Банківська
1982	Країни Латинської Америки	Боргова, банківська, валютна
1987	США	Біржова, боргова, банківська, валютна
1991	Індія	Валютна
1992-1993	Країни Західної Європи	Валютна
1994-1995	Мексика, Бразилія, Польща, країни Південно-Східної Азії	Біржова, валютна, боргова, банківська
1995	Аргентина	Біржова, банківська
1997	Таїланд, Малайзія, Індонезія, Південна Корея, Філіппіни	Біржова, валютна, боргова, банківська
1997	Японія	Банківська, біржова
1997-1998	Чехія	Банківська, боргова, валютна
1998	Росія	Банківська, боргова, валютна
1999	Бразилія	Біржова, валютна
2000-2001	Туреччина	Боргова, банківська, валютна
2001-2002	Аргентина	Боргова, валютна, банківська

Досвід репатріації експортної виручки існує в багатьох країнах. Наприклад, однією із функцій валютного контролю у Великій Британії є забезпечення вчасного повернення виручки за експорт англійських товарів із країн, що не входять до переліку окремо визначених територій. При цьому максимально дозволений термін для репатріації валютної виручки складає 6 місяців. Перевищення цього терміну є можливим при отриманні спеціального дозволу або у випадку поставок під експортні кредити, гарантовані державою.

Власне репатріація виручки необхідна для експортерів, оскільки вони зазнають в Україні витрат, пов'язаних із підприємницькою діяльністю: сплата податків, господарські витрати, оренда, заробітна плата тощо.

Щодо вимоги обов'язкового продажу валютної виручки експортерами державі, потрібно зауважити, що даний інструмент валютного регулювання використовується державою в основному для регулювання курсу національної валюти та формування валютних резервів країни.

Досвід країн із ринковою економікою свідчить, що правильна організація обов'язкового продажу валютної виручки дозволяє своєчасно вирішувати завдання економічної політики. Залежно від стану валютної кон'юнктури і на різних історичних етапах майже всі країни світу, за винятком США і Швейцарії, тією чи іншою мірою практикували не тільки частковий, але й повний, 100-відсотковий продаж валютних надходжень, отриманих від експорту товарів і послуг. У розвинутих країнах валютний обіг сьогодні дійсно не регламентується, однак протягом 1984-1985 рр. із 148 держав-учасників МВФ обов'язковий переказ валютної виручки в країну, або її обов'язковий продаж, або й те й інше разом практикували 120 держав. З плином десятиріччя, у 1995-1996 рр. відповідний показник склав 123 із 180, до того ж, у 95 країнах існував обов'язковий продаж експортної виручки – або в державний резерв, або на валютному ринку [40, с. 36].

Сьогодні вимогу щодо обов'язкового продажу експортної виручки встановлено у 79 країнах-членах МВФ. Із них у 42 державах експортери зобов'язані продавати 100% валютної виручки. У 33 державах-членах МВФ діє вимога часткового продажу експортної валютної виручки в обсягах від 80% до 25%. При цьому ряд держав застосовує диференційований підхід до продажу експортної валютної виручки, що базується на особливостях структури національного експорту (табл.3.7).

Таблиця 3.7 [99]

Країна	Термін репатріації	Обов'язковий продаж
Бразилія	180	100%
Китай	+	85%
Кіпр	180	50%
Індія	180	50%
Малайзія	180	> 10 млн дол.
Таїланд	120	100% (за мінусом суми найближчих платежів)

Проте в окремих ситуаціях даний інструмент регулювання може застосовуватися у достатньо жорстких формах. Наприклад, у Венесуелі в середині 1990-х рр. за умов колосального тиску на внутрішній валютний ринок та умов дисбалансу попиту і пропозиції валюти вимогу про обов'язковий продаж було розповсюджено не тільки на експортну валютну виручку, але й на капітал, що ввозиться.

Обов'язковий продаж валютної виручки – досить дієвий та оперативний механізм впливу на дисбаланс попиту і пропозиції на валютному ринку, а також основний інструмент нагромадження резервів країни. Проте, на практиці існують вагомі аргументи як щодо необхідності обов'язкового продажу валюти, так і аргументи проти нього (додаток Ш).

Наприклад, до 1991 р. у Болгарії і до 1992 р. у Румунії вимога щодо обов'язкового продажу валютної виручки існувала, проте було відмінена, як тільки було нагромаджено необхідний обсяг валютних резервів.

Останні чотири роки обов'язковий продаж валютної виручки в Україні був значно меншим встановленого рівня 50% (фактично 17-26% від загального обсягу валютних надходжень), що пояснюється застосуванням гнучкої системи винятків. Із березня 2001 р. до травня 2003 р. частка обов'язкового продажу валютних надходжень зменшилась по діапазону від 17 до 21% (рис.3.2) [124, с. 44]. З 1 квітня 2005 р. скасовано вимогу обов'язкового продажу надходжень в іноземній валюті на користь резидентів України.

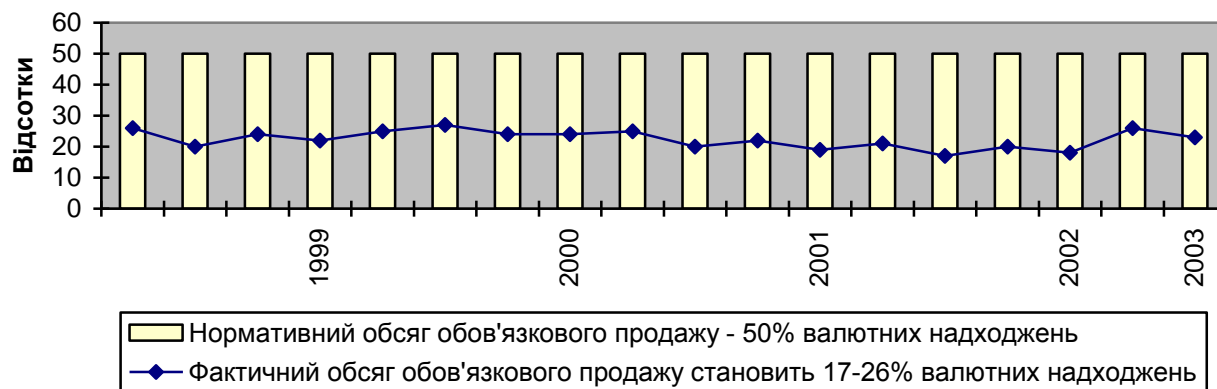


Рис. 3.2. Питова вага обов'язкового продажу у валютних надходженнях клієнтів банків у загальному обсязі валютних надходжень [124, с.45].

Що стосується використання спеціальних рахунків при здійсненні деяких валютних операцій, то цей захід має суто облікову функцію та використовується багатьма країнами для моніторингу валютних операцій, яким приділяється більше уваги.

У 1955-1956 рр. в уповноважених банках Італії для резидентів були відкриті спеціальні валютні рахунки, на які зараховувалась вся сума виручки в іноземній валюті. Власники цих рахунків отримали право вільного використання коштів для сплати імпорту товарів і послуг, а також добровільний їх продаж за італійські ліри на внутрішньому валютному ринку протягом визначеного терміну.

Розглядаючи такий інструмент валютного регулювання як пряма заборона на здійснення деяких валютних операцій, необхідно зазначити, що настільки жорсткий захід використовується для швидкого реагування на зміну ситуації в економіці країни.

Досвід застосування заходів прямої заборони є досить великим у міжнародній практиці. Наприклад, у Венесуелі в 1944-1996 рр. за умов понижуючого тиску на болівар влада стримувала вплив капіталу будь-якими заходами. У зв'язку з цим була введена заборона на перекази капіталу у свою країну нерезидентами і на всі види вивозу капіталу резидентами, які не відносяться до погашення зовнішнього боргу.

Наприклад, у Великій Британії до кінця 1970-их рр. резиденти не мали права купувати та продавати іноземні активи, номіновані в іноземній валюті.

З 1919 до 1956 рр. італійським юридичним та фізичним особам було заборонено надавати кредити іноземцям та інвестувати капітали за кордон без попереднього дозволу Міністерства зовнішньої торгівлі. У 1930-ті рр. була введена система валютних обмежень, що забороняли експорт італійської валюти у будь-якій формі.

Досвід деяких країн (наприклад, Бразилії і Таїланду) свідчить про те, що використання заходів валютного контролю не може досягнути мети довготривалого захисту від негативних наслідків нерегульованого, в тому числі

спекулятивного руху капіталу, якщо вони не супроводжуються необхідним коригуванням макроекономічної політики та зміцненням фінансової системи.

Практично всюди відмовились від системи жорсткого валютного регулювання, але при цьому зберегли окремі обмеження відносно операцій з іноземною валютою і золотом.

Відмову від жорсткої системи валютного регулювання та лібералізацію зовнішньоекономічної діяльності потрібно здійснювати поступово із врахуванням змін макроекономічної ситуації країни та її місця у світовому співтоваристві.

Регулювання руху капіталу стало забезпечуватись ринковим механізмом та інструментами грошово-кредитної політики. Проте, з розвитком міжнародних відносин все більшого значення набуває інформаційна складова системи регулювання і контролю за учасниками зовнішньоекономічної діяльності та рухом грошових потоків.

Таким чином, система контролю за валютним обігом у розвинених країнах сьогодні полягає у вирішенні завдань фіскального моніторингу і контролю за дотриманням валютного законодавства.

Історично (за винятком США, Канади, Німеччини та Швейцарії, де ніколи не було постійної юридичної основи для обмеженого та епізодичного використання валютного контролю) законодавствами розвинених західних країн, починаючи з післявоєнного періоду, передбачали обмеження всіх операцій, якщо інше спеціально не було обумовлено. Така концепція була за своїм характером заходом перестороги, тому вона дозволяла урядам у випадку необхідності маневрувати, посилюючи або послаблюючи заходи валютного контролю. Тільки після зміцнення економіки країна взяла на себе зобов'язання поступового досягнення повної лібералізації валютного регулювання і формувала підхід, що передбачав вільне здійснення всіх валютних операцій. В Україні, яка щойно починає йти шляхом лібералізації валютного законодавства, застосовується досить широкий набір методів, що передбачають використання різних інструментів, у тому числі інструментів грошово-кредитної та бюджетної політики.

Проте, світовий досвід свідчить, що існує об'єктивна необхідність періодичного застосування заходів валютного регулювання.

Було б доцільно звернутися до досвіду країн Східної та Центральної Європи, які затвердили при переході до ринкової економіки принцип безперешкодного здійснення всіх валютних операцій, якщо інше не передбачено окремими положеннями органів валютного контролю. Нові валютні законодавства Польщі (діє з 1989 р.), Румунії (з 1992 р.) та Чехії (з 1991 р.) переслідують даний принцип, який мінімізує необхідність постійного та обширного використання контрольних процедур та обмежує використання інструментів валютного регулювання у періоди особливих фінансових та економічних скрут.

У той же час, дані заходи валютного регулювання носять “підтримуючий” характер і не здатні замінити здорову макроекономічну політику, спрямовану на створення розвиненої економіки із сильною валютою. Виходячи із вищевикладеного, вважаємо, що у майбутньому система валютного регулювання повинна бути спрямована на створення адекватних умов для економічного зростання і сприяти формуванню сприятливого інвестиційного клімату в країні.

3.2. Сучасні тенденції валютного регулювання в системі економічної безпеки держави

Питання забезпечення економічної безпеки України, в тому числі і у валютно-фінансовій сфері, набувають нових аспектів у зв'язку з активним включенням країни у систему світового господарства. З одного боку, воно приносить суттєві вигоди (інвестиції та кредити, доступ до нових технологій, розвиток коопераційних зв'язків тощо), з іншого – українська економіка починає все сильніше відчувати на собі вплив світової фінансово-економічної кон'юнктури, імпортуючи не тільки товари і технології, але й спекулятивний капітал, сильну зовнішньоекономічну залежність від цін на нафту, і як підсумок – серйозні ризики дестабілізації у валютно-фінансовій сфері. Дослідження впливу процесів глобалізації на національну економіку з позиції забезпечення

економічної безпеки, зокрема у валютно-фінансовій сфері, спрямоване на виявлення умов та факторів, які впливають дестабілізуюче на фінансово-банківську систему держави, що, поряд із аналізом зарубіжного досвіду, дозволяє визначити шляхи регулювання державою валютно-фінансових відносин.

Процеси глобалізації супроводжуються стрімким розширенням валютно-фінансової сфери та швидким зростанням масштабів операцій на світових фінансових ринках. Протягом останнього десятиріччя рух фінансових потоків через національні кордони зростав настільки швидко, що перестав вкладатися у звичне поняття експорту капіталу. Значною мірою це спекулятивний капітал, не пов'язаний з реальними економічними процесами. Такого явища не було ні на початку, ні всередині ХХ століття. За оцінками спеціалістів, щорічний обсяг операцій на світових валютно-фінансових ринках перевищує 300-400 трлн. доларів США, тоді як перелив капіталу між країнами не перевищує 2 трлн. доларів США в рік [172, с. 88].

З позиції забезпечення економічної безпеки фінансову глобалізацію характеризують такі риси як істотне збільшення обсягів трансграничних фінансових операцій, посилення тиску спекулятивного капіталу на національні валютно-фінансові ринки, швидкий розвиток фінансово-банківських операцій в офшорних центрах, збільшення обсягів легалізації капіталів, отриманих незаконним шляхом, швидке зростання операцій з похідними фінансовими інструментами і, нарешті, різке посилення нестійкості валютно-фінансової сфери як результат глобалізації економічних відносин, її зростаючої відірваності від реальної економіки та розширення відкритості національних валютно-фінансових ринків.

Більш вільні умови проведення валютно-фінансових операцій, м'яке регулювання та контроль, пільговий режим оподаткування сприяли переказу значного обсягу фінансових операцій з національних ринків у офшорні центри. В юрисдикціях з пільговим оподаткуванням зареєстровано більше 1 млн. компаній зі всього світу, через які проходить приблизно половина світової торгівлі, до того ж, власне на офшорні країни припадає менше 3% світового ВВП [207, с. 36]. За

наявними оцінками, щорічний оборот офшорних фінансових центрів перевищує 7 трлн. доларів США, а розмір їх активів оцінюється в 11 трлн. доларів США.

Процеси глобалізації, розвиток фінансових технологій, безперешкодний рух капіталу створили сприятливі умови для зрощення кримінальних грошей зі світовою економікою. Про гостроту проблеми свідчать дані МВФ: сукупний обсяг операцій із відмивання грошей у світі капіталів досягає 1,5-2 трлн. дол. США, що складає 4-5% від світового ВВП. Найбільша кількість капіталів відмивається в США – більше 300 млрд. дол. США в рік [171, с. 89]. Привабливими для “відмивання” грошей, в першу чергу є офшорні зони, такі як Кайманові острови, Кіпр, Панама, великі фінансові центри, на зразок Сполучених Штатів Америки, Великої Британії, Гонконгу та Сінгапуру, країни, в яких зберігається банківська анонімність, такі як Ліхтенштейн, Люксембург і донедавна Швейцарія, регіони зі слабким валютним регулюванням на зразок країн Східної Європи, а також із слабким законодавством та рівнем забезпечення правопорядку (Латинська Америка, Африка) [222, с. 317].

Тож посилення боротьби з відмиванням грошей є актуальним для всієї світової спільноти, особливо для країн, що трансформують економіку на ринкових умовах, до яких належить і Україна. Проаналізувавши платіжний баланс, фахівці з’ясували, що з України шляхом продажу через офшорні зони акцій за останні роки спритні ділки “відмили” мільярди доларів США. Зокрема, у 2000 р. – 385 млн., у 2001 р. – 989 млн., у 2002 р. – 2,271 млрд. доларів США [222, с. 310-311].

Існує кілька підходів до визначення грошей, що відмиваються, які закріплені в міжнародно-правових актах та законодавстві окремих країн (додаток Ю). Гносеологічно відмивання грошей – це операції з обробки кримінальних доходів таким чином, аби приховати їх нелегальне походження.

“Відмивання” грошей у країнах колишнього Радянського Союзу інколи плутають з досить відмінним процесом, що має іншу мету, але деякі спільні риси у реалізації, - мається на увазі виток капіталу. Насправді це зовсім різні процеси, які мають різні цілі, але механізми їх проведення спільні у тому, що обидва

передбачають використання складних схем по переміщенню грошових коштів. У той же час, і більш-менш “класичне” “відмивання” грошей має місце – значні обсяги грошей, що приховуються від податків, потребують легалізації так само, як і гроші, отримані за фальшивим авізо, незаконними банківськими кредитами, іншим злочинним шляхом, якщо їх передбачається залучити до легальної економіки. Власне процес витоку капіталу також передбачає його легалізацію, якщо гроші планується інвестувати в економіку країн, що мають жорсткі регуляційні правила та відповідне законодавство. Схеми з приховування джерела грошей використовуються і в тому разі, коли потрібно приховати не стільки джерело коштів, скільки їх власників. Практично всі механізми “відмивання” коштів потребують значних витрат для тих, хто виконує такі операції. За оцінками фінансових експертів Інституту юридичних досліджень (Лондон), плата за відмивання коштів може досягати 30% від суми, що “відмивається” [222, с. 316].

Відмивання грошей, за визначенням “Енциклопедії банківської справи України” [72, с. 137-138] – це “вид злочинної діяльності (як правило організованої, нерідко в міжнародному масштабі), зміст і метод якої полягає у переведенні з кримінального обігу в легальний сектор економіки, “легалізації” здобутих злочинним шляхом доходів, умисне приховування, маскуванню різними способами (передача, переказ, розміщення, пропускання через банки та небанківські фінансові установи, придбання майна тощо) дійсного їх проходження, руху, справжньої належності”.

“До основних джерел “брудних” коштів, - як зазначено в цьому ж виданні, - відносять: наркобізнес, підпільну торгівлю зброєю, фальшивомонетництво, хабарі, контрабанду, махінації з цінними паперами, нелегальні пожертвування на користь виборчих кампаній, підпільну індустрію азартних ігор, заплановані банкрутства, шахрайські операції в банківській сфері, сутенерство, викрадення людей з метою викупу, торгівлю дітьми, рекет, тероризм, шпигунство тощо” [72, с. 138]. Специфіка відмивання грошей в Україні полягає в тому, що основним джерелом брудних коштів є ухилення від сплати податків. До цього

спричиняються, насамперед, надмірний податковий тиск на підприємництво, недосконале законодавство та корупція.

Процес відмивання неможливий без участі – активної чи пасивної – банків та фінансових установ. Тому міжнародними організаціями останніми роками розроблено низку заходів протидії цим злочинним намаганням, визначено основні принципи участі банківських установ у боротьбі з відмивання грошей. Зокрема, Міжнародною групою з розробки фінансових заходів боротьби з відмиванням грошей, отриманих злочинним шляхом (FATF), розроблено спеціальну програму боротьби з відмиванням грошей. Вона складається із 40 пунктів-рекомендацій, спрямованих на вдосконалення національних законодавств щодо протидії відмиванню грошей, розширення міжнародного співробітництва у цій справі.

У вересні 2001 р. групою FATF Україну було віднесено до переліку країн, які недостатньо борються з відмиванням грошей (табл. 3.8). Основною причиною внесення України до списку країн, які ведуть недостатню боротьбу з відмиванням грошей, була відсутність відповідного закону.

За експертними оцінками, занесення України до “чорного” списку FATF підірвало міжнародний імідж нашої держави, також автоматично збільшилися політичні ризики інвестування в нашу країну та знизився рейтинг інвестиційної привабливості України загалом (табл. 3.9).

Крім того, знизилася ефективність торговельних та інвестиційних операцій, з’явилися проблеми у роботі фінансового сектору (банки країн-членів FATF закрили коррахунки деяким українським банкам, підвищили вартість операцій у зв’язку із запровадженням додаткового контролю).

Восени 2001 р. Україна активно почала вживати заходів, аби вийти зі списку FATF. У жовтні 2000 р. Національний банк України надіслав комерційним банкам 40 рекомендацій FATF, у грудні 2001 р. – нові стандарти Базельського комітету з банківського нагляду “Знай свого клієнта”. Комерційним банкам рекомендовано врахувати ці стандарти при підготовці внутрішніх програм і процедур з метою запобігання легалізації коштів, одержаних злочинним шляхом, і гарантування безпеки, стабільності банків та цілісності банківської системи.

Перелік некооперативних країн і територій (“Чорний список”)

Країни і території	Червень 2000 р.	Червень 2001 р.	Вересень 2001 р.	Червень 2002 р.	Жовтень 2002 р.	Лютий 2003 р.	Червень 2003 р.
Багами	■						
Гватемала		■	■	■	■	■	■
Гренада			■	■	■		
Домініканська Республіка	■	■	■	■			
Єгипет		■	■	■	■	■	■
Ізраїль	■	■	■				
Індонезія		■	■	■	■	■	■
Ліван	■	■	■				
Ліхтенштейн	■						
М'янма		■	■	■	■	■	■
Маршаллові острови	■	■	■	■			
Науру	■	■	■	■	■	■	■
Нігерія		■	■	■	■	■	■
Ніуе	■	■	■				
Острови Кайман	■						
Острови Кука	■	■	■	■	■	■	■
Панама	■						
Росія	■	■	■	■			
Сент-Вінсент та Гренадини	■	■	■	■	■	■	
Сент-Кітс і Невіс	■	■	■				
Угорщина		■	■				
Україна			■	■	■	■	■
Філіппіни	■	■	■	■	■	■	■

Таблиця 3.9

Індекс потенціалу країни щодо залучення прямих іноземних інвестицій*

Місце	Країна	Значення індексу за період 1988-1990 рр.	Значення індексу за період 1990-2000 рр.
76	Болівія	0,154	0,266
77	ПАР	0,220	0,266
78	Філіппіни	0,139	0,265
79	Ямайка	0,186	0,265
80	Папуа Нова Гвінея	0,160	0,263
81	Україна	0,287	0,261
82	Казахстан	0,269	0,260
83	Габон	0,188	0,253
84	Кітай	0,234	0,251
85	Гамбія	0,199	0,250
86	Македонія	0,194	0,250

* Індекс потенціалу країни щодо залучення прямих іноземних інвестицій – це середньозважена величина восьми основних економічних та соціальних показників
Джерело: Unctad

10 грудня 2001 р. вийшов Указ Президента “Про заходи щодо запобігання легалізації (відмивання) доходів, одержаних злочинним шляхом”, згідно з яким з

1 січня 2002 р. запроваджено обов'язковий фінансовий контроль за всіма фінансовими операціями, визначеними законом як значні або сумнівні та здійснюються на території України фізичними і юридичними особами.

У травні 2002 р. комерційним банкам надіслано методичні рекомендації НБУ з питань розробки банками України програм протидії легалізації (відмиванню) грошей, отриманих злочинним шляхом.

Законодавчою базою для банків у боротьбі з відмиванням грошей є статті 63, 64, 65 Закону України “Про банки і банківську діяльність” і стаття 18 Закону України “Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг в Україні” [1].

Згідно зі статтями 63-64 Закону “Про банки і банківську діяльність” банки зобов'язані запобігти використанню банківської системи з метою легалізації грошей. Одним із засобів цього є проведення банком ідентифікації всіх осіб, які здійснюють значні та/або сумнівні операції.

Відповідно до статті 18 Закону “Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг в Україні”, критерії віднесення операцій до сумнівних та незвичних визначаються Кабінетом Міністрів України. Постановою від 29.05.2002 р. № 700 КМУ визначив 17 критеріїв, за якими фінансові операції, що здійснюються клієнтами фінансових установ, можуть бути віднесені до сумнівних та незвичних. Більшість із них відповідає засадам Базельського комітету і запровадженому ним у світових фінансових установах принципу “Знай свого клієнта”.

Зазначене вище довело: назріла необхідність у прийнятті закону про боротьбу з відмиванням грошей. У жовтні 2002 р. FATF заявила, що в разі неприйняття Верховною Радою України закону щодо протидії відмиванню грошей до 8 жовтня 2002 р., до України буде застосовано санкції, що створять певні перешкоди у проходженні платежів українців: від надання українськими банками додаткової інформації про рахунок і походження грошей до блокування їх закордонних коррахунків. І тільки в листопаді 2002 р. Верховна Рада України

ухвалила Закон України “Про запобігання і протидію легалізації (відмиванню) надходжень, отриманих злочинним шляхом”.

16.01.2003 року Верховною Радою України прийнято Закон України “Про внесення змін до Кримінального та Кримінально-процесуального кодексів України”. Цей закон передбачає викладення ст. 209 КК України “легалізація (відмивання) грошових коштів та іншого майна, одержаних злочинним шляхом” у новій редакції, яка не тільки розширює об’єктивну сторону складу даного злочину, на що звертали увагу фахівці FATF, а й усуває всі перешкоди в притягненні до відповідальності осіб за легалізацію (відмивання) зазначених доходів. Нова ст. 209-1 КК України встановлює кримінальну відповідальність за умисне порушення вимог законодавства про запобігання та протидію легалізації (відмиванню) в частині умисного подання або подання свідомо недостовірної інформації, які підлягають внутрішньому або обов’язковому фінансовому моніторингу органу фінансової розвідки, та за незаконне розголошення клієнту або будь-якій третій особі вищезазначеної інформації. Зміни до Кримінально-процесуального кодексу України визначили підслідність злочинів, передбачених ст. 209-1 КК України.

12.12.2002 р., на виконання вимоги базового закону, НБУ прийняв постанову, якою зобов’язано всі обмінні операції з валютою на суму більше, ніж 10000 доларів США, проводити тільки через каси банків з обов’язковою умовою ідентифікації клієнта.

Окрім того, 12.09.2002 р. Україна ратифікувала Міжнародну конвенцію про боротьбу з фінансуванням тероризму. На її основі та з урахуванням 8 спеціальних рекомендацій FATF у Законі України “Про боротьбу з тероризмом”, прийнятому 20.03.2003 р., до терористичної діяльності було віднесено й фінансування завідомо терористичних груп (організацій) або інше сприяння їм.

Скасувавши у лютому 2003 р. свої рекомендації про контрдії проти України, FATF залишила нашу країну у “чорному” списку, поки нове вітчизняне законодавство про протидію відмиванню грошей не буде повністю імplementоване. До того ж, 15 жовтня 2003 р. Росія включила Україну до свого

“чорного” списку. Інформація про фінансові операції українців на суму понад 600000 рублів (близько 106 000 грн.) з банками Росії відтоді мала обов’язково надходити до Комітету фінансового моніторингу Російської Федерації (КФМ РФ). Однак це не означало автоматичного застосування фінансових або економічних санкцій.

27 лютого 2004 р. президент FATF Клаес Норгрен за результатами сесії FATF у Парижі заявив про виключення України з “чорного” списку (КФМ РФ також виключив Україну з переліку країн, що не співпрацюють у сфері боротьби з відмиванням “брудних” грошей).

На думку експертів, вилучення України з “чорного” списку сприятиме позитивному іміджу держави, посилить її позиції на міжнародному ринку; прискорить міжнародні розрахунки та здешевить запозичення; зекономить час та зусилля, аби довести походження власних грошей; активізуватиме торговельно-економічні відносини України з країнами світу; сприятиме збільшенню інвестицій. Крім того, це можна використати і як додатковий аргумент у переговорах про вступ України до СОТ.

Імплементация нової редакції Сорока рекомендацій FATF передбачає закріплення у чинному законодавстві збільшення кількості суб’єктів (за рахунок аудиторів, нотаріусів, ріелтирів), які проводять моніторинг, та кількості державних регуляторів (Міністерство юстиції та Державний комітет земельпорядкування), введення нових вимог щодо роботи з клієнтами, запровадження обов’язкової вимоги тісного співробітництва державних регуляторів із аналогічними структурами інших країн, введення прямої заборони на фінансові відносини з “банками-оболонками” (віртуальними банками, без реальної територіальної присутності, які існують лише у вигляді ліцензії й набору кореспондентських рахунків) тощо.

Факт виключення нашої країни з “чорного” списку FATF – значна подія. Проте для унеможливлення у майбутньому негативної реакції міжнародної спільноти щодо рівня боротьби з відмиванням “брудних” грошей в Україні слід наполегливо і повсякденно вдосконалювати діяльність у цій сфері. Тому

створення ефективної системи заходів із запобігання і боротьби з легалізацією “брудних” коштів повинно сприяти вирішенню таких основних завдань:

- розробка й дотримання досконалої правової бази для боротьби з відмиванням грошей, забезпечення її синхронізації з чинним вітчизняним законодавством;
- розробка національної стратегії боротьби з відмиванням грошей;
- формування належної адміністративної системи боротьби з “відмиванням” грошей, включаючи виділення координуючого органу в цій сфері;
- зміцнення і вдосконалення нагляду за фінансовими установами, який дає змогу виявляти і попереджати незаконні або сумнівні оборудки;
- всебічне використання зарубіжного досвіду у розробці ефективних механізмів боротьби з відмиванням грошей;
- розширення співробітництва України з міжнародною спільнотою з метою запобігання практиці відмивання грошей.

Боротьба з відмиванням грошей має відбуватися економічними, адміністративними методами і заходами репресивного характеру.

Елементами побудови системи запобігання та боротьби з відмиванням грошей в Україні, на нашу думку, мають бути:

- забезпечення стабільного і поступального економічного розвитку господарського комплексу;
- підлив фінансової та економічної основ організованої злочинності;
- законодавче визначення понять “незаконні доходи”, “легалізація (відмивання) доходів, одержаних незаконним шляхом”; включення їх також до підзаконних і нормативних актів, що регламентують діяльність уповноважених органів;
- використання при розробці законодавчих основ протидії легалізації незаконних доходів в Україні міжнародно визнаних норм і процедур їх пошуку, виявлення і конфіскації (зважаючи на особливості вітчизняної правової системи, у законодавчі акти про боротьбу з відмиванням незаконних доходів не можуть бути безпосередньо інкорпоровані відповідні міжнародно визнані норми);

- розробка і законодавче закріплення форм використання результатів оперативно-розшукових дій у доведенні по кримінальних справах щодо “відмивання” грошей;
- запровадження практики міжвідомчої розробки пропозицій щодо удосконалення чи зміни законодавчих і нормативних актів, що стосуються забезпечення боротьби з відмиванням “брудних” грошей;
- з’ясування об’єктивної картини стану, рівня і динаміки злочинності з відмивання грошей в Україні; грамотне описання злочинності за вимогами кримінографії;
- глибокий аналіз та узагальнення всієї наявної інформації щодо економічних засад існування злочинних співтовариств, постановки на облік контрольованих ними підприємств;
- запобігання надходженню “брудних” грошей із-за кордону під виглядом великих інвестицій;
- боротьба з корупцією та організованою злочинністю в органах управління фінансово-банківською системою і в недержавних кредитно-фінансових структурах;
- зміна ідеології роботи всіх органів, що займаються боротьбою з відмивання грошей;
- взаємодія і координація зусиль правоохоронних і контролюючих органів у протидії відмиванню грошей, одержаних незаконним шляхом; контроль за дотриманням зобов’язань, передбачених угодами про таку взаємодію; створення багатофункціонального органу, який би поєднав досвід роботи кількох відомств, був здатний вирішити завдання, що виникають у випадку необхідності вжити ефективні заходи щодо боротьби з відмиванням грошей, отриманих від злочинної діяльності;
- створення дієвої системи служб банківської безпеки;
- розробка і підписання двосторонніх угод з провідними країнами, в яких була регламентована процедура повернення коштів, здобутих незаконним шляхом і переведених за кордон;

- правильне вирішення питань про підслідність, що дає можливість забезпечити всебічне, об'єктивне і швидше розслідування злочинів, не допускати і припиняти зволікання з передачею кримінальних справ від одного слідчого органу до іншого. А оскільки факти легалізації незаконних доходів часто встановлюються при розслідуванні податкових злочинів у процесі оперативно-розшукової діяльності, що здійснюється органами податкової міліції, доцільно віднести розслідування злочинів, спрямованих на легалізацію незаконних доходів, до підслідності податкової міліції, що буде сприяти завданням швидкого і повного розкриття злочинів і викриття винних;
- розслідування не лише самого факту легалізації незаконних доходів, а й виявлення та розслідування інших аналогічних злочинів;
- розвиток навчання (стажування) співробітників українських правоохоронних органів у країнах, які мають адекватне законодавство і досвід слідчої й судової практики у сфері боротьби з відмиванням грошей;
- створення єдиного державного інформаційно-аналітичного центру з питань збирання та обробки даних про підозрілі фінансові операції;
- визначення мережі базових навчальних закладів; розробка спеціалізованого навчального курсу з питань запобігання і боротьби з відмиванням “брудних” грошей разом із створенням навчально-методичного комплексу, де надаватиметься можливість дистанційного навчання з використанням глобальної комп'ютерної мережі; створення механізму підготовки і підвищення кваліфікації викладачів; організація видання науково-практичних збірників із досвіду оперативно-пошукової, кримінально-процесуальної діяльності та адміністративної практики щодо боротьби з відмиванням “брудних” грошей, накопиченого в різних міністерствах і відомствах тощо;
- виявлення і ліквідація “тіньових” банків (тобто підприємств, що здійснюють кредитування, але не зареєстровані як банки);
- ретельне вивчення тенденцій розвитку злочинності з відмивання “брудних” грошей;

- визначення способів (прийомів), які можуть слугувати індикаторами відмивання “брудних” грошей у різних сферах;
- поліпшення аудиту щодо коштів, які надходять до статутних фондів різного роду суб’єктів господарювання;
- запровадження об’єктивної та відкритої вітчизняної статистики щодо злочинів із відмивання “брудних” грошей.

Окрім того, необхідно виробити принципи, методологію і кількісні оцінки такого негативного явища як втеча капіталу, аби відрізнити природний рух капіталу від втечі, яка набуває легальних і нелегальних форм.

Протягом останньої чверті ХХ століття відбулось різке посилення нестабільності світової валютної системи [75, с. 7]. Суттєво зросла кількість, масштаби та швидкість розповсюдження валютно-фінансових криз. З кінця 1970-х рр. до сьогодні крупні валютно-фінансові кризи відбулись більш ніж у 70 країнах світу, включаючи розвинуті, країни, що розвиваються та країни з перехідною економікою (в окремих країнах вони відбувались неодноразово).

Згідно із загальноприйнятим підходом, до валютно-фінансових криз відносять саме валютну кризу (або кризу платіжного балансу), фінансову кризу (або кризу державного боргу), банківську кризу (або боргову кризу приватних позичальників) (додаток Я).

Регулюючі органи повинні забезпечити таку політику валютного регулювання, яка б не допускала можливості виникнення валютної кризи. Для цього необхідно вивчити типологію валютних криз, вчасно визначити їх симптоми та вжити відповідні заходи. Валютні кризи можна класифікувати як подано на рисунку у додатку АА (дана класифікація виконана автором на основі праць П.Кругмана, М.Монтеса, В.Попова).

Перша модель валютної кризи була розроблена П.Кругманом у 1979 р. Автор назвав її “канонічною” моделлю. Ця модель описує власне валютну кризу, або кризу платіжного балансу. Її сутність полягає у неузгодженості цілей внутрішньої політики країни з метою підтримання стійкості національної валюти. Криза платіжного балансу відбувається тоді, коли центральний банк обмежує

коливання курсу національної валюти, здійснюючи при цьому експансивну грошово-кредитну політику. Центральний банк одночасно підтримує валютний курс на визначеному рівні та здійснює емісію не забезпечених товарами грошових засобів. Перевищення попиту на іноземну валюту над пропозицією на валютному ринку заставить центральний банк, який намагається підтримати курс національної валюти, здійснити інтервенції іноземної валюти. Золотовалютні резерви різко зменшаться. У результаті влада змушена відмовитись від підтримки курсу національної валюти. На думку М.Монтеса та В.Попова, кризу 17 серпня 1998 р. в Росії можна назвати кризою “невідповідності між підтриманим завищеним курсом рубля та необхідністю забезпечити рівновагу платіжного балансу”.

У 90-ті рр. відбулися три крупні регіональні хвилі валютних криз: у 1992-1993 рр. у Європі, у 1994-1995 рр. у Латинській Америці та у 1997-1998 рр. в Азії. Проте “канонічна модель” не змогла пояснити ці валютні кризи, оскільки її основні параметри у країнах, які були охоплені кризами, були у нормі.

Модель очікувань, або модель “другого покоління” базується на очікуваннях валютних гравців, що влада надасть перевагу внутрішнім цілям макроекономічної стабілізації, аніж цілям підтримання курсу національної валюти. Типовим прикладом моделей валютної кризи “другого покоління” є Європейська валютна криза 1992-1993 рр. У 1992 р. Велика Британія, Італія та Іспанія були змушені під тиском спекулятивних атак вийти з режиму внутрішньо європейських валютних паритетів. При цьому країни, що вийшли, не мали бюджетних дефіцитів. Вони могли вільно здійснювати зовнішні та внутрішні позики, у тому числі і через збільшення внутрішньої процентної ставки. У цих країнах були стабільно низькі темпи інфляції. Великою проблемою у цих країнах було безробіття. Саме ця обставина, на думку П.Кругмана, викликала очікування валютних гравців, що влада цих країн надасть перевагу проведенню експансивної грошово-кредитної політики стимулювання зайнятості, аніж підтримання стабільного курсу національних грошей.

У 1994-1995 рр. у Латинській Америці, а згодом у 1997-1998 рр. в Азії відбулися валютні кризи, що були зумовлені борговими проблемами. Необхідно виділити валютні кризи, обумовлені зовнішньою державною заборгованістю, зовнішньою заборгованістю приватних позичальників та внутрішньою номінованою у національній валюті заборгованістю.

У 1994 р. у Мексиці відбулась валютна криза, пов'язана з високою зовнішньою державною заборгованістю, коли учасники валютного ринку усвідомили **непосильність** виплати державою високого податкового **бремени**, стало очевидним, що валютна криза стане неминучою.

Необхідність виплати за зовнішніми валютними боргами змушувала центральний банк скуповувати іноземну валюту на валютному ринку, попит на неї зростав, а пропозиція зменшувалася в умовах очікуваного зниження курсу національної валюти. Розпочався відплив капіталів з Мексики, золотовалютні резерви швидко **истощались**. Уряд не зміг обслуговувати номінований у доларах короткостроковий борг, а мексиканське песо було девальвовано.

На думку М.Монтеса та В. Попова, у 1997-1998 рр. **азіатські** країни **стикнулись** з іншим видом валютної кризи, обумовленої зовнішньою заборгованістю приватних позичальників. Зовнішні державні борги цих країн були невеликими. Валютна криза в азіатських країнах виникла внаслідок високої зовнішньої заборгованості не держави, а приватних корпорацій та банківської системи. Велика зовнішня заборгованість приватного сектору в азіатських країнах перевищувала обсяг золотовалютних резервів. Держави не змогли гарантувати, що приватний сектор зможе конвертувати національні валюти в іноземні для виплати зовнішніх валютних боргів. Спекулятивні атаки на азіатські валюти призвели до суттєвих девальвацій. Валюти Гонконгу, Філіппін, Сінгапуру, Тайваню знецінились майже на 15%, а японська ена втратила 35% своєї вартості.

Ще одним різновидом валютної кризи, викликаної борговими проблемами, є криза внутрішнього, номінованого у національній валюті, боргу. Висока внутрішня заборгованість з боку держава викликає сумніви в економічних суб'єктів щодо джерел погашення цього боргу. Емісія не забезпечених товарами

грошових знаків для покриття внутрішніх боргів держави призводить до інфляції та обезцінення національної валюти. Звідси прагнення резидентів позбавитися від ненадійної національної валюти на користь більш твердої іноземної валюти. Девальвація національної валюти стає неминучою.

Якщо великий валютний борг нагромаджено приватним сектором, схвилювані вкладники можуть вимагати повернення боргів. Неминучою є банківська криза. Недовіра іноземних інвесторів до банків призведе до відпливу капіталів та валютної кризи.

Розглянуті моделі дозволяють зрозуміти можливі причини виникнення валютних криз. Проте, у 90-ті рр. кризи розповсюдились на цілі регіони. Поясненням цього явища є “валютні віруси” та “ефект натовпу”.

Локальні валютні кризи все частіше охоплюють цілі регіони, ніби то “валютний вірус” з однієї країни розповсюджується на інші країни регіону.

Виділяють декілька різних точок зору про природу “валютного вірусу”. За однією з них, причина **заключається** у розвитку тісних торговельних відносин між країнами, що охоплені “валютною інфекцією”. Наприклад, валютна криза в країні “А” викликає несприятливі зміни макроекономічних показників країни “В”. Наприклад, девальвація фунта стерлінгів у 1992 р. привела до погіршення умов торгівлі для французьких експортерів, збільшення безробіття у Франції. У результаті посилились спекулятивні атаки на французький франк.

Не завжди торговельні зв'язки між охопленими “вірусом” країнами є значними. Це добре продемонструвала валютна криза в Латинській Америці у 1995 р. Мексика не мала значних торговельних зв'язків з Аргентиною, проте, валютна криза охопила обидві країни. Існує декілька пояснень такого явища. Мексика та Аргентина розглядаються валютними гравцями як країни з деякими спільними, хоча і не однаковими, характеристиками. Обидві латиноамериканські країни мають подібну культуру, “темперамент”, традиції. Як тільки інвестори **помічають**, що одна країна відмовляється від підтримання курсу національної валюти, вони можуть вважати, що інші країни регіону зі схожою економічною ситуацією та близьким темпераментом також відмовляться від фіксації валютного

курсу. У 1982 р. у країнах Латинської Америки відбулась валютна криза. Ця криза зачепила такі країни, як Мексика, Аргентина та Бразилія. **Філіппіни спочатку вона не зачепила.** Через рік валютні гравці вирішили, що Філіппіни, як колишня іспанська колонія, фактично є латиноамериканською, аніж азійською країною. У результаті “валютний вірус” розповсюдився і на Філіппіни. Однак, те ж саме може бути, на думку П.Кругмана, поясненням “ефекту натовпу”.

“Ефект натовпу” значною мірою базується на принципі “я як всі”. Принцип працює навіть у тому випадку, коли поведінка більшості є ірраціональною. Те, що спочатку на валютному ринку є ірраціональним, в результаті може стати раціональним. Наприклад, на валютному ринку діє три валютних гравці. Гравець “А” отримує за своїми каналами негативну інформацію про динаміку національної валюти та починає її активно продавати. Інший валютний гравець “В” має нейтральну інформацію про стан валютного ринку. Проте, він вважає, що не володіє такою інформацією, яку має гравець “А” і починає також продавати національну валюту. Третій гравець “С” може навіть мати позитивну інформацію про валютний ринок. Проте, спостерігаючи за поведінкою гравців “А” та “В”, та робить висновки, що два гравці отримали погані новини, хоча у дійсності це не так. Тоді гравець “С” наслідує “течію” і починає активно продавати національну валюту.

Відповідно, ірраціональна поведінка валютних гравців може призвести до обезцінення національної валюти. Відтак, ті інвестори, які раніше звільнилися від національної валюти, отримують максимальний вигреш. Їх поведінка щодо продажу національної валюти в цьому змісті стає раціональною.

Причиною виникнення валютної кризи є фундаментальна невідповідність між існуючим рівнем обмінного курсу, станом платіжного балансу та характером грошово-кредитної політики. Найпоширенішим трактуванням поняття валютної кризи в літературі виступає різке скорочення національної валюти як мінімум на 25-30% (або 10% зростання рівня знецінення), котре поєднується зі скороченням золотовалютних резервів. Підсумок втрат від таких криз просто вражає. У результаті валютних криз 1996-1998 рр. падіння ВВП у 1998 р. в таких країнах як

Росія, Південна Корея, Малайзія, Таїланд сягнуло 4-7%, в Індонезії – 15%. Негативні та наближені до нуля темпи зростання (принаймні, в одному році протягом 1996-1998 рр.) спостерігалися у більшості країн, охоплених кризою: в Казахстані, в Україні, в Бразилії та на Філіппінах, в Болгарії та Румунії, в Гонконзі та Сінгапурі. Рівень інфляції та безробіття в країнах, вражених кризою, зросли, інвестиційний клімат погіршився, реальні доходи населення зменшилися [140].

При цьому об'єктом валютної нестабільності вважається валютний курс, а формою прояву – валютний ринок.

У світовій економіці валютні кризи відбуваються в середньому шість-сім разів на рік [138, с. 393]. Численні валютно-фінансові кризи 1990-х рр., особливо 1997-1998 рр., довели необхідність перегляду політики фінансової лібералізації та контролю за трансграничним рухом капіталу для країн із ринками, що розвиваються.

Основні підходи щодо контролю за рухом капіталу були розроблені під час першої світової війни, коли урядам потрібна була підтримка відповідної податкової бази для фінансування витрат на військові цілі. Зразу після війни контроль за рухом капіталу почав зникати, проте вже у 30-ті рр. ХХ століття міцно зайняв місце у системі державного регулювання. Основною метою його використання на той час було попередження загрози втечі капіталу з національного ринку. Протягом всього існування Бреттон-Вудської валютної системи, особливо у повоєнний період, країни, в тому числі і розвинуті, продовжували активно використовувати обмеження за капітальними операціями.

Можливість використання заходів контролю, необхідних для регулювання міжнародного руху капіталу, була спеціально обумовлена в Статуті МВФ (розділ 3 с. IV “Капітальні трансферти”), один із розробників якого, Дж. Кейнс, був відкритим прихильником контролю за рухом капіталу.

Відомі економісти МВФ Баррі Джонстон і Наталія Таміріса, які спеціалізуються на проблемі регулювання мобільності капіталу, провели наприкінці 1998 р. економетричний аналіз причин використання контролю за

рухом капіталу. Об'єктом дослідження стали сорок п'ять розвинутих країн та країн із перехідною економікою. Згідно з отриманими висновками, існують значні відмінності у факторах, що пояснюють контроль як за типами операцій, так і за напрямками контролю (приплив-відплив). До основних факторів обмеження мобільності капіталів можна віднести:

- проблеми платіжного балансу;
- макроекономічне регулювання;
- нерозвинутість ринків капіталу та фінансових інститутів;
- слабкість системи внутрішнього регулювання та фінансові репресії;
- розмір економіки та стадію її розвитку.

У процесі емпіричного дослідження було виявлено, що детермінанти контролю за рухом капіталу, котрі були виявлені економетричним аналізом, цілком співпадають з тими, про які стверджує економічна теорія. А вона називає декілька причин регулювання, які тісно пов'язані між собою (додаток АБ).

Прихильники контролю за рухом капіталу вважають, що він дозволить захистити національний валютно-фінансовий ринок від зовнішніх шоків, пов'язаних із трансграничними потоками капіталу, зокрема, від підвищення реального курсу національної валюти, інфляційних наслідків великих припливів капіталу та недооцінки банківською системою курсових та кредитних ризиків.

Контроль слугує способом захисту відносно слабких економік країн, що розвиваються, від валютно-фінансових криз, а також пом'якшення їх наслідків. При цьому прихильники контролю виступають, в основному, за обмеження трансграничного руху спекулятивного капіталу у формі портфельних інвестицій. На думку деяких експертів, щодо країн, які розвиваються, не існує позитивної кореляції між економічним зростанням, збільшенням обсягів інвестицій в основний капітал, зниженням інфляції та лібералізацією операцій, пов'язаних із рухом портфельних інвестицій.

Відомо, що протягом останніх десятиріч практично всі країни світу тією чи іншою мірою використовували заходи щодо контролю за рухом капіталу. Наприклад, у більшості розвинутих країн він зберігався майже до кінця 1970-х

рр., у Франції та Італії контроль за рухом капіталу був відмінений наприкінці 1980-х рр.

У 1950-1970-ті рр. західноєвропейські країни активно застосовували широкий спектр інструментів контролю за рухом капіталу, в тому числі адміністративні бар'єри, які зводили всі міжнародні інвестиційні операції до незаконних, якщо резиденти попередньо не були уповноважені на їх проведення, різні форми оподаткування припливу або відпливу капіталу (наприклад, обов'язкові резерви під валютні зобов'язання), подвійні валютні курси та роздільні валютні ринки для поточних та капітальних операцій платіжного балансу, компенсаційні угоди, внаслідок яких було можливим придбання резидентом іноземних активів тільки при купівлі нерезидентом внутрішніх фінансових активів. Проте, введення обмежень за рухом капіталу у Малайзії у відповідь на валютно-фінансову кризу зазнало нищівної критики з боку західних економістів та міжнародних фінансових організацій.

Противники контролю вважають, що він є неефективним та нездійсненим. Ефективність заходів щодо обмеження руху капіталу має лише тимчасовий характер, і учасники ринку з часом знаходять засоби, щоб їх обійти. Вивіз капіталу може здійснюватися, наприклад, шляхом завищення вартості імпорту або заниження вартості експорту, купівлі активів у нерезидентів за завищеними цінами, оплати фіктивного імпорту, здійснення бартерних угод, неадекватних штрафних санкцій за недотримання контрактних умов. Для ввезення капіталу можуть бути задіяні ті ж самі канали, лише спрямовані у зворотну сторону: завищення вартості експорту, надання резидентами фіктивних послуг, продаж активів нерезидентам за завищеними цінами тощо.

Аналогом свободі торгівлі мобільність капіталу призводить до поповнення дефіциту внутрішніх інвестицій, сприяє залученню капіталу за низькою процентною ставкою, диверсифікації джерел фінансування, зростання конкуренції у фінансовому секторі, більш ефективному використанню інвестиційних ресурсів, розширенню можливості управління ризиками, вирівнюванню рівнів споживання і, в підсумку, підвищення добробуту [253, с. 7-

8]. Введення контролю за рухом капіталу зумовлює виникнення економічних диспропорцій. За словами президента ФРС США А. Грінспена, все більш швидка експансія глобальних фінансів сприяє розширенню трансграничної торгівлі товарами і послугами, полегшує фінансування вкладень в реальний капітал з меншими витратами, а також дозволяє розширити міжнародний обмін та підвищити рівень життя [250, с. 214].

У відповідь прихильники контролю заявляють, що відкритість фінансових ринків може оптимізувати добробут тільки в ідеальному світі чистої конкуренції, повної інформації та раціональних очікувань учасників ринку. Проте в реальній економіці існують диспропорції, асиметрія інформації та схильність до нерациональної поведінки учасників фінансових ринків, що не дозволяє досягнути очікуваних результатів. Мобільність капіталу за таких умов може призвести до його нерівномірного розподілу та різких змін у напрямку руху інвестицій, що негативно позначиться на економіках країн-імпортерів капіталу. Аналіз природи фінансових ринків свідчить, що вони самі по собі можуть бути підвладні кризі. Тому контроль є способом вирівнювання диспропорцій, які спричинені недосконалістю ринків.

Згідно з оцінкою експертів МВФ найчастіше контролюються угоди з цінними паперами та пов'язаними з ними похідними інструментами, комерційні та фінансові кредити, гарантії за позиками та борговими цінними паперами, купівля нерухомості, фінансові операції, що здійснюються банками та інституційними інвесторами (додаток АВ). До основних причин підтримання обмежень за рухом капіталу експерти МВФ виділяють проблеми платіжного балансу і труднощі макроекономічного регулювання, нерозвиненість ринків капіталу та фінансових інститутів, слабкість системи внутрішнього регулювання, значна присутність держави в економіці, рівень розвитку та розміри економіки. Контроль за рухом капіталу за своїм економічним змістом відповідає валютному контролю, який регламентує операції з валютними цінностями. Проте, коли мова йде про валютний контроль, то беруть до уваги не стільки статті щодо руху капіталу, як статті поточних операцій. Якщо валютний контроль стосується

зовнішньоторговельної сфери, то контроль за рухом капіталу спрямований на регулювання міжнародної торгівлі фінансовими активами.

Світовий досвід свідчить, що заходи у галузі контролю за рухом капіталу можуть носити адміністративний (прямий) і ринковий (непрямий) характер. Адміністративний контроль обмежує операції з капіталом і пов'язані з ними платежі і трансфери грошових засобів шляхом прямої заборони, кількісних обмежень та дозвільного порядку проведення фінансових операцій. Зобов'язання щодо здійснення адміністративного контролю покладаються на банківську систему. Непрямий контроль перешкоджає переміщенню капіталу та пов'язаними з ним операціями шляхом системи витрат. Ринковий контроль здійснюється у декількох формах, основними з яких є множинність валютних курсів, приховане та відкрите оподаткування, а також цінові методи регулювання. Непрямий контроль може впливати як на ціну, так і на обсяг фінансових операцій.

Множинність валютних курсів полягає у тому, що для різних типів операцій платіжного балансу (поточних і капітальних) використовуються різні обмінні курси, а валютний ринок поділяється на два сектори. Валютні операції, пов'язані із зовнішньою торгівлею та прямими інвестиціями, зазвичай виводяться з-під контролю. Множинність валютних курсів збільшує витрати спекулянтів при змозі атаки на валютний курс, а також створює передумови для припливу капіталу та попередження переоцінки валютного курсу за статтею поточних операцій.

Явне оподаткування потоків капіталу передбачає збір податків або зборів із тримачів зовнішніх фінансових активів. Тим самим для резидентів обмежується привабливість закордонних активів, а для нерезидентів - внутрішніх, оскільки при виводі капіталів вони зазнають додаткових витрат. Податкові ставки, як правило, відрізняються залежно від типу операції та її строковості. Приховане оподаткування здійснюється у формі безпроцентних резервних зобов'язань або депозитних вимог. Ця форма контролю за рухом капіталу є найбільш розповсюдженою у світовій практиці. Її сутність полягає в тому, що інвестори зобов'язані безстроково депонувати на рахунках у центральному банку частину коштів (в національній або іноземній валюті), рівну кожній частині вкладень на

внутрішньому ринку або нетто-позиції в іноземній валюті. Депозитні вимоги дозволяють контролювати як приплив, так і відплив капіталу з країни. В останньому випадку інвестор повинен зарезервувати частину капіталу, що експортується. У випадку посилення тиску на курс національної валюти центральний банк зазвичай підвищує вимоги за іноземними активами майже до 100% від обсягу вкладень. Інші методи непрямого регулювання можуть мати форму як цінового, так і кількісного контролю. Всі вони базуються на дискримінації відносно до різних типів операцій та інвесторів. До таких методів відносяться, зокрема, додаткові резервні вимоги до чистих іноземних активів банків, обмеження на відкриту валютну позицію, деякі вимоги щодо кредитного рейтингу резидентів при здійсненні зовнішніх запозичень, додаткові вимоги щодо звітності за операціями з похідними інструментами та неторговими операціями з нерезидентами.

У деяких дослідженнях щодо проблем державного регулювання валютно-фінансових відносин зазначено, що контроль за припливом капіталу є більш ефективним, аніж обмеження щодо його вивезення [252]. Контроль за припливом дозволяє знизити обсяг присутності в економіці спекулятивного транснаціонального капіталу тому, що крупні учасники ринку завжди мають можливість обійти обмеження, встановлені на вивіз капіталу. Крім того, обмеження на вивіз капіталу породжують корупцію і створюють додаткові стимули для його втечі за кордон. Проте, на практиці дійсним є лише частина аргументів. По-перше, за слабого контролю є можливим як приплив, так і відплив з країни спекулятивного капіталу. По-друге, витрати на ввезення капіталу завжди розглядаються його власниками разом із витратами на його вивіз, а тому обмеження на приплив капіталу в країну, які не підкріплені відповідними обмеженнями на вивіз, можуть бути недостатніми для стримування припливу спекулятивного капіталу.

Вдалим прикладом використання контролю за припливом капіталу є досвід Чилі. З початку 1990-х рр. Чилі здійснювала стосовно іноземних інвестицій вибірково політику, сутність якої зводилась до прийняття заходів ринкового

характеру, спрямованих на обмеження припливу короткострокових капіталів та на одночасне стимулювання припливу довгострокових вкладень, які необхідні для реалізації стратегії розвитку, основними елементами якої є збільшення обсягу та диверсифікація експорту.

Як приклад ефективної політики в галузі контролю за відпливом капіталу можна розглядати досвід Малайзії. Стикнувшись у 1998 р. з девальвацією національної валюти ринггіта та початком масштабної втечі капіталу з країни, влада Малайзії ввела контроль за рухом капіталу, звинувативши у валютній кризі міжнародних спекулянтів. При цьому вони заперечували рекомендації МВФ, який пропонував для зупинки падіння фондових індексів та валютних курсів країнам азійського регіону подальшу лібералізацію фінансових ринків, збільшення процентних ставок, скорочення бюджетних витрат та інші заходи.

З плином часу будь-яка країна, досягнувши визначеної стадії розвитку, постає перед проблемою усунення контролю за рухом капіталу для стимулювання подальшого економічного розвитку. На практичному рівні обговорення можливості лібералізації рахунку руху капіталу концентрується не стільки на тому, чи варто позбавлятися контролю, а на тому, коли і як швидко це повинно бути зроблено. Проблема полягає у тому, що перш ніж прийняти рішення про лібералізацію, необхідно прорахувати її наслідки. Адже на теоретичному рівні вкрай важко змоделювати цей процес, оскільки потрібна складна динамічна модель. Очікування структурних реформ здатне вплинути на міжчасовий вибір економічних агентів. Відкриття рахунку руху капіталу може як посилити, так і пом'якшити дисторсії, що існують на внутрішньому ринку. До дисторсій, що виникають у процесі структурних реформ, відносять: неочікуванні зміни відносних цін; скачки реального валютного курсу, пов'язані із лібералізацією зовнішньої торгівлі; повільна адаптація ринку праці до змін у відносних цінах та пропозиція про тимчасовість та непостійність реформ, що проводяться.

Рональд МакКіннон, професор Стенфордського університету, ще у 1973 р. першим передбачив, що лібералізація рахунку руху капіталу шляхом усунення контролю за переміщенням капіталу повинна здійснюватись лише після

зміцнення вільної зовнішньої торгівлі товарами та послугами. На його думку, якщо спочатку буде проведена лібералізація операцій з капіталом, а згодом торгових операцій, то надмірний приплив капіталу зумовить значне зростання реального валютного курсу і, як наслідок, розбалансиє зовнішню торгівлю. Лібералізація рахунку руху капіталу за наявності зовнішньоторгових дисторсій може зумовити значне зниження добробуту суспільства, тарифи та торгові бар'єри спотворюють уяву про ціноутворення на ринку і перешкоджають раціональному прийняттю інвестиційних рішень. Це ще одне свідчення на користь попередньої зовнішньоторгової лібералізації. У випадку поступової лібералізації поточного рахунку ринкові гравці очікуватимуть змін у відносних цінах, що знову ж таки спотворює інвестиційні рішення. У результаті більшість економістів вбачають вихід у одномоментній зовнішньоторговій лібералізації напередодні лібералізації рахунку руху капіталу.

У деяких країнах, що розвиваються радикальний погляд на процес валютно-фінансової лібералізації поступився більш зваженому підходу, в тому числі щодо питань оцінки пов'язаних з нею наслідків. Сьогодні наявність тих чи інших обмежень на проведення валютно-фінансових операцій, в тому числі пов'язаних із трансграничним рухом капіталу, є характерною рисою країн, що розвиваються. П'ять європейських країн мають обмеження щодо капітальних операцій: Україна, Росія, Казахстан, Беларусь, Молдова. При цьому центральні банки Росії та Казахстану оголосили, що з 2007 р. знімуть усі обмеження на рух капіталу. Така лібералізація зробить російський рубль та тенге повністю конвертованими валютами. Однак, вільно конвертованими ці валюти можуть стати лише завдяки бажанню інвесторів, експортерів та імпортерів здійснювати розрахунки саме в цих валютах.

Основним завданням державної політики у сфері валютного регулювання руху капіталів є досягнення балансу між перевагами та ризиками валютно-фінансової лібералізації з урахуванням особливостей економіки окремої країни.

Перевагами лібералізації валютного регулювання є:

- розширення можливостей національних установ та організацій у здійсненні зовнішніх запозичень;
- активізація припливу прямих іноземних інвестицій;
- прихід на фінансові ринки іноземного банківського капіталу, що збільшує пропозицію кредитних ресурсів і сприяє зниженню їх вартості;
- стимулювання розвитку фінансових ринків і сектору небанківських фінансових посередників;
- удосконалення інфраструктури валютного ринку, розвиток і поширення валютних деривативів та інструментів страхування від валютних ризиків;
- посилення засад ринкових засад процесу курсоутворення;
- зменшення трансакційних витрат учасників зовнішньоекономічної діяльності завдяки усуненню потреби пошуку обходу валютних обмежень.

Серед ризиків відміни валютного контролю за рухом капіталів зазначають:

- можливість раптової “втечі” капіталу внаслідок зміни очікувань інвесторів;
- істотні коливання обмінного курсу національної валюти під впливом неконтрольованого переміщення іноземних капіталів, що обмежує можливості центрального банку проводити автономну монетарну політику та утруднює контроль за станом монетарної сфери;
- підвищення реального ефективного обмінного курсу та прискорення темпів внутрішньої інфляції в ситуації потужного припливу капіталу, який тисне у напрямі зміцнення національної валюти й зумовлює збільшення грошової маси в обігу внаслідок викупу іноземної валюти до міжнародних резервів; погіршення стану державних фінансів у результаті активної стерилізації великих обсягів припливу іноземного капіталу. Втрати держави в особі центрального банку в цій ситуації пов’язані з різницею між процентними ставками, що сплачуються за фінансовими інструментами зв’язування грошової маси (в Україні – депозитні сертифікати) та світовими процентними ставками. Фактично це означає вищу вартість іноземної валюти, купленої до міжнародних резервів, і кредитування

уряду країни, валюта якої купується. В Бразилії, наприклад, середньомісячні обсяги припливу іноземних капіталів на рівні 970 млн. доларів США зумовили зміну профіциту бюджету в розмірі 1, 3% від ВВП у 1994 році його дефіцитом у 5% від ВВП у 1995 році. У Чилі, за експертними оцінками, втрати від активної стерилізації щорічно становили 1% від ВВП протягом 1990-х років [31, с. 29].

Аналіз позитивних і негативних сторін лібералізації дозволяє зробити висновок, що в умовах розвинених ринкових механізмів лібералізація валютно-фінансових операцій є позитивним моментом та вигідною для країн, що її здійснюють. Вільний рух капіталу сприяє більш ефективному розподілу фінансових ресурсів та прискоренню темпів економічного зростання за рахунок залучення іноземного капіталу в період інтенсивного зростання. З припливом капіталу у формі прямих інвестицій пов'язані інновації та технологічний процес. Портфельні інвестиції забезпечують розвиток і зростання ліквідності фінансового сектору, що, у свою чергу, підвищує ефективність фінансового посередництва та знижує вартість позичкових коштів для підприємств реального сектору економіки. За умов недосконалості ринкових механізмів і слабкості ринкових інститутів зростаюча мобільність капіталу може багатократно посилити існуючі в національній економіці диспропорції. Саме в цьому полягає головна небезпека поспішної лібералізації валютно-фінансової сфери для країн з ринками, що розвиваються.

Ще на початку 60-х рр. економісти зробили дуже простий висновок, що держави не здатні одночасно підтримати бажаний рівень курсу національної валюти, автономність монетарної політики та мобільність капіталу (рис. 3.3). В умовах повної лібералізації, надмірний відплив з країни капіталу природно веде до послаблення внутрішньої валюти. Центральний банк може попередити цей процес шляхом скорочення грошової пропозиції або продажем іноземної валюти з резервів. У будь-якому випадку прослідковується посилення грошово-кредитної політики, зростання процентних ставок, зниження темпів інфляції. В результаті (за сприятливого збігу обставин та наявності усіх необхідних умов, а саме: достатності резервів, розвинутого фінансового ринку тощо) рівновага

відновиться. Проте, грошово-кредитна політика отримає підлеглий статус – стає спрямованою на підтримання бажаного рівня обмінного курсу і не може бути використана для досягнення незалежної мети щодо інфляції (що є основним завданням центрального банку). Крім того, жорстка монетарна політика не завжди може бути оптимальною, враховуючи спад попиту, зайнятості, темпів економічного зростання, що її супроводжують [99].



Рис.3.3. Схема “несумісного трикутника”

Якщо ж центральний банк незважає на динаміку обмінного курсу, економічні агенти, справедливо очікуючи послаблення національної валюти, тільки посилюють вивід активів та провокують ще більший дисбаланс та швидку девальвацію.

Для країн, що розвиваються, приплив та відплив капіталів можуть набувати масштабів, які є неспівставними з розмірами їх економіки. Пасивність економічної політики щодо руху капіталів може призвести до значних коливань валютного курсу, процентних ставок та показників розвитку фінансово-банківської системи. Ці коливання негативно впливають на довгострокові темпи зростання та рівень зайнятості.

Введення обмежень та посилення контролю є відповіддю на існуючі та виникаючі в економіці диспропорції. Однак введення та збереження обмежень не є самодостатніми, оскільки не вирішують проблеми прискореного розвитку інституціональної бази економіки та усунення в ній структурних диспропорцій. Валютно-фінансовий контроль ніколи не зможе замінити зваженої макроекономічної політики. Ефективність заходів контролю за рухом, навіть тимчасова, багато в чому залежить від економічної політики, яка його супроводжує. Контроль за рухом капіталів дозволяє лише виграти час, який влада може використати для проведення структурних реформ, здатних зменшити

вразливість країни перед зовнішніми шоками та кризами. Обмеження ніяк не можуть компенсувати недосконалу економічну політику влади. Контроль може сприяти реформуванню економіки, проте не бути альтернативою економічній політиці. Для країн із серйозними макроекономічними диспропорціями він не може бути захистом від валютно-фінансової кризи. Збереження контролю за рухом капіталу у тривалій перспективі може завдати економіці більше шкоди, аніж користі. Наприклад, обмеження на рух капіталу можуть стримувати розвиток фінансово-банківського сектору і позбавляти економіку можливостей, які відкриває вільний перелив капіталу. Валютно-фінансовий контроль не можна розглядати як постійний захід.

Дієвість контролю та обмежень з плином часу значно знижується. В міру швидкої адаптації учасників ринку до обмежень, що вводяться, потрібна ефективна система контролю та примусу дотримання встановлених правил. Успішний досвід застосування фінансових обмежень в таких країнах як Чилі, є результатом кропіткої роботи, у процесі якої подетально аналізувалась ефективність тих чи інших обмежень, безперервно вишукувались та усувались шляхи їх обходу, а також постійно удосконалювалась робота державного апарату, в результаті рівень корупції був надзвичайно низьким. Влада зуміла добитися того, що контроль за рухом капіталу став максимально лояльним відносно бізнесу. В іншому випадку він нав'язував би зайві бюрократичні процедури, що б знижувало ефективність.

Аналогічно в різних країнах і в різні періоди часу одні і ті ж заходи будуть мати різну ефективність, оскільки їх дієвість залежить від широкого кола факторів, до складу яких входить ступінь розвитку ринкових інститутів та структурні особливості економіки. Очевидно лише, що обмеження, які базуються на ринкових принципах, є більш дієвими на розвинених фінансових ринках. Пряме регулювання більш успішно застосовується в країнах з менш розвиненою фінансово-банківською системою і більш закритою економікою, в країнах з менш розвинутими фінансовими ринками потрібен більш жорсткий контроль за рухом капіталу. При досягненні певної зрілості валютно-фінансових ринків політика в

галузі регулювання та нагляду за діяльністю учасників стає головною умовою забезпечення стабільності національної фінансової системи.

Для збереження стійкості у валютно-фінансовій сфері доцільним є використання комплексу регулятивних заходів. Наприклад, в Чилі одночасно використовувались такі заходи як створення обов'язкових резервів, введення коридору коливань обмінного курсу песо, втручання центрального банку на валютний ринок з метою стерилізації ефектів припливу капіталів, встановлення податку на переказ за кордон процентних доходів, що дозволяє скоротити суму короткострокових позик, отриманих закордоном, обмеження доступу національних підприємств зі слабкою фінансовою базою на міжнародні фінансові ринки, встановлення мінімальних рейтингів для іноземних активів, придбаних резидентами, що знижують ризикову поведінку національних інвесторів тощо.

Для кожної країни існує своя оптимальна швидкість та ступінь лібералізації. Не існує універсальних схем відкриття валютно-фінансової сфери. Проте, як свідчить світовий досвід, для нівелювання негативних проявів лібералізації терміни її проведення повинні відповідати швидкості виникнення й утвердження необхідних для неї валютно-фінансових та макроекономічних передумов. Ключовими макроекономічними передумовами лібералізації визнано такі:

- розбудова та зміцнення банківського сектору, мета якої – підвищення рівня капіталізації та фінансової стійкості національних банків. Це дасть змогу витримати вищу конкуренцію, коли на внутрішні фінансові ринки прийдуть філії іноземних банків, які забезпечують вищу якість обслуговування та нижчу вартість банківських послуг;

- зближення рівня внутрішніх і світових процентних ставок. Це дає змогу запобігти небажаному припливу короткострокових (до одного року) спекулятивних капіталів і тому є важливою запорукою збереження стабільності монетарної сфери у період проведення валютної лібералізації;

- підвищення рівня монетизації економіки. За експертними оцінками, тільки за монетизації 47,58% може бути досягнуто відчутне посилення ролі іноземних інвестицій у забезпеченні процесів економічного зростання. За нижчих

значень монетизації гальмується розвиток валютно-фінансового сектору, стримується зростання абсорбуючої здатності фінансового ринку та створення ефективних механізмів розподілу фінансових ресурсів, що унеможлиблює ефективне використання іноземних інвестицій;

- недопущення значного дефіциту державного бюджету і проведення виваженої фіскальної політики. Особливо небезпечним у період лібералізації є фінансування дефіциту бюджету за рахунок розміщення державних цінних паперів серед нерезидентів, що стимулює додатковий приплив іноземного капіталу переважно спекулятивного характеру;

- забезпечення високої норми інвестицій. Наприклад, у Японії 1971 р. перед відмовою від жорсткої прив'язки обмінного курсу єни до долара США, яка підтримувалася протягом двох десятиріч, питома вага заощаджень у ВВП досягла 29,9-34,1%, а норма інвестицій – 30,2-35,1% від ВВП. У Китаї, який у липні 2005 р. ревальвував юань на 2% (вперше з 1996 р.), ці показники протягом першої половини 1990-х рр. становили, відповідно, 39,9 та 38,5% від ВВП, а в другій половині 1990-х рр. – досягли, відповідно, 40,7% та 38,5%. Середньорічні темпи економічного зростання у цих країнах коливалися в межах 10%, рівень інфляції істотно знизився. Тим не менше, після переходу до гнучкого обмінного курсу уряд Японії активно підтримував експортне виробництво за рахунок проведення м'якої монетарної та бюджетної політик. У 1972 р., наступному після відміни прив'язки єни, державні витрати зросли на 22%, що забезпечило приріст експорту у четвертому кварталі 1972 р. на 15,7%.

Лібералізація повинна проводитися поступово й обережно. Найбільш безпечним та ефективним з точки зору розвитку економіки є приплив прямих інвестицій. За ним – вкладення в акції та довгострокові позики. Потоки короткострокового капіталу, які підпадають під найбільш сильні та часто не пов'язані з економічною ситуацією в країні коливання, є найбільш ризикованими. Обмеження та регулювання потоків короткострокового капіталу вважається бажаним, а у деяких випадках навіть необхідним. Ефективний контроль за рухом капіталу відрізняється тим, що, з одного боку, перешкоджає проникненню

спекулятивного іноземного капіталу на внутрішній ринок, дозволяє змінити його структуру на користь довгострокових інвестицій, а з іншого – знижує обсяги впливу національного капіталу з країни.

3.3. Валютне регулювання в системі забезпечення стабільності національної валюти

У більшості західних країн лібералізація валютного регулювання відбувалась поетапно, починаючи з прямих іноземних інвестицій, комерційних і товарних кредитів, операцій з акціями, що необхідно для розвитку економіки. Контроль за інструментами фінансового ринку зберігався значно довше. І в останню чергу дозволялось відкриття рахунків резидентів в банках-нерезидентах. Так, перш за все, було відмінено обмеження на валютні операції юридичних осіб і лише згодом – фізичних осіб для того, щоб забезпечити доступ національних підприємств на іноземні ринки капіталу.

Темпи лібералізації є досить різноманітними. Для більшості країн Західної Європи після війни потрібно було більше десятка років для відновлення конвертованості національних валют за поточними операціями та приєднання до статті VIII Статуту МВФ. Іспанія та Португалія приєднались до цієї статті наприкінці 1980-х рр. (у 1986 р. та у 1988 р., відповідно), Туреччина – у 1990 р. Греція – у 1992 р., Росія – у 1996 р. Введення конвертованості валюти та зняття обмежень на рух капіталу зайняло в Японії 16 років (після приєднання країни до Кодексу лібералізації руху капіталу ОЕСР в 1964 р.), в Данії – 15 років, у Нідерландах – 9 років. Принцип поетапної лібералізації валютного регулювання застосовувався не у всіх країнах. Зокрема, у Канаді рішення про зняття усіх валютних обмежень було прийнято у 1950 р. та реалізовано до грудня 1951 р. Велика Британія у 1979 р., а також Австралія та Нова Зеландія на початку 1980-х рр. відмінили усі обмеження протягом шести місяців.

Усі промислово розвинуті країни, а також більшість країн, що розвиваються, визнали (станом на кінець 1998 р.) статтю VIII Статуту МВФ (табл. 3.10). Загалом статтю VIII визнали 145 країн-членів МВФ, що становить 79% їх

загальної кількості. Порівняно з 1990 р. цей показник суттєво збільшився (73 країни чи 40% від загальної кількості країн-членів МВФ).

Таблиця 3.10

Огляд системи валютного контролю країн-учасниць МВФ

	Станом на кінець 1990 року			Станом на кінець 1998 року		
	Промислово розвинені країни (23)	Країни, що розвиваються (158)	% від загальної кількості країн	Промислово розвинені країни (23)	Країни, що розвиваються (161)	% від загальної кількості країн
Статус статті VIII	22	51	40%	23	122	79%
Статус статті XIV	1	107	60%	0	39	21%
Застосування системи множинних курсів	0	34	19%	0	24	13%
Обмеження поточних операцій	3	89	51%	2	100	55%
Обмеження операцій руху капіталу	12	114	70%	7	134	77%
Вимога обов'язкового продажу валютних надходжень від експортних операцій	9	115	69%	1	110	60%

Стаття XIV Статуту МВФ, що дозволяє країнам зберігати обмеження щодо рахунку поточних операцій, дотримуються станом на кінець 1998 р. лише 39 країн (21% загальної кількості країн-членів МВФ). При цьому в 1990 р. частка країн, що дотримувалася статті XIV, складала близько 60% загальної їх кількості. Жодна з високорозвинених країн не мала більше одного курсу для операцій з валютою, тоді як 24 країни, що розвиваються, мали системи з численними валютними курсами (станом на кінець 1998 р.).

Обмеження на операції щодо руху капіталу існують і сьогодні у більшості країн світу. Лише 16 високорозвинених і 27 країн, що розвиваються не мають їх. Із числа найбільш розповсюджених валютних обмежень можна зазначити наступні:

- контроль за прямими інвестиціями нерезидентів (147 країн);
- контроль за придбанням нерухомості нерезидентами за кордоном і нерезидентами на території країни (135 країн);

- контроль за операціями резидентів із середньо- та довгостроковими цінними паперами в іноземній валюті або за операціями нерезидентів з внутрішніми цінними паперами (131 країна);
- контроль за фінансовими кредитами в іноземній валюті (113 країн);
- контроль за операціями резидентів із короткостроковими цінними паперами та платіжними документами в іноземній валюті та за операціями нерезидентів з внутрішніми цінними паперами (110 країн);
- контроль за комерційними кредитами щодо нерезидентів (107 країн);
- обов’язкова репатріація експортної валютної виручки (104 країни);
- контроль за “невидимими” поточними валютними операціями та переказами за поточними валютними операціями (101 країна);
- обов’язковий продаж експортної валютної виручки (79 країн) [70, с. 57].

Таким чином, хоча протягом останніх десятиріч і відбувся значний ступінь лібералізації валютних обмежень, валютний контроль залишається звичайним явищем світової економіки, необхідним, перш за все, для країн з перехідними економіками.

Як свідчить зарубіжний досвід, незалежно від темпу лібералізації валютного регулювання, їй повинно передувати досягнення макроекономічної стабільності – значне економічне зростання, фінансова стабільність, зростання сальдо поточного рахунку. Зазвичай, шокову лібералізацію здійснюють з метою стимулювання репатріації капіталу, надаючи можливість знову його вивезти, а також збільшення довіри іноземних інвесторів.

Водночас однією з особливостей країн з перехідною економікою можна вважати також специфіку економічного зростання, яке аж ніяк не корелюється із наступною усталеною думкою, що стабільність валютного курсу веде до значних темпів економічного зростання з одночасним зростанням грошової маси та інфляційним тиском. Проте у цих країнах саме стабільний валютний курс або валютний курс, що відповідає умовам даного періоду, сприяє економічному зростанню та стримуванню інфляції (рис.3.4). Потрібно чітко усвідомлювати, що

структура економіки, нерозвиненість фінансових ринків, недостатньо прозорий рівень фіскальної політики – усе це робить викривленим ринковий механізм, який тільки набирає обертів.

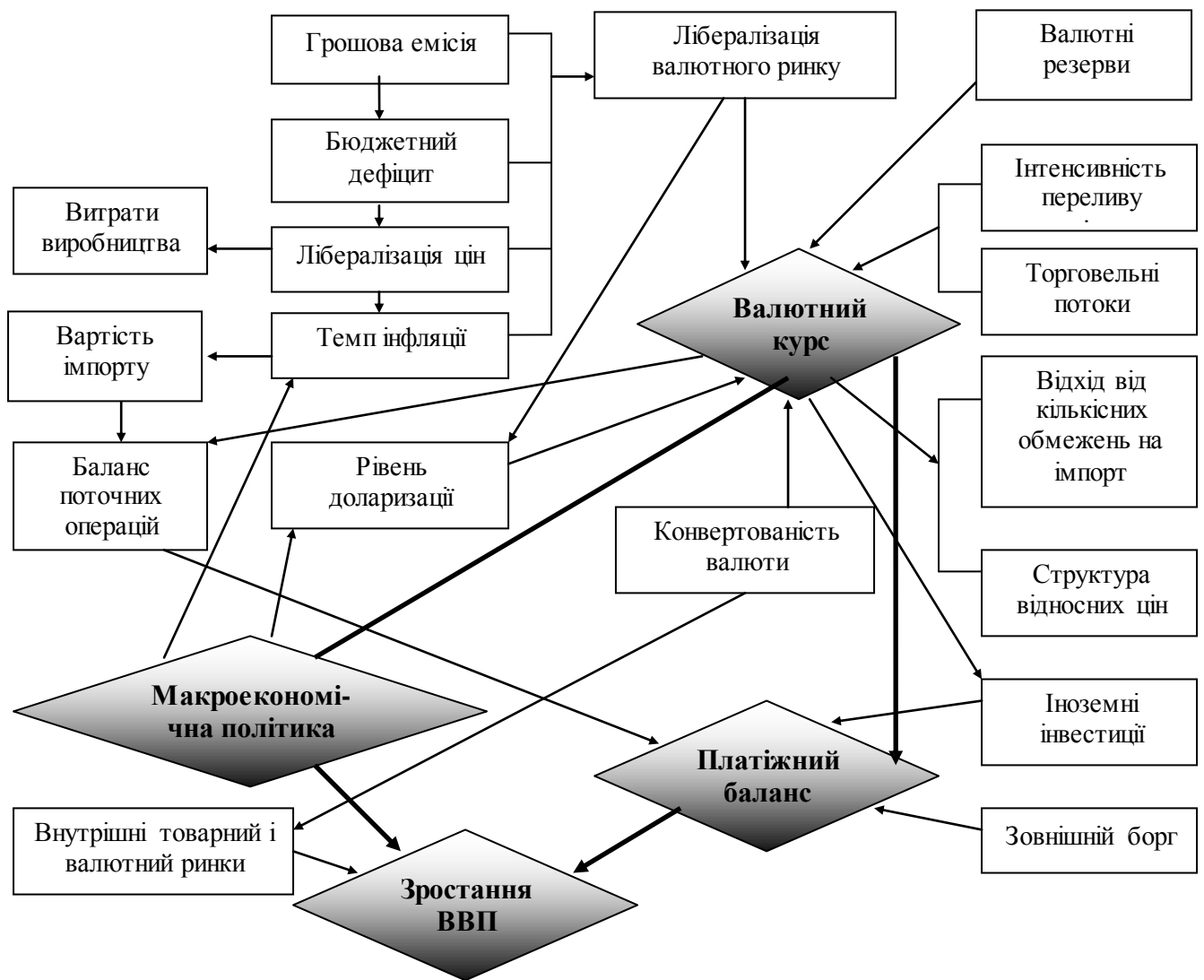


Рис. 3.4. Взаємозалежність між валютним курсом та економічним зростанням в країнах з перехідною економікою.

Із врахуванням зарубіжного досвіду та специфіки економічної ситуації в Україні, на нашу думку, недоцільно здійснювати масштабну лібералізацію валютного регулювання, як це пропонують деякі економісти [57, с. 7], [229].

Українські вчені, аналізуючи окремі аспекти лібералізації валютних відносин, також вважають за доцільне дотримуватися поступовості і виваженості у її проведенні. Зокрема, ґрунтовний розгляд передумов та наслідків переходу до гнучкого обмінного курсу в Україні фахівцем НБУ О. Петриком [165] переконливо засвідчив, що найсприятливішим монетарним режимом, з точки зору

макроекономічної стабільності, є поступовий рух у напрямі запровадження інфляційного таргетування. У період підготовки необхідних технічних умов до такого переходу обмінний курс поступово позбавлятиметься ролі основного інструменту монетарної політики в Україні, що відповідає потребам реальної економіки. Водночас перехід до більшої гнучкості обмінного курсу як початкового етапу лібералізації контролю за рухом капіталів є однією з фундаментальних запобіжних дій проти можливих валютних та фінансових криз.

З точки зору формальної класифікації монетарних режимів, грошово-кредитна політика в Україні не є ні монетарним таргетуванням, ні таргетуванням обмінного курсу, ні таргетуванням інфляції. Дослідники характеризують таку політику як некласифікований монетарний режим або як режим з імпліцитними орієнтирами. На практиці в Україні імпліцитно здійснювалося розгорнуте таргетування стабільності грошової одиниці (а не її окремого прояву: стабільності споживчих цін, обмінного курсу, зростання монетного агрегату тощо), що означає постійний моніторинг і контроль за рівнями інфляції (дефляції), девальвації (ревальвації), динамікою відсоткових ставок, їх співвідношенням і, за необхідності, непрямий вплив на них засобами грошово-кредитної політики (рис.3.5).

У 2002 р. в Основних засадах грошово-кредитної політики уперше було передбачено завдання щодо поступової підготовки до таргетування інфляції. Для переходу до цього режиму необхідно вирішити ряд складних завдань: забезпечити операційну незалежність центрального банку; прийняти систему достатньо гнучкого курсоутворення; налагодити координацію роботи центрального банку та уряду; підвищити ефективність управління грошово-кредитним ринком, передусім, відсотковими ставками; розробити систему інформаційного обміну всередині центрального банку, з міністерствами та відомствами, суб'єктами ціноутворення, а також – із фінансовими ринками, широкою громадськістю, що збільшує ефективність прогнозування інфляції, управління ціновими очікуваннями та іншими процесами.

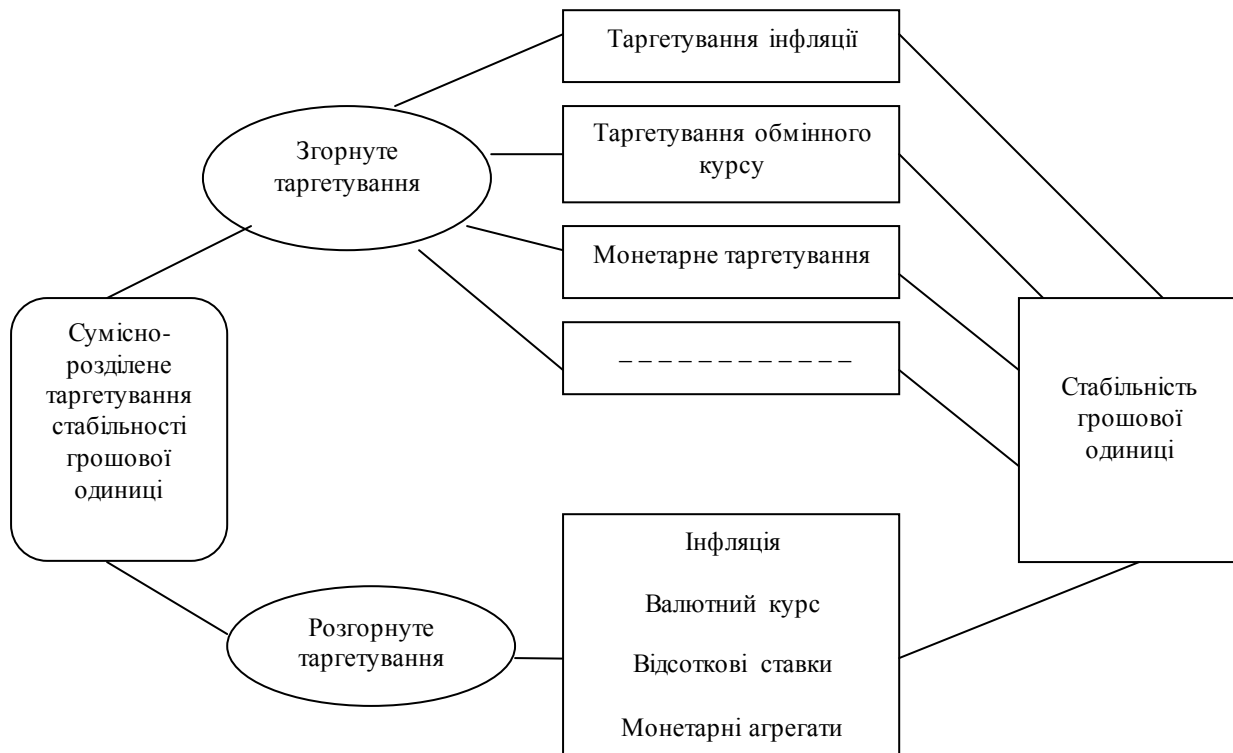


Рис.3.5. Форми методології сумісно-розподіленого таргетування стабільності грошової одиниці [60, с. 21].

Ці завдання достатньою мірою ще не виконано. Для цього, на нашу думку, потрібно ще три-чотири роки наполегливих та цілеспрямованих зусиль як з боку Національного банку, так і з боку Кабінету Міністрів України. Сьогодні необхідним став перехід до визначення основних засад грошово-кредитної політики на базі середньострокової монетарної стратегії, яка безпосередньо підготувала б підґрунтя для впровадження режиму прямого таргетування інфляції. Таку стратегію варто розробити на 2007-2009 рр.

Важливим кроком на шляху лібералізації валютного регулювання є підвищення гнучкості обмінного курсу. Це не обов'язково означає перехід до режиму вільного плавання, але передбачає посилення ринкових засад у процесі формування обмінного курсу, що сприятиме адаптації економічної системи до впливу зростаючих потоків іноземного капіталу, підготує економічних агентів до роботи в умовах фінансової відкритості, спонукатиме їх уважніше ставитися до необхідності страхування від валютних ризиків.

Серед основних причин переходу до більшої гнучкості обмінного курсу в Україні провідні економісти (О.Петрик) виділяють наступні: по-перше, за

суттєвого позитивного сальдо рахунку платіжного балансу України НБУ змушений для підтримання курсу викуповувати значну кількість іноземної валюти. Зростання чистих міжнародних резервів пов'язано з відповідним зростанням монетарної бази та пропозиції грошей в економіці (рис.3.6).

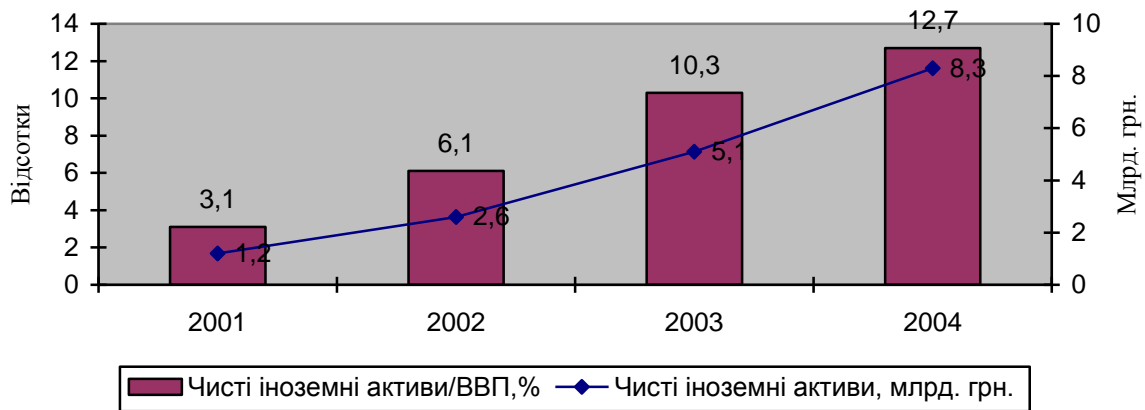


Рис.3.6. Чисті іноземні активи НБУ та їх відношення до ВВП [164].

Стерилізація грошової маси у дуже великих обсягах є надто витратною для Національного банку і для економіки в цілому як з точки зору зменшення прибутку НБУ, так і з огляду на зростання процентних ставок та ефект витіснення. Відтак стерилізаційні заходи не можуть використовуватись упродовж тривалого часу. Тому значне зростання грошової маси при одночасному гальмуванні темпів реального економічного зростання та зменшенні темпів демонетизації економіки створює інфляційне навісання, яке разом із м'якою фіскальною політикою вже реалізується певною мірою у зростанні споживчих цін, так і цін виробників.

Найвагомішим аргументом на користь більшої гнучкості обмінного курсу гривні є те, що українська економіка є дуже відкритою (відношення експорту до ВВП у 2004 р. становило 60,6%, а середнє відношення експорту до ВВП за останні чотири роки перевищувало 55%; відповідно, середнє відношення товарообігу до ВВП становило близько 110%) (рис. 3.7). Тому економіка України залишається доволі вразливою, як до зовнішніх, так і до внутрішніх шоків.

З огляду на це, за більш незалежної монетарної політики із гнучкішим обмінним курсом економіка може краще пристосуватися до таких шоків. Попри

загальну думку щодо недооцінки реального обмінного курсу гривні (табл. 3.11), мова має йти не про обов'язкове, а тим більше – планове зміцнення номінального обмінного курсу (як це пропонується деякими політиками), а про більшу гнучкість залежно від ситуації на валютному ринку, стану платіжного балансу тощо⁴. Це спонукає всіх суб'єктів економічної діяльності перебирати на себе частину валютних ризиків і, по-друге, змусить валютних спекулянтів не розхитувати ринок, а рухати його у потрібному напрямі.

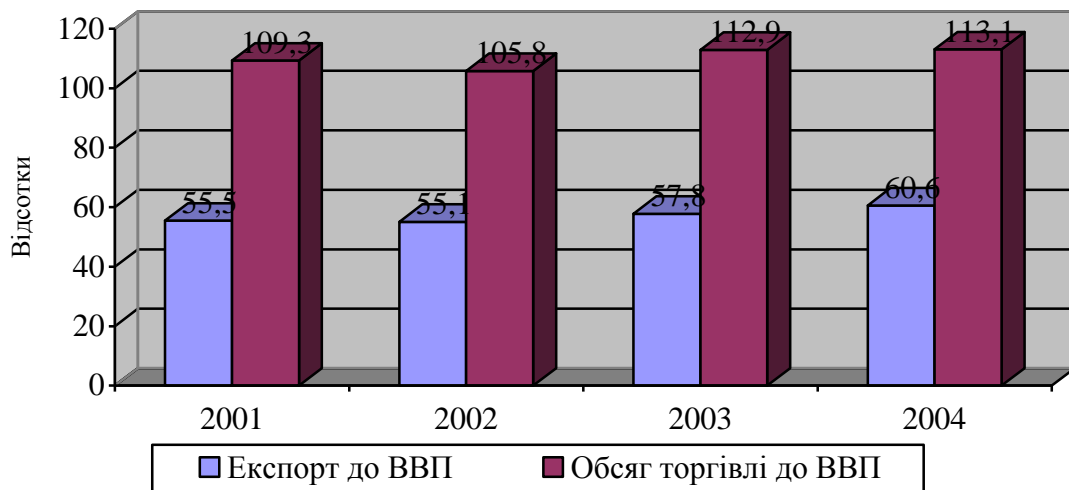


Рис.3.7. Відношення експорту й обсяги торгівлі до ВВП [164].

Майбутня валютно-курсова політика має будуватися на принципах прозорого та поступового переходу до режиму плаваючого валютного курсу. Досвід інших країн свідчить, що цей перехід можливий через запровадження валютного коридору. Із встановленням коридору центральний банк певним чином ухиляється від курсової політики, дозволяючи ринковим силам визначити рівноважний курс. І лише при небезпечній динаміці прямування курсу за межі коридору центральний банк включає механізми валютного регулювання через валютні інтервенції, операції на валютному ринку, управління резервними вимогами тощо.

⁴ Якщо країна постійно підтримує обмінний курс нижчий від рівноважного рівня, іноземна валюта утримується дешевшою (порівняно з ціною за рівноваги ринків). У такому випадку говорять про переоціненість національної валюти (її вартість у термінах іноземної валюти є вищою від рівноважного значення). На противагу, якщо центральний банк країни підтримує курс вищим від рівноважного рівня, то говорять, що вітчизняна валюта недооцінена – її вартість у термінах іноземної валюти знаходиться нижче від рівноважного рівня).

Оцінка реального курсу гривні щодо долара США

Рік	ВВП за паритетом купівельної спроможності на душу населення, доларів США	ВВП на душу населення у поточних цінах, доларів США	Недооцінка національної валюти
1991	6867,3	-	-
1992	6338,6	399,3	0,94
1993	5547,3	266,0	0,95
1994	4392,5	455,4	0,90
1995	3973,6	718,9	0,82
1996	3672,2	872,7	0,76
1997	3667,7	991,1	0,73
1998	3669,6	834,5	0,77
1999	3736,3	632,6	0,83
2000	4076,5	632,4	0,84
2001	4601,9	776,9	0,83
2002	4924,9	874,9	0,82
2003	5312,4	1031,9	0,81
2004	5663,5	1293,1	0,77
2005*	6045,5	1588,7	0,74

* Прогноз

Чи не найскладнішим завданням при виборі фіксації або підтримки виступає визначення того орієнтиру, яким, вважається, буде рівноважний курс у коротко- і довгостроковій перспективі. Визначення коридору, його виду та параметрів має також принципове значення для ефективної реалізації валютної політики. Сьогодні все більша перевага віддається коридору, що допускає $\pm 7-10\%$ коливання від визначеного цільового рівня. Проте, коли межі коливання можуть періодично змінюватись без загальної шкоди для впровадження валютної політики (звичайно, значне розширення амплітуди коливання не додає впевненості у спроможності керівництва країни реалізувати оголошену політику), то будь-яка зміна цільового орієнтира курсу може миттєво дезорієнтувати ринкове середовище.

На нашу думку, межі коридору мають бути доволі незначними – до 3-5%. При виході курсу за межі коридору Національний банк України застосовуватиме певні інструменти валютного регулювання з метою повернути курс до встановлених меж. З одного боку, такий механізм забезпечуватиме збереження переваг стабільного валютного курсу з огляду на наявність “номінального якоря” для економіки, адже економічні суб’єкти будуть упевнені, що курс не вийде за

визначені межі. З іншого боку, економічні суб'єкти поступово привчатимуться до думки, що курс може змінитися, до того ж, у будь-який бік – як девальвації, так і ревальвації. Це стимулюватиме дедоларизацію економіки, розвиток інструментів хеджування валютного ризику. Рік у рік межі коридору, а отже, і дозволеного коливання курсу, можна розширювати й у кінцевому підсумку усунути взагалі, що означатиме перехід до валютного режиму валютного плавання. Паралельно відбуватиметься й поступова валютна лібералізація, розвиватимуться й міцнішатимуть банківська система і фінансові ринки.

Безпосередньо до визначення політичних орієнтирів валютної політики примикає рішення стосовно типу прив'язки – чи перевага віддається варіанту повзучої прив'язки (нахилений коридор, *crawling peg* – англ.), чи країна воліла б мати постійний середній рівень коливання своєї валюти відносно обраної сильної (горизонтальний коридор). Кожна з країн, яка оцінює свій очікуваний рівень інфляції вищим від рівня індустріальних країн чи своїх основних торговельних партнерів, а отже, більш схильна до девальвації грошової одиниці (для відвернення реальної ревальвації і утримання конкурентноздатності національних товарів), швидше віддаватиме перевагу повзучій прив'язці на противагу горизонтальному коридорові. Однак за будь-якого варіанту чи не найскладнішим завданням залишається оцінка бажаного рівня у середньо- і довгостроковій перспективі⁵.

Таким чином, для мінімізації ризиків і стабілізації валютного середовища переважна більшість країн, що розвиваються, орієнтуються на допустимі коливання курсу у межах формально чи неформально визначеного коридору.

⁵ Загальна схема оцінки орієнтації валютного курсу базується на сумі різниць інфляції національної економіки та економіки країни прив'язки, а також різниці рівнів продуктивності праці (чи як спрощений варіант – реального економічного зростання) двох вказаних країн [Валютные режимы]. Країна, яка постійно стикається з ситуацією, коли її рівень інфляції вищий від рівня основних торговельних партнерів, може допустити зміцнення реального обмінного курсу, якщо стан її платіжного балансу дозволяє це зробити [Williamson]. В іншому випадку, прискорена девальвація повинна супроводжуватись обмежувачими заходами антиінфляційної політики. Корисно зауважити, що уряди ряду країн при плануванні своєї політики на наступний рік оприлюднюють всередині поточного року цільові показники як рівня інфляції, так і валютного курсу (виходячи з макроекономічних характеристик і короткотермінового сценарію розвитку).

Встановлення меж коливання у відсотках від центрального рівня при нахиленому коридорі означає, що абсолютні значення коливань будуть більшими при девальвації (зростанні курсу) національної грошової одиниці відносно іноземної (чи кошика).

На сучасному етапі розвитку гнучкість валютного курсу часто залежить від обраної курсоутворюючої валюти, зокрема її стійкості на світових ринках. Стійкість таких валют відображає вже реальні світові потоки капіталу, які формуються за рахунок показників макроекономічного розвитку та геополітичних тенденцій, які набувають дедалі більшого значення.

Однозначної точки зору щодо фіксації гривні до однієї валюти чи кошика валют як в українському науковому, так і в економічному середовищі не знайдено. Деякі економісти [123, 233] переконані, що прив'язка гривні до долара має бути збережено, оскільки зміна валюти-прив'язки не змінить курсової стратегії, адже світові валюти жорстко прив'язані одна до одної. С. Яременко стверджує, що "...І не хочу погоджуватися, коли мені кажуть, що ми повинні відмовитися від безвідмовного й надійного інструмента – курсової прив'язки гривні до долара – тільки тому, що вже багато років ним успішно користуємося. Якщо нічого не робити в плані розвитку фінансових ринків, що є компетенцією далеко не тільки НБУ, курсова прив'язка залишатиметься актуальною для України ще не одне десятиріччя. Ми плутаємо перехід до приватної власності зі створенням повноцінного ринкового середовища. В Україні, окрім банківського, повноцінно не функціонує жоден сегмент фінансового ринку. Усе ще залишаються надто слабкими як страхові, так і інвестиційні, пенсійні фонди, іпотечні компанії. Немає повноцінного фондового ринку... та що там казати про фондовий – у нас і повноцінного валютного ринку теж не існує..." [21]. На користь збереження долара США курсоутворюючою валютою Ю.Шамшетдінов наводить такі аргументи:

– долар США залишається домінуючою валютою у міжнародних розрахунках, незважаючи на значну частку торгівлі з європейськими країнами (38% у загальній структурі зовнішньоторговельного обороту);

- питома вага долара становить:
 - 83% у структурі операцій з продажу на валютному міжбанківському ринку;
 - 78% у грошових нагромадженнях населення;
 - 75% в експорті товарів та послуг, 74% - в імпорті;
 - близько 68% у структурі зовнішніх зобов'язань держави.

Якщо змінити прив'язку з долара США на євро, то при стабільному курсі гривні відносно євро курс гривні відносно долара змінюватиметься разом зі зміною курсу долара відносно євро на міжнародних ринках.

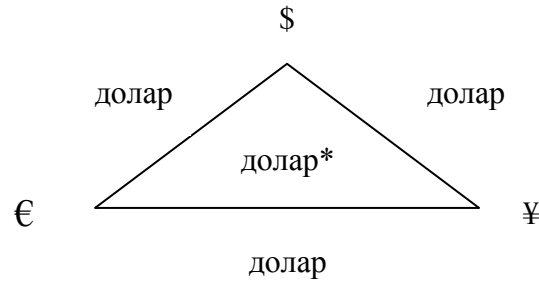
Із ґрунтовної доповіді М.Савлука на XII Ялтинській міжбанківській конференції країн СНД та Балтії впливає, що “поява на валютному ринку нового інструменту – євро – внесла серйозні перетрубації в усі світові валютні відносини...” [163, с. 14]. Запровадження євро, передусім, вплинуло на функціонування валютних ринків, а також фондового ринку та ринку боргових зобов'язань. Донині долар залишався єдиною провідною валютою у сучасному світі. Більше двох третин міжнародних офіційних валютних резервів припадало на нього. Майже половину банківських депозитів у іноземній валюті деноміновано в доларах США, половина торговельних контрактів теж укладалося у цій валюті. З появою євро питома вага долара в міжнародних розрахунках зменшилася (рис. 3.8).

Як свідчить аналіз, що базується на стандартній типології функцій грошей, сукупна частка долара США та євро у міжнародних економічних відносинах сьогодні в середньому перевищує 75% (додаток АД).

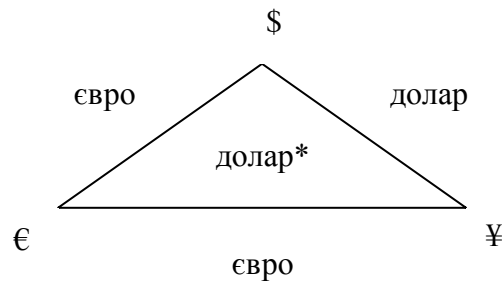
Ще існують сфери, де долар залишається провідною валютою (світовий валютний ринок або офіційні валютні резерви). Проте, у деяких сегментах світової економіки частка євро є значно більшою (наприклад, міжнародні боргові цінні папери або міжнародний ринок похідних валютних інструментів).

Привабливість євро як базової валюти для України, на нашу думку, сьогодні є невеликою. Оскільки Україна ще не отримала статусу кандидата на членство в ЄС, потрібно зосередитися на можливому виборі напрямків монетарної політики

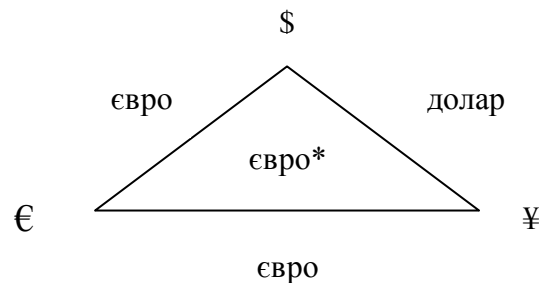
та системи валютного курсу для України до моменту приєднання до ЄС. Можливості вибору складаються з системи фіксованого курсу (включаючи систему “currency board”) та номінально гнучких валютних курсів (повзуча прив’язка, кероване плавання).



а) Нинішній статус долара як провідної валюти світу



б) Посилення євро



в) Сильне євро

* У середині трикутника відображено провідну валюту, за допомогою якої виконується більшість усіх розрахунків.

Рис.3.8. Зростання ролі євро у міжнародних розрахунках.

Як свідчить аналіз досвіду країн, у яких застосовується режим валютного бюро, впроваджувати цю модель монетарного устрою спонукає значна інфляція, недовіра населення до свого центрального банку, недостатній обсяг заощаджень та інвестицій і, як наслідок, відсутність стабільного економічного зростання.

Позитивною рисою запровадження “currency board” є зміцнення фінансової дисципліни в умовах, коли уряд дискредитував свою монетарну політику. Однак застосування цього режиму у разі відсутності структурних передумов – дуже дорога плата за відновлення довіри населення та суб’єктів господарювання. Впровадження цієї моделі монетарного устрою в Україні має такі негативні сторони:

- необхідність значної попередньої (перед фіксингом) девальвації національної валюти нижче рівня курсу рівноваги з метою компенсації майбутньої девальвації та девальваційних очікувань. Унаслідок підвищується небезпека імпорту інфляції та збільшується вартість обслуговування зовнішнього боргу;

- значна реальна ревальвація гривні у майбутньому внаслідок зовнішніх та внутрішніх шоків, яка призведе до зниження конкурентоспроможності вітчизняного експорту. Компенсувати її за рахунок інших факторів за сучасного стану економіки без структурної її перебудови немає змоги;

- загроза скорочення валютного ринку внаслідок запровадження 100%-го продажу резидентами експортних надходжень. У цьому випадку знову ж таки не уникнути неповернення валютної виручки та відпливу капіталу, а відтак існує ймовірність виникнення паралельних ринків та множинних валютних курсів;

- втрата центральним банком можливості підтримувати ліквідність банківської системи у разі банківської кризи, оскільки валютному комітету заборонено позичати гроші комерційним банкам (додаток АЕ);

- неможливість підтримувати структурні пріоритети вітчизняного виробництва через механізми банківського фінансування;

- перешкоди щодо диверсифікації національного експорту. Даний режим прийнятний для малих відкритих економік із вузьким переліком традиційних статей експорту, обсяги якого в країну (країни), до валюти (валют) якої (яких) здійснюється прив’язка, мають складати за рекомендаціями МВФ не менше половини від загального обсягу. Це є передумовою для включення їх у ширшу валютну зону. У цьому контексті запровадження системи валютного

правління в Україні означатиме остаточну втрату ринків СНД. Режим фіксованого курсу на тривалу перспективу має сенс лише тоді, коли інфляційний диференціал між внутрішньою інфляцією та інфляцією в країнах-торговельних партнерах може бути зведена до нуля;

- деформація структури національної банківської системи (переваги отримують банки з іноземним капіталом). Наприклад, у Литві майже не залишилось місцевих банків без участі іноземного капіталу;

- проблематичність зміни режиму у майбутньому, обумовлена інституційним характером його запровадження (для впевненості у тому, що система вводиться на тривалий час, її оформляють переважно законом про центральний банк) та загрозою різкої девальвації обмінного курсу після його відміни внаслідок накопичених в економіці значних диспропорцій. Ймовірними варіантами “виходу” з цього режиму є запровадження колективної валюти (наприклад, євро) або безпосереднє застосування іноземної валюти як засобу платежу;

- коливання грошової маси, обсягів банківського кредиту та процентних ставок через приплив та відплив іноземної валюти. Наслідок – зростання безробіття, кількості банкрутств, посилення циклічних коливань у економіці;

- відсутність в Україні альтернативних кредитних інститутів та джерел інвестування (приватних пенсійних, страхових фондів, фондових бірж, можливості самофінансування через транснаціональні фінансово-промислові групи тощо). Саме такі альтернативи забезпечували (до азіатської кризи) ефективність режиму валютного правління у Сінгапурі та Гонконгу.

Т. Вахненко у своєму дослідженні щодо валютно-курсової політики в Україні стверджує, що фіксація обмінного курсу гривні щодо долара в умовах послаблення його курсової позиції на світових ринках фактично спричинила істотну девальвацію обмінного курсу гривні як щодо валют провідних країн світу, так і щодо валют країн – торгових партнерів України.

Як свідчать дані табл. 3.12 за період 2002 р. – 9 місяців 2004 р. обмінний курс долара щодо євро девальвував на 16,3%, а щодо СПЗ (спеціальних прав запозичення) – на 35%. У таких умовах орієнтованість валютно-курсової політики в Україні на підтримання стабільного співвідношення між долларом і гривнею фактично призвела до посилення нестабільності курсу гривні щодо валют індустриальних країн. Упродовж 2002 р. – 9 місяців 2004 р. номінальний обмінний курс щодо СПЗ девальвував на 17,1%, а щодо євро – на 41%.

Таблиця 3.12 [53, с. 29]

Обмінні курси долара щодо євро і щодо СПЗ у 2001-2004 рр.

Курс станом на	долар/СПЗ	долар/євро
01.04.2002.....	1,25150	0,88084
01.07.2002.....	1,32431	0,99129
01.10.2002.....	1,32393	0,98610
01.01.2003.....	1,35766	1,04460
Зміна за 2002 р. (%).....	8,0	16,1
01.04.2003.....	1,37345	1,08910
01.07.2003.....	1,40767	1,15430
01.10.2003.....	1,42700	1,16709
01.01.2004.....	1,48578	1,25920
Зміна за 2003 р. (%).....	9,4	20,5
01.04.2004.....	1,48700	1,23200
01.07.2004.....	1,45754	1,20510
01.10.2004.....	1,46899	1,23925
Зміна за 9 місяців 2004 р. (%)	-1,1	-1,6
Кумулятивна зміна за 2002-2004 рр. (%).....	16,3	35,0

Аналогічний вигляд має траєкторія РЕОК (реального ефективного обмінного курсу) гривні. За розрахунками І.В. Крюкової, протягом 2001 р.- І півріччя 2004 р. девальвація РЕОК становила 15,8%, а протягом 2002 р. – І півріччя 2004 р. – 22,9% [104].

Як базову валюту для моніторингу курсових співвідношень і коригування небажаних цінових перекосів Т. Вахненко пропонує використовувати СПЗ, а не доллар, курсова позиція якого характеризується високою нестабільністю. Курс СПЗ визначається на основі “кошика валют”, який складається з євро, долара, японської ієни та англійського фунта. А тому використання СПЗ як валюти прив’язки гарантуватиме українській гривні рівномірне підвищення її купівельної спроможності щодо валют провідних країн світу.

На основі проведеного дослідження Т. Вахненко стверджує, що цільовий показник рівня відносних цін для України має перебувати на рівні близько 30%. Ревальвація РОК з метою його наближення до вказаного цільового орієнтира забезпечуватиме подолання фінансово-економічних деформацій, пов'язаних із заниженням курсу національної валюти і гарантуватиме певний запас міцності для уникнення потрясінь на валютному ринку.

У табл. 3.13 подано результати розрахунків бажаної динаміки РОК до 2009 р. для досягнення цільового показника рівня відносних цін. Ревальвація РОК із річними темпами 6,7-10,9% скорочуватиме розрив між зовнішніми і внутрішніми цінами в Україні та сприятиме досягненню економічно обґрунтованого рівня обмінного курсу, що, у свою чергу, створюватиме умови для збалансованого розвитку національного виробництва.

Таблиця 3.13 [53, с. 34]

**Цільові орієнтири для валютно-курсової політики
в Україні на 2005-2009 рр.**

Роки	Цільове значення рівня відносних цін (%)	Реальний курс гривня/СПЗ (на кінець року)	% ревальвації РОК гривня/СПЗ (за рік)
2004	20	7,75	-
2005	22	6,91	10,85
2006	24	6,33	8,33
2007	26	5,85	7,69
2008	28	5,43	7,14
2009	30	5,07	6,67

Теоретично досить привабливою здається ідея кошика валют. Більшість країн стикається з проблемою кількості валют та розрахунку питомої ваги кожної з них у кошику. Наприклад, проблема вибору номінального якоря стоїть перед всіма країнами Перської затоки, що сподіваються на експортно-орієнтоване зростання: Бахрейн, Кувейт, Катар, Саудівська Аравія та ОАЕ. До 2003 р. перераховані нафтові експортери фіксували обмінні курси своїх валют до корзини. На нашу думку, структура валютної корзини повинна вирішувати відразу декілька завдань: забезпечувати зовнішню та внутрішню стабільність (низьку волатильність валютного курсу та інфляції), а також підтримувати конкурентноздатний експорт та стійке економічне зростання.

На думку фінансового директора Black Sea Trade and Development Bank Андрія Вернікова, “.. чим простіша конструкція кошика валют, тим надійніша. Але тоді доцільніше було б (щоб захеджуватися від усіх можливих ризиків) включити до нього не дві, а більше валют ” [163, с. 15]. Наприклад, російські фахівці, враховуючи усі риси ефективного курсу рубля, розрахували, що “бівалютний індекс буде максимально наближений до ефективного кошика, а навіть повторяти його динаміку на 80%, якщо частка євро складатиме 78%, а долар – 22%”. Проте, фактично Банку Росії доведеться здійснити революцію та переорієнтувати грошовий ринок з долара на євро [139, с.31].

Серед прихильників двоякої природи валютного кошика є економісти Національного банку України. На думку директора департаменту економічного аналізу та прогнозування НБУ О. Петрика “...спочатку Україна може дозволити коливатися гривні у ширшому коридорі або прив’язати її до кошика валют (скажімо, долара та євро), а не лише до долара” [165, с. 6]. Протягом останнього періоду вплив євро на вітчизняний ринок постійно зростає (табл.3.14).

Таблиця 3.14

Роль євро у вітчизняній економіці

Функція грошей	Приватний сектор	Державний сектор
Міра вартості	В імпортному сегменті споживчого ринку ціноутворення орієнтується на курси іноземних валют. На курс євро зв’язане ціноутворення близько 30% ринку автомобілів та приблизно 10-20% роздрібно споживчого ринку	НБУ розглядає можливість переходу від стабілізації гривні до бівалютного кошика євро-долар
Засіб платежу	На єдину європейську валюту припадає 10% угод на міжбанківському валютному ринку. Приблизно 10-20% зовнішньоторгових угод укладається в євро	Влада не використовує євро у якості валюти інтервенцій, проте 16% зовнішнього боргу України деноміновано у європейській валюті
Засіб нагромадження	Євро є однією із основних валют для нагромадження заощаджень, на нього припадає 12% обороту ринку готівкової валюти. На відміну від долара, євро є не стільки валютою трансакцій, як засобом заощадження. У євро деноміновано приблизно 10% депозитів вітчизняної банківської системи	За приблизними даними частка євро у золотовалютних резервах Національного банку України складає

По-перше, за ці роки експорт з України до ЄС зріс до 2,5 млрд. євро. Після приєднання до ЄС нових країн із Центральної та Східної Європи на західного партнера України буде припадати приблизно 40% зовнішньоторгового обороту (табл. 3.15). По-друге, повільно, проте впевнено приватний сектор нарощує обсяги зовнішніх позик в євро. По-третє, 57% прямих інвестицій надійшло у вітчизняну економіку з Європи. Німеччина, Нідерланди та Австрія виступають найбільшими кредиторами в Україні. По-четверте, євро завойовує позиції у гаманцях громадян. Хоча частка євро у банківських вкладах все ще є незначною – приблизно 10% депозитів, попит на нього має цікаві характерні особливості. За оцінками банкірів, на відміну від долара, попит на який коливається залежно від обмінного курсу, населення стримано реагує на волатильність курсу гривня-євро, стабільно збільшуючи нагромадження у європейській валюті. Таким чином, хоча вплив на внутрішній ринок євро ще неможливо порівняти з долларом, ігнорувати коливання курсу євро-доллар більше не можна.

Таблиця 3.16 [170, с. 33]

Розподіл зовнішньої торгівлі товарами і послугами по географічних регіонах, млн. дол. США

Регіони	Експорт				Імпорт			
	1 кв. 2004 р.		1 кв. 2005 р.		1 кв. 2004 р.		1 кв. 2005 р.	
	млн. дол. США	% до заг. обсягу	млн. дол. США	% до заг. обсягу	млн. дол. США	% до заг. обсягу	млн. дол. США	% до заг. обсягу
Товари і послуги	8783	100	10172	100	7518	100	8864	100
СНД	2446	27,8	3046	29,9	3783	50,3	4090	46,1
Росія	1753	20,0	2185	21,5	2633	35,0	2921	33,0
США	317	3,6	325	3,2	222	3,0	264	2,6
ЄС (25 країн)	3004	34,2	2822	27,7	2295	30,5	2759	31,1

Для України можливі два варіанти переходу до гнучкішого обмінного курсу за умови дотримання пріоритетної цілі монетарної політики – визначеного рівня інфляції: прискорена та уповільнена стратегія. Прискорена стратегія застосовується, як правило, країнами, що використовують фіксований курс, мають значні обсяги припливу капіталу та відчувають загрозу інфляційного тиску. Стратегія полягає у тому, щоб одразу запровадити режим із коливанням курсу у дуже широкому діапазоні. Позитивні сторони такої стратегії полягають у

тому, що вона надає більше можливостей щодо вибору монетарної політики та полегшує управління обмінним курсом через інтервенції. Проте, існує значний ризик втрати довіри та посилення невизначеностей для усіх учасників ринку, з огляду на нерозвиненість форвардних ринків та хеджування. Впровадження такої стратегії потребує високої кваліфікації та значно більших технічних можливостей від персоналу у процесі реалізації незалежної монетарної політики.

Уповільнена стратегія, тобто поступовий відхід від режиму прив'язки, застосовується у разі, коли немає потреби негайно долати кризи, пов'язані з обмінним курсом, проте, вона застосовується впродовж відносно короткого періоду, як правило, - декількох років. Встановлення валютного коридору суттєво обмежує монетарну політику і вимагає готовності до проведення інтервенцій на його підтримку. Наближення курсу до однієї з виділених меж (найчастіше верхньої) провокує валютних спекулянтів до активізації атак на валюту для отримання надприбутків (оскільки “пробиття” межі вимагатиме встановлення нового коридору, а отже, й пошуку нового рівноважного рівня, який може значно відрізнятись від попереднього, що, тим самим, може принести арбітражні доходи у короткотерміновій перспективі). Однак, незважаючи на негативи цієї стратегії, її реалізація потребує менше технічних можливостей для здійснення ефективного управління та існує менше ризиків в умовах нерозвиненості ринків, контролю за переміщенням капіталу і недостатнього рівня управління ризиками, що зменшує надлишкову волатильність обмінного курсу та пов'язану із цим невизначеність.

Сьогодні основним інструментом монетарної політики в Україні є валютний курс. Запровадження режиму більшої гнучкості курсу поступово позбавлятиме його цієї ролі в ситуації, коли інші інструменти ще недостатньо ефективні (зокрема, рівень облікової ставки НБУ сьогодні дуже слабо впливає на економіку). Тому до моменту, коли головний інструмент монетарної політики (ним повинна бути відсоткова ставка, а стратегічною ціллю має стати показник інфляції) стане добре розвинутим, обмінний курс повинен відігравати важливу роль. Проте, його слід певною мірою модифікувати: застосувати прив'язку до кошика валют або допустити більшу волатильність відносно долара у широкому

діапазоні. Широкий коридор може допомогти НБУ проводити незалежнішу монетарну політику і спростити управління шляхом інтервенцій, однак ширина коридору не повинна переглядатися надто часто. Наприклад, у Чилі на першому етапі межі коридору становили $\pm 12\%$, на другому - $\pm 12,5\%$, після 8 років запровадження коридору перейшли до режиму вільного плавання.

Розгляд проблеми більшої гнучкості обмінного курсу дуже часто поєднують із необхідністю більшої лібералізації потоків капіталу, хоча концептуально це два різних питання. Деякі країни почали лібералізацію потоків капіталу, підтримуючи фіксовані курси, що підвищувало ризики у разі недостатньої розвину тості фінансових ринків. Відкритість до припливу короткострокового капіталу за умови, коли внутрішня макроекономічна політика не повною мірою відповідає вимогам режиму фіксованого курсу, стала головним чинником валютних і фінансових криз у низці країн (1994 р. – у Мексиці, 1997 р. – в країнах Азії, 1998 р. – в Росії та Бразилії). Кращі макроекономічні досягнення демонстрували економіки, які запроваджували гнучкі обмінні курси до лібералізації своїх капітальних рахунків, особливо у разі нерозвину тості власного фінансового ринку.

Сьогодні українські посадовці, намагаючись пом'якшити тиск у бік зміцнення гривні у разі утримання курсу (можливо, із незначною ревальвацією), будуть змушені крок за кроком відмінити елементи контролю як за потоками капіталу, так і за операціями поточного рахунку (додаток АЄ).

В Україні протягом останніх років валютне регулювання було спрямоване на запобігання відпливу капіталів та залучення в країну іноземних інвестицій. За даними Держкомстату, обсяг прямих іноземних інвестицій в Україну на 1 липня 2005 р. сягнув 9039 млн. доларів США, що становить лише 190,6 доларів на одного мешканця країни (для порівняння: у країнах Східної Європи обсяги прямих іноземних інвестицій на одного мешканця коливаються від 3603 доларів у Чехії до 1191 долара у Польщі) (додаток III). Хоча майже 10570 українських підприємств мають у своїх активах іноземні інвестиції, частка прямих іноземних інвестицій у фінансуванні нагромадження їх капіталу є незначною і становить

приблизно 5%. Такі невеликі обсяги прямих іноземних інвестицій свідчать про низьку привабливість інвестиційного клімату в Україні. Широкомасштабному залученню іноземних інвестицій, на нашу думку, перешкоджають:

- громіздка (близько 70 нормативних і законодавчих актів)правова база і щорічна зміна законодавства, яким регулюються інвестиційні процеси;
- недосконалість національного інвестиційного менеджменту;
- фіскальний характер вітчизняної податкової системи;
- відсутність дієвої системи страхування іноземних інвестицій;
- недостатньо ефективна координація дій між державними структурами у цій галузі;
- неготовність керівників українських підприємств до ефективного використання інвестицій.

Гальмує інвестиційний процес брак консалтингових та інформаційних фірм, недосконалість системи бухгалтерського обліку. Не відпрацьовано питання щодо вирішення конфліктних ситуацій, які виникають між вітчизняними та іноземними суб'єктами інвестиційної діяльності. В Україні бракує інвестиційних банків.

Проте обсяги відпливу капіталу з України були досить значними. За оцінками Державної податкової адміністрації України, з 1996 до 2001 р. з України вивезено близько 20 млрд. доларів, а експерти НБУ вважають, що швидкість відпливу абсолютної ліквідності з країни становить близько 2 млрд. доларів на рік. Приблизні масштаби відпливу капіталів “сірими” каналами протягом 2002 р.– I півріччя 2005 р. демонструє сальдо за статтею платіжного балансу “Помилки та упущення” (рис.3.8): протягом 2002-2003 рр. воно досягло майже 1,8 млрд. доларів, істотно скоротившись у 2004-2005 рр.

Великий обсяг відпливу капіталу з України спричинив хронічно від’ємне сальдо фінансового рахунку платіжного балансу, ставав на заваді активізації інвестиційного процесу. Тому для стримування втечі капіталу Національний банк України активно застосовував низку заходів валютного регулювання, серед яких зауважимо такі:

- встановлення нормативу обов'язкового продажу валютної виручки експортерів;
- запровадження жорстких правил купівлі іноземної валюти на міжбанківському ринку при виведенні інвестицій з країни;
- підтримання стабільного обмінного курсу;
- заборона купувати і продавати валюту протягом однієї торгової сесії;
- формування нормативної бази для недопущення виведення капіталу з країни за "сірими" схемами, зокрема запровадження контролю за видачею комерційними банками кредитів в іноземній валюті та за розміром середньозваженої ставки, за якою реєструються угоди резидентів на залучення іноземних кредитів; встановлення обмеження на оплату послуг закордонних партнерів; контроль за переказом коштів для купівлі-продажу цінних паперів та запровадження системи ліцензування такої діяльності; затвердження порядку узгодження страховими компаніями з Державною комісією регулювання ринків фінансових послуг договору перестраховування для купівлі валюти через банки.

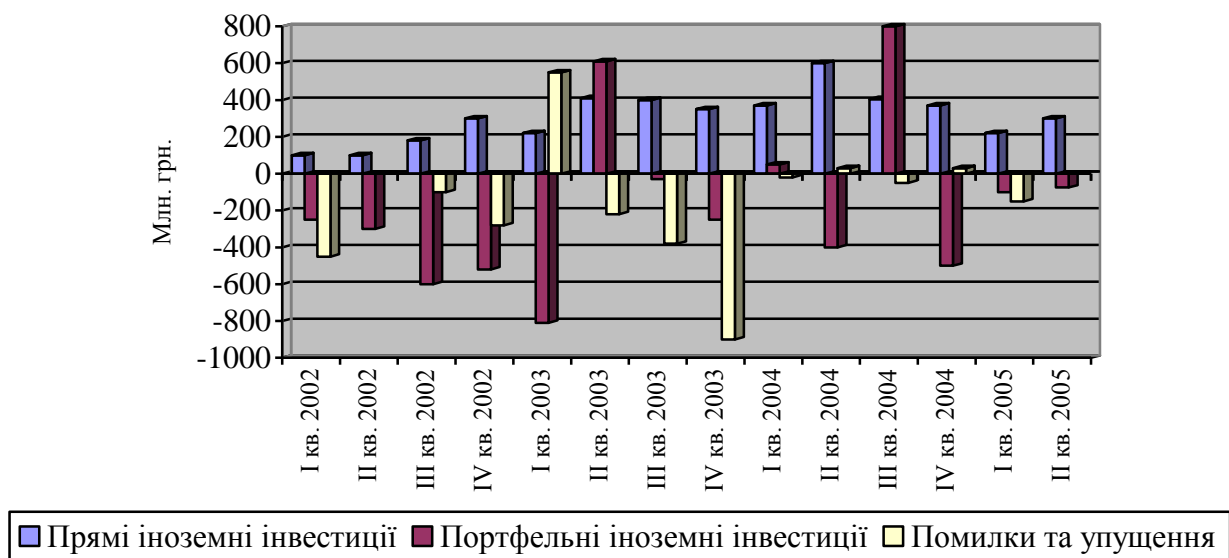


Рис. 3.8. Обсяги прямих і портфельних інвестицій, сальдо статті "Помилки та упушення" протягом 2002-I півріччя 2005 рр., млн. грн.

Водночас зауважимо, що проблема втечі капіталу є досить складною, а її вирішення потребує комплексного підходу. Розв'язати її за допомогою тільки важелів валютного регулювання неможливо, оскільки ключову роль у запобіганні

відпливу фінансових ресурсів відіграють економічні стимули, що залежать від інвестиційного клімату в країні. Тому лише за макрофінансової стабілізації повною мірою виявився позитивний стабілізуючий ефект діючої в Україні системи валютного регулювання, що відбилось у поступовому збільшенні прямих іноземних інвестицій за скорочення відпливу капіталів, поліпшенні стану платіжного балансу, прискореному нарощуванні міжнародних резервів.

Якщо розглядати достатність міжнародних валютних резервів за показниками забезпечення обсягів імпорту й обсягів імпорту майбутнього періоду, то виявимо, що в Україні вони є одними з найнижчих (додатки АЄ, АЖ). Незважаючи на значні темпи нарощування протягом останніх років міжнародних валютних резервів, наша країна все ще не досягла такого їх рівня, який би забезпечував повну стабільність економіки, довільний вибір валютно-курсової політики та надійний захист від зовнішніх шоків.

Що стосується послідовності проведення валютної лібералізації, то зняття обмежень на здійснення прямих інвестицій повинно передувати лібералізації руху короткострокового капіталу, а пом'якшення валютного контролю за відпливом та припливом капіталів доцільно здійснювати з огляду на стан платіжного балансу, рівень золотовалютних резервів, обсяги зовнішньої заборгованості країни та ситуацію на світових фінансових ринках. В окремих країнах, залежно від стану зазначених показників, відповідним чином коригувався порядок лібералізації контролю за рухом капіталів. Наприклад, у Таїланді лібералізація припливу іноземних капіталів (1985-1986, 1990-1995 рр.) передувала зняттю обмежень на відплив капіталів (1990-1992 рр., 1994 р.); таким же порядком лібералізації руху капіталів був у Індії. Натомість у Бразилії протягом 1993-1997 рр. та в Чилі у 1999 р. зберігалися жорсткі обмеження на приплив іноземного капіталу за досить ліберального порядку його виведення з країни.

Отже, досвід країн із трансформаційною економікою (зокрема, Малайзії, Іспанії, Таїланду, Румунії, Росії, Венесуели тощо) свідчить: у малій відкритій економіці, якою є й українська, найефективніша валютна політика – поєднання лібералізації регулювання руху валютних цінностей за окремими статтями

платіжного балансу зі збереженням вибіркового валютного контролю щодо обсягів і структури таких видів короткострокових іноземних капіталів, які мають боргову природу, а саме: портфельних інвестицій та депозитів нерезидентів, розміщених у національних банках, а також зовнішніх запозичень національних підприємств і банків. Застосування цих обмежень спрямоване на збереження макрофінансової стабільності шляхом компенсації зменшення прямого державного втручання у функціонування валютної сфери посиленням державного контролю за спекулятивними потоками капіталів і процесами поширення нових фінансових інструментів. При цьому перевага надається формам валютного регулювання, спрямованим на економічне дестимулювання, а не на адміністративну заборону окремих видів валютних операцій. Це дає змогу впливати на функціонування валютного ринку, не руйнуючи його механізмів. До них належать, насамперед, резервування та встановлення “податку Тобіна”.

Можливість прискорити завдяки валютній лібералізації розвиток валютно-фінансової сфери країни, створити умови для оптимальнішого розподілу фінансових ресурсів у найефективніші сфери економічної діяльності послабити залежність динаміки інвестиційного процесу від обсягу внутрішніх заощаджень набуває особливо великого значення в умовах обмеженості власних фінансових ресурсів українських підприємств і недостатності бюджетних коштів для забезпечення структурних змін в економіці. Водночас вагомість негативних проявів лібералізації спонукає до вельми обережного просування у цьому напрямі.

Тому, враховуючи світовий досвід, теоретичні та практичні переваги та недоліки лібералізації валютного регулювання для України однією з фундаментальних запобіжних дій проти можливих валютних і фінансових криз є дотримання чіткого порядку: спочатку перехід до більшої гнучкості обмінного курсу, а потім – поступова лібералізація контролю за рухом капіталу. Це питання стало ще актуальнішим після проголошення стратегічного напрямку на інтеграцію у Європейське співтовариство. У процесі все більшого зближення з ЄС зростатиме приплив як прямих іноземних інвестицій, так і короткотермінового

капіталу (з урахуванням довгострокового тренду на реальне зміцнення гривні, у тому числі і через спред у відсоткових ставках України та ЄС). Але майбутнє членство в ЄС повинно супроводжуватися лібералізацією руху капіталу, оскільки вільне переміщення капіталу є одним із головних принципів об'єднаної Європи.

Висновки до розділу 3

Розглядаючи перспективи удосконалення механізму реалізації валютної політики НБУ в умовах перехідного періоду на основі досвіду розвинутих країн слід зазначити:

1. Світовий досвід у сфері валютного регулювання і валютного контролю переконує, що режим валютних обмежень застосовували практично усі без винятку країни. Валютний контроль у різних країнах характеризувався посиленням під час війн та фінансових криз, з поступовим його пом'якшенням у період стабільності. Така тенденція характерна і для країн з перехідними економіками, в тому числі й до України.

2. Аналіз застосування валютного регулювання і контролю як розвинутими, так і країнами, що розвиваються свідчить, що у більшості країн все ще зберігаються численні обмеження правового чи фактичного порядку, які ускладнюють або забороняють обмін національної валюти на іноземну, а також обмежують перевезення національної валюти за кордон.

3. Напрямки розвитку світового фінансового ринку і світової економіки, які визначилися наприкінці 1990-х рр. і визначатимуть розвиток на початку нового тисячоліття, являють собою базові підвалини модифікації валютного регулювання і контролю, їх можна конкретизувати таким чином: тенденція до утворення валютних блоків (зон) навколо провідних валют; зменшення ролі монетарних факторів у формуванні валютних курсів при значному посиленні ролі руху капіталів (фондових ринків); змінення тенденції до певної універсалізації умов участі у світовій валютній системі.

4. НБУ необхідно здійснювати лібералізацію валютного регулювання і контролю з метою поживлення ділової активності та глибшої інтеграції до

світових фінансових та товарних ринків. Хоча існує протиріччя між лібералізацією та жорстким контролем, що обумовлено причинами як політичними, так і економічними (низька конкурентоспроможність на зовнішніх ринках, слабка банківська система, недоінвестування економіки тощо). Наявність такого протиріччя накладає свій відбиток і на процеси нового етапу. Тому, на наш погляд, лібералізація заходів НБУ у сфері валютного регулювання і валютного контролю повинна здійснюватися поступово, адекватно ринковим перетворенням в економіці з умовою забезпечення виконання основного завдання НБУ в сфері валютних відносин - забезпечення стабільності обмінного курсу національних грошей.

Основні наукові результати розділу опубліковані у працях [190, 193, 196, 197, 202, 206].

ВИСНОВКИ

Дослідження діяльності центрального банку у системі валютного регулювання та валютного контролю дозволили обґрунтувати такі положення і висновки.

1. Зростаюча інтернаціоналізація та глобалізація господарського життя суспільства ставить усе в більшу взаємозалежність національні економіки від факторів зростання ролі валютної політики як інструмента економічної політики держави, позаяк порядок формування і динаміка валютного курсу безпосередньо впливають не лише на зовнішньоекономічну діяльність, але й на національну економіку загалом, оскільки варість національної валюти позначається на розвитку усіх галузей і секторів економіки.

2. Ефективність валютної політики в умовах перехідної економіки значною мірою залежить від її узгодженості з іншими напрямками державної економічної політики: грошово-кредитної, зовнішньоекономічної, бюджетної, податкової, інвестиційної. Неадекватна політика обмінного курсу спроможна лише посилити економічні труднощі, притаманні перехідному періодові. А відтак вибір її стратегії є необхідною умовою ефективної реалізації регулятивних функцій держави у валютній сфері.

3. Валютне регулювання є складовою валютної політики та способом державного регулювання валютних відносин з метою підтримання економічної стабільності та забезпечення економічної безпеки держави. Вітчизняна економічна наука не розглядала систему валютного регулювання та контролю як цілісний елемент економічного механізму. Однак валютне регулювання у широкому розумінні має всі ознаки самостійної системи відносин, яка має мету, завдання, механізм реалізації, що включає як інституціональний, так і інструментарний аспекти, й уособлює елементи контролю за процесом досягнення поставленої цілі.

4. Центральний банк є найдієвішим органом регулювання валютних відносин в країні, що лише підкреслює його значення у сучасній системі регулювання економіки відкритого типу. При цьому однією з головних переваг

такої моделі регулювання є те, що центральний банк має найкращі можливості здійснювати його комплексно, системно, що обумовлено наявністю у його розпорядженні інструментів різного характеру й типу. Сучасні центральні банки володіють досить потужним інструментарієм, з допомогою якого вони спроможні ефективно впливати на внутрішній валютний ринок та валютні відносини в країні в цілому. Центральний банк, незважаючи на сучасні лібералізаційні тенденції, в ринковій економіці виступає ключовим та необхідним регулятором валютної сфери.

5. Політика центрального банку повинна бути незалежною, чіткою та передбачуваною, спрямованою на забезпечення цінової стабільності. Центральні банки повинні бути активними провідниками реформ у фінансовому секторі, повинні мати конституційну і законодавчу основу незалежності та самостійності, а також забезпечувати фінансову стабільність та національну фінансову безпеку.

6. Національний банк володіє широким спектром інструментів регулювання валютних відносин, які є об'єктом особливої пильної уваги з боку держави. В цілому ж можна стверджувати, що НБУ сформував досить жорстку й ефективну систему валютного регулювання, яка поєднує у собі як економічні, так і адміністративні важелі. Під час кризових явищ в економіці центральний банк здебільшого використовує адміністративні заходи. Це пов'язано з тим, що валюти країн з перехідною економікою значною мірою схильні до девальвації і короткострокових коливань курсу, який залежить від пропозиції іноземної валюти на внутрішньому валютному ринку, рівновага якого потребує значних зусиль з боку монетарної влади. Такі зусилля і виявляються в обмеженнях різного характеру.

7. Сучасна парадигма глобалізації ґрунтується на пріоритетності лібералізації валютних відносин як однієї з базисних характеристик нової глобальної економіки. Водночас, за недостатнього рівня розвитку української грошово-кредитної системи та вразливого валютного ринку, НБУ повинен концентрувати свої зусилля на розвитку та вдосконаленні системи валютного регулювання, а не на цілковитому скасуванні регулятивного впливу та контролю

за валютними операціями. Доцільно розвивати саме економічні інструменти валютного регулювання в Україні на перспективу, однак Національний банк повинен залишати за собою право на застосування певних адміністративних методів та інструментів управління валютними відносинами з метою запобігання валютних криз.

8. Одним із найперспективніших напрямків валютної лібералізації є комплексна лібералізація внутрішнього валютного середовища, що дало б змогу сформувати сприятливі економічні та регулятивно-правові умови для здійснення валютних операцій, посилити ринкові засади курсоутворення, зокрема, підвищення прозорості функціонування валютного ринку, удосконалення механізмів та правил втручання НБУ у його діяльність; подальший розвиток системи інструментів страхування від валютних ризиків, удосконалення регулятивного та інституційного аспектів функціонування строкового ринку з метою створення прозорих умов для здійснення валютних операцій з капіталом.

9. Вибір режиму валютного курсу та ступінь мобільності капіталів визначають характер механізмів забезпечення економічної безпеки держави. Вільний рух капіталу сприяє більш ефективному розподілу фінансових ресурсів та прискоренню темпів економічного розвитку за рахунок залучення іноземного капіталу в період інтенсивного росту. З припливом капіталу у формі прямих інвестицій пов'язані інновації та технологічний процес. Проте в умовах недосконалості ринкових механізмів та слабкості ринкових інститутів зростаюча мобільність капіталу може багатократно посилити існуючі в національній економіці диспропорції. Тому ефективний контроль за рухом капіталу є необхідним, що перешкоджатиме проникненню спекулятивного іноземного капіталу на внутрішній ринок, дозволить змінити його структуру на користь довгострокових інвестицій та знизить обсяги відпливу національного капіталу з країни.

10. Важливим кроком на шляху лібералізації валютного регулювання є підвищення гнучкості обмінного курсу, що передбачає посилення ринкових засад у процесі його формування та сприятиме запровадженню стратегії таргетування

інфляції у сучасних умовах розвитку економіки України. Враховуючи світовий досвід, теоретичні та практичні переваги й недоліки лібералізації валютного регулювання для України однією з фундаментальних запобіжних дій проти можливих валютних та фінансових криз є дотримання чіткого порядку: спочатку перехід до більшої гнучкості обмінного курсу, а згодом – поступова лібералізація контролю за рухом капіталу.

Таким чином, теоретичне обґрунтування сутності та механізму валютного регулювання, а також визначення ключових практичних засад оптимізації системи регулювання валютної сфери дало змогу сформулювати у дисертації цілісну, ґрунтовну концепцію удосконалення функціонування системи валютного регулювання та валютного контролю в Україні, а також гармонізації її розвитку із завданнями щодо інтеграції України у світову економіку.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Закон України “Про банки і банківську діяльність” № 2121-III від 07.12.2000 р. (із змінами та доповненнями) // Законодавчі і нормативні акти з банківської діяльності. – 2001. - № 1.- С. 3-47.
2. Закон Української РСР “Про зовнішньоекономічну діяльність” від 16.04.1991 р. № 959-XII // www.rada.kiev.ua.
3. Закон України “Про Національний банк України” № 679-XIV від 20.05.1999 р. (із змінами та доповненнями) // Урядовий кур’єр. – 1999. - № 120-121. – С. 1-9.
4. Порівняльна таблиця до проекту Закону “Про валютне регулювання” (друге читання) // www.rada.kiev.ua.
5. Порівняльна таблиця до проекту Закону України “Про створення сприятливих умов для розміщення валютних та інших майнових цінностей в Україні та недопущення їх відпливу за кордон” № 3406- 1 (друге читання) // www.rada.kiev.ua.
6. Декрет Кабінету Міністрів України “Про систему валютного регулювання і валютного контролю” від 19.02.1993 р. № 15-93 із змінами // Іноземна валюта в Україні (Збірник систематизованого законодавства). – К.: ЗАТ “Видавництво “Бліц-Інформ”, 2001. - № 13. – С. 24-30.
7. Інструкція про порядок організації та здійснення валютно-обмінних операцій на території України, затвердженої постановою Правління НБУ від 12.12.2002 р. № 502 із змінами // www.rada.kiev.ua.
8. Положення про валютний контроль, затверджене постановою Правління НБУ від 08.02.2000 р. № 49 із змінами // www.rada.kiev.ua.
9. Положення про встановлення офіційного курсу гривні до іноземних валют та курсу банківських металів, затвердженого постановою Правління НБУ від 12.11.2003 р. № 496 // Законодавчі і нормативні акти з банківської діяльності. – 2004. - № 1. – С. 36-37.
10. Положення про здійснення уповноваженими банками операцій з банківськими металами, затвердженого постановою Правління НБУ від 06.08.2003 р. № 325 // www.rada.kiev.ua.

11. Положення про зупинення операцій, арешт та примусове списання коштів в іноземних валютах та банківських металів, затвердженого постановою Правління НБУ від 03.12.2003 р. № 515 // Законодавчі і нормативні акти з банківської діяльності. – 2004. - № 4. – С. 4-10.

12. Положення про порядок видачі резидентам індивідуальних ліцензій НБУ на переказування іноземної валюти за межі України з метою оплати валютних цінностей, затвердженого постановою Правління НБУ від

13. Положення про порядок здійснення банками операцій за гарантіями в національній та іноземних валютах, затвердженого постановою Правління НБУ від 15.12.2004 р. № 639 // Законодавчі і нормативні акти з банківської діяльності. – 2005. – № 2. – С. 141-.

14. Положення про порядок іноземного інвестування в Україну, затвердженого постановою Правління НБУ від 10.08.2005 р. № 280 // Законодавчі і нормативні акти з банківської діяльності. – 2005. - № 9. – С. 34-38.

15. Положення про порядок отримання резидентами кредитів, позик в іноземній валюті від нерезидентів і надання резидентами позик в іноземній валюті нерезидентам, затвердженого постановою Правління НБУ від 17.06.2004 р. № 270 із змінами // www.rada.kiev.ua.

16. Правила вивезення з України і ввезення в Україну уповноваженими банками національної та іноземної валюти, банківських металів, бланків чеків, затверджених постановою Правління НБУ від 06.08.2003 р. № 753/8074 із змінами // www.rada.kiev.ua.

17. Правила проведення Торговельної сесії та здійснення окремих операцій, пов'язаних з купівлею-продажем іноземних валют та банківських металів, затверджених постановою Правління НБУ від 10.08.2005 р. № 281// Законодавчі і нормативні акти з банківської діяльності. – 2005. - № 9. – С. 59-61.

18. Правила торгівлі іноземною валютою, затверджено Постановою Правління НБУ від 10.08.2005 р. № 281 // Законодавчі і нормативні акти з банківської діяльності. – 2005. - № 9. – С. 40-58.

19. Адамик Б.П. Національний банк і грошово-кредитна політика: Навчальний посібник. – Тернопіль: Карт-бланш, 2002. – 278 с.
20. Алексеев А. Сім великих “страусів”. Лідерам світової економіки не завадило б як слід замислитися на її майбутнім // www.zn.kiev.ua/ie/show/492/46366.
21. Алисов Е.А. Правовое регулирование валютных отношений в Украине. – Х.: Фирма “Консум”, 1998. – 142 с.
22. Артемов Н.М. Валютные ограничения. – М.: ООО “Профобразование”, 2001. – 105 с.
23. Бакун О. Лібералізація руху капіталу в країнах із перехідною економікою // Вісник НБУ. – 2001. - № 12. – С. 41-45.
24. Баландин А. Валютный fine tuning // Валютный спекулянт. – 2005. - № 3. – С. 24-26.
25. Балацкий Е. Факторы формирования валютных курсов: плюрализм моделей, теорий и концепций // Мировая экономика и мировые отношения. – 2003. - № 1. – С. 46-58.
26. Барановський О. Валютна безпека // Вісник НБУ. – 1998. - № 8. – С. 18-21.
27. Барановський О. Ситуацію виправлено, але не забуто // Вісник НБУ. – 2004. - № 11. – С. 22-25.
28. Басов А.И. Валютный компонент золотовалютных резервов // Финансы и кредит. – 2002. - № 24. – С. 34-38.
29. Бегг Д, Джавацци Ф., Выпловш Ч. Вопросы формирования валютной политики ЕВС // Вопросы экономики. – 1999. - № 1. – С. 33-50.
30. Бездітко Ю.М., Мануйленко О.О., Стасюк Г.А. Валютне регулювання: Навчальний посібник. – Херсон: ОЛДІ-плюс, 2004. – 272 с.
31. Белінська Я. Можливості і наслідки валютно-фінансової лібералізації в Україні // Вісник НБУ. – 2006. - № 1. – С. 28-34.
32. Береславская Е. Курсовая политика НБУ и ее влияние на социально-экономические процессы в Украине // Финансовые риски. - 2005. - № 1. – С. 34-36.
33. Береславська О. Інтервенції на валютних ринках як інструмент курсової та грошово-кредитної політики // Вісник НБУ. – 2005. - № 10. – С. 36-40.

34. Береславська О.І. До питання щодо режиму продажу валюти господарюючими суб'єктами // Проблеми фінансово-кредитного регулювання в перехідній економіці: Зб. наук. пр. / НАН У-ни, Ін-т економіки. Редкол. А.І.Даниленко – К., 1996. – 109 с.

35. Бленк Д. Оцінка конкурентоспроможності України в умовах політичних змін // Дзеркало тижня. – 2005. - № 25. – С.

36. Боринець С.Я. Міжнародні валютно-фінансові відносини: Підручник. - К.: Т-во "Знання", КОО, 1999. - 305 с.

37. Боринець С.Я. Міжнародні фінанси: Підручник. – К.: знання-Прес, 2002. – 311 с.

38. Боринець С.Я. Розвиток сучасних грошово-валютних відносин (національний і міжнародний аспекти). – К.: Педагогіка, 1997. – 160 с.

39. Борисов С.М. Азбука обратимости или что надо знать о конвертируемости валют. – М.: Финансы и статистика, 1991. – 80 с.

40. Борисов С.М. Обязательная продажа экспортной выручки – 75 или 100 процентов? // Деньги и кредит. – 2000. - № 6. – С. 35-40.

41. Брыль Р. К чистым деньгам разными средствами // Украинская Инвестиционная Газета. – 2002. - № 40. – С. 4.

42. Буторина О. Международные валюты: интеграция и конкуренция. – М.: Издательский дом “Деловая литература”, 2003. – 368 с.

43. Буторина О. России нужна валютная стратегия // Финансист. – 2000. - № 11-12. – С. 60-68.

44. Бутук О. Валютний контроль і конвертованість валют // Банківська справа. – 2005. - № 1. – С. 45-53.

45. Бюлетень НБУ. – 2006. - № 9. – 189 с.

46. Валютная система современного капитализма (основные тенденции и противоречия) / Отв. ред. В.В. Рымалов. - М.: Мысль, 1976. - 271 с.

47. Валютное регулирование в системе государственного управления экономикой: Учебник / Под общ. ред. В. М. Крашенинникова. - М.: ЗАО "Издательство "Экономика", 2003. - 399 с.

48. Валютные проблемы капитализма на современном этапе / Отв. ред. С.Кодинов. - София: Изд-во Болгарской Академии наук, 1981. - 282 с.

49. Валютные режимы и экономические показатели развивающихся стран: Курс по финансовому программированию и макроэкономической политике. – К.: Ин-т МВФ, 1998. – Т. 3. – с.

50. Валютный портфель (Книга финансиста. Книга коммерсанта. Книга банкира) / Отв. Ред. Е.Д.Платонова, Ю.Б.Рубин. – М.: СОМИНТЭК, 1995. – 681 с.

51. Валютный рынок и валютное регулирование. Учебное пособие / Под ред. И. Н. Платоновой. - М.: Изд-во БЕК, 1996. - 475 с.

52. Васенко В.К. Валютне регулювання. – Суми: Вид-во “Довкілля”, 2003. – 210с.

53. Вахненко Т. Оптимізація валютно-курсової політики в Україні // Економіка України. – 2005. - № 1.- С. 28-35.

54. Вахненко Т. Фінансові ризики ревальвації номінального обмінного курсу // Вісник НБУ. – 2005. - № 5. – С. 19-22.

55. Волконский В.А., Корягина Т.И. Роль государства в современной экономике // Банковское дело. – 2005. - № 9. – С. 8-16.

56. Воронина В.Г., Дынникова О.В. Анализ позиций и мирового опыта в отношении либерализации валютных операций. Экономическая экспертная группа. – С. 1-27. // www.eeg.ru/publications.html.

57. Воронина В.Г., Надоршин Е.Р. Валютная политика Центрального банка: степень вмешательства в процесс курсообразования и последствия для экономики // Экономический журнал ВШЭ. – 2004. – № 1. – С. 56-80.

58. Гальчинський А. Макроекономічні та монетарні передумови політики зростання // Вісник НБУ. – 2004. - № 8. – С. 6-8.

59. Гаркуша В., Козляковская О. FATF-off. Рекомендации по избежанию ущерба в связи с введением санкций FATF // Компаньон. – 2003. - № 7. – С. 22-23.

60. Гриценко А. Стабільність грошової одиниці як ціль монетарної політики // Вісник НБУ. – 2002. - № 11. – С. 20-22.

61. Гриценко А., Кричевська Т. Монетарна стратегія: шлях до ефективної грошово-кредитної політики // Вісник НБУ. – 2005. - № 11. – С. 8-18.
62. Денежно-кредитная и валютная политика: научные основы и практика. Научный альманах фундаментальных и прикладных исследований. / Под ред. А. Г. Грязновой. - М.: Финансы и статистика. - 2003. - 296 с.
63. Державне регулювання економіки: Навч. посіб. / С.М.Чистов, А.Є.Никифоров, Т.Ф.Куценко та ін. – К.: КНЕУ, 2005. – 440 с.
64. Джимбинов К.Д., Проскурин А.М. Золотовалютные резервы: проблемы роста и размещения // Бизнес и банки. – 2004. - № 21. – С. 1-2.
65. Дзюблюк О.В. Організація грошово-кредитних відносин суспільства в умовах ринкового реформування економіки. - К.: Поліграфкнига, 2000. - 512 с.
66. Дзюблюк О.В. Проблеми оптимізації валютно-курсової політики в умовах перехідної економіки // Світ фінансів. – 2005. - № 3-4. – С. 15-20.
67. Домрачев В.М. Моделі формування монетарної політики: Монографія. – К.: Вид-во європ. ун-ту, 2004. – 235 с.
68. Дроб'язко А. Укотре про цінову й курсову стабільність гривні // Дзеркало тижня. – 2005. - № 35. – С.
69. Еволюція валютного регулювання і її значення для економічної стабілізації в Україні – Фінансово-кредитні важелі регулювання економіки України в перехідний період: Монографія / НАН України, Інститут економіки. Редкол. А.І Даниленко. - К., 1998. – С.66-79.
70. Емелин А.В. Конституционно-правовые и международно-правовые основы валютного регулирования // Деньги и кредит. – 2003. - № 11. – С. 53-58.
71. Емелин А.В. Частное и публичное начала в валютном праве // Деньги и кредит. - 2004. - № 3. - С. 60-64.
72. Енциклопедія банківської справи України. – К.: Молодь, 2001. – 680 с.
73. Ерпылева Н.Ю. Валютное регулирование и валютный контроль в российском банковском праве // Банковское право. – 1999. - № 3. – с. 44-58.

74.Ерпылева Н.Ю. Валютное регулирование как вид банковского регулирования: современные проблемы // Банковское право. – 2002. - № 3. – С. 7-29.

75.Ершов М.В. Валютно-финансовые механизмы в современном мире (кризисный опыт конца 90-х). – М.: ОАО “НПО “Издательство “Экономика”, 2000. – 319 с.

76.Єременко О.К., Шаповалова М.М. Нерадісний ювілей багатостраждального закону // Вісник НБУ. – 1996. - № 5. – С. 48-50.

77.Засорина И.Л., Крючкова И.П. К вопросу об использовании прямого инфляционного таргетирования // Деньги и кредит. – 2001. - № 5. – С. 58-63.

78.Захаров А.Н. Международная экономическая безопасность как основа экономической безопасности РФ в условиях финансовой глобализации // Бизнес и банки. – 2004. - № 14. – С. 3-5.

79.Зниження доларизації економіки // Цінні папери України. – 2002. - № 3. – С. 9.

80.Іноземна валюта в Україні: Збірник систематизованого законодавства. – К.: ЗАТ “Видавництво “Бліц-Інформ”. – 2001. - № 13. – 226 с.

81.Казакбиева Л.Т. Роль Центрального банка в валютной политике государства // Банковское право. – 2004. - № 2. – С. 19-23.

82.Как сделать рубль конвертируемым? / По материалам международного конкурса на лучшую работу по конвертируемости рубля (Москва-Вашингтон, август 1989 г. – май 1990 г.). – М.: “Финансы и статистика”, 1990. – 187 с.

83.Калугин В., Ильичев Р. Голландская болезнь // Бизнес. – 2004. - № 11. – С. 30.

84.Кассель Г. Инфляция и валютный курс. – М.: “Эльф пресс”, 1995. – 104 с.

85.Ковалев В.В. Методы предупреждения валютно-финансовых кризисов // Банковское дело. – 2005. - № 2. – С. 43-49.

86.Ковалюк О.М. Методологічні основи фінансового механізму // Фінанси України. - 2003. - № 4. - С. 51-59.

87.Козырин А.Н. Валютный контроль внешнеторговой деятельности. Юридический справочник. - М.: Новый Юрист, 1998. - 160 с.

88. Козюк В.В. Актуальні питання теоретичного обґрунтування офіційної доларизації в умовах глобалізації економіки // Актуальні проблеми економіки. – 2004. - № 10. – С. 33-42.
89. Козюк В.В. Сучасні центральні банки: середовище функціонування та монетарні рішення. - Тернопіль: Астон, 2001. - 300 с.
90. Козюк В.В. Центральний банк і грошово-кредитна політика. - Тернопіль: Джура, 1999. - 260 с.
91. Константинов Ю.А. Денежно-кредитные и финансовые системы стран СНГ на пути к интеграции // Банковское дело. – 2005. - № 6. – С. 33-39.
92. Константинов Ю.А. Денежно-кредитные и финансовые системы стран СНГ на пути к интеграции // Банковское дело. – 2005. - № 7. – С. 43-49.
93. Контроль за движением капитала: опыт стран по его введению и отмене / Пер. с англ. – М.: Издательство “Весь мир”, 2001. – 146 с.
94. Кораблин С. Нелюбимая. Монетарное подавление инфляции и усиление гривни неизбежно ведут к потере экономической динамики // Зеркало недели. – 2005. - № 11. – С. 8.
95. Кораблин С. На короткому повідку // Дзеркало тижня. – 2005. - № 42. – С. 8.
96. Кораблин С. Ціна сильної валюти // www.zn.kiev.ua/ie/show/483/45711.
97. Корнієнко Є., Рябокiнь М. Платiжний баланс України: основні тенденції та їх економічне значення // Вісник НБУ. – 2005. - № 1. – С. 28-33.
98. Королев И.С. Какой валютный контроль нужен России? // Деньги и кредит. – 2000. - № 4. – С. 14-15.
99. Котова В.Г. Либерализация валютной политики: время пришло?. – С.1-10 // www.eeg.ru/publications.html.
100. Кравченко Л.М., Шапошников О.О. Валютне регулювання і валютний контроль в Україні: Навч. посіб. - К.: Київ. нац. торг.-екон. ун-т, 2001. - 102 с.
101. Кротюк В., Іоффе А. Валютний контроль та його правова регламентація в Україні // Вісник НБУ. – 1997. - № 11. – С. 10-13.
102. Кротюк В., Іоффе А. Окремі питання теорії та практики валютного регулювання в Україні // Вісник НБУ. – 1997. - № 3. – С. 12-15.

103. Круль О. Проблеми вибору режиму курсоутворення в умовах становлення ринкової економіки // Вісник НБУ. – 1998. - № 11. – С. 14- 18.
104. Крючкова І. Макроекономічні наслідки зміцнення реального ефективного обмінного курсу гривні // Вісник НБУ. – 2005. - № 5. – С. 14-18.
105. Крючкова І. Фундаментальні чинники зміцнення реального ефективного обмінного курсу гривні // Вісник НБУ. – 2005. - № 1. – С. 16-21.
106. Кузнецов В.С. Международный валютный фонд и мирохозяйственные связи. - М.: "Российская политическая энциклопедия", 2001. - 432 с.
107. Кузнецов О. Проміжні цілі грошово-кредитної політики // Вісник НБУ. – 2001. - № 7. – С. 31-36.
108. Кузнецова В.В. Валютная политика Китая // Банковское дело. – 2002. - № 12. – С. 29-34.
109. Кульпінський С. Валютна політика НБУ у перспективі // Финансовые риски. – 2005. - № 1. – С. 57-59.
110. Ливенцев Н.Н., Костюнина Г.М. Международное движение капитала (Инвестиционная политика зарубежных стран): Учебник. – М.: Экономистъ, 2004. – 368 с.
111. Лисенко Р. Сучасні фінансові кризи та показники фінансової стабільності країни // Вісник НБУ. – 2004. - № 10. – С. 50-52.
112. Лисовский В.И. Международное торговое и финансовое право: Учебное пособие для вузов. - М., 1974. - 350 с.
113. Логинов Е.Л. Проблемы защиты национальной экономики в условиях иностранного инвестиционного влияния // Финансы и кредит. – 2004. - № 3. – С.57-65.
114. Луцишин З.О. Трансформація світової фінансової системи в умовах глобалізації. - К.: Видавничий центр "ДрУк", 2002. - 320 с.
115. Луців Б.Л., Сас Б.Б. Аналіз структури зовнішнього боргового зобов'язання України // Соціально-економічні дослідження в перехідний період. Банківська і фінансово-кредитна система та їх роль у сучасних умовах (щорічник наукових

праць) / НАН України, Інститут регіональних досліджень. Редкол. М.І.Долішній. – Львів, 2000. – Вип. XVII. – С. 333-337.

116. Луців Б.Л., Сас Б.Б. Особливості функціонування іноземних банків на фінансових ринках країн Центральної та Східної Європи // Наукові записки. Збірник наукових праць викладачів і аспірантів кафедри економічного аналізу ТАНГ. – Тернопіль, 2000. – С. 44-47.

117. Луців Б.Л., Сас Б.Б. Проблеми залучення іноземних інвестицій в економіку України // Вісник Тернопільської академії народного господарства. – 1999. – №10. – С.9–11. (За матеріалами четвертої міжнародної наукової конференції “Проблеми економічної інтеграції України в Європейський Союз: інвестиційні аспекти”).

118. Мазур І. “Втеча капіталу” з України у системі глобального перерозподілу фінансових ресурсів // Банківська справа. – 2005. - № 2. – С. 56-63.

119. Макаренко О. Валютний контроль як інструмент стабілізації валютного ринку // Вісник НБУ. – 2002. - № 11. – С. 36-38.

120. Макеев Ю.А., Салицкий А.И., Шахматов А.В. Валюта и конкурентоспособность: мировой опыт и специфика России // Банковское дело. – 2005. - № 4. – С. 10-20.

121. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения: Учебник / Под ред. Л. Н. Красавиной. - М.: Финансы и статистика, 1994. - 592 с.

122. Минина Т.Н. Влияние глобализации экономики на финансово-банковскую систему // Банковские услуги. - 2002. - № 4. - С. 8-15.

123. Михайличенко С. Механізм курсоутворення та деякі аспекти його застосування до гривні // Вісник НБУ. – 2004. - № 4. – С. 10-19.

124. Михайличенко С. Обов’язковий продаж валютних надходжень в Україні: “за” і “проти” // Вісник НБУ. – 2003. - № 7. – С. 44-46.

125. Михайличенко С. Політика стабільного курсу: причини і наслідки // Вісник НБУ. – 2002. - № 12. – С. 52-57.

126. Михайлів З.В., Гаталяк З.П., Горбаль Н.І. Міжнародні кредитно-розрахункові відносини та валютні операції: Навч. посібник. – Львів: Вид-во Нац. Універс. “Львівська політехніка”, 2004. – 244 с.

127. Мишкін Фредерік С. Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків / Пер. з англ. С. Панчишин, Г. Стеблій, А.Стасишин. – К.: Основи, 1998. – 963 с.

128. Міжнародні валютно-кредитні відносини: Підручник / За ред. А.С.Філіпенка. – К.: Либідь, 1997. – 208 с.

129. Міжнародні розрахунки та валютні операції: Навч. Посібник / За заг. ред. М.І.Савлука. – К.: КНЕУ, 2002. – 392 с.

130. Моисеев С. Инфляционное таргетирование: международный опыт и российские перспективы // Вопросы экономики. – 2000. - № 9. – С. 88-105.

131. Моисеев С. Макроанализ валютного курса: от Касселя до Обстфельда и Рогоффа // Вопросы экономики. – 2005. - № 1. – С. 49-65.

132. Моисеев С. МВФ выступил (обескураживающий обзор) // Валютный спекулянт. – 2004 . - № 11. – С. 10-11.

133. Моисеев С.Р. Банк России в роли валютного правления? // Бизнес и банки. – 2000. - № 37-38. – С. 1-2.

134. Моисеев С.Р. Валютные правления в современном мире // Бизнес и банки . – 2002. - № 22. – С. 5-7.

135. Моисеев С.Р. Денежно-кредитная политика в эпоху ценовой стабильности // Бизнес и банки. – 2006. - № 11. – С. 3-8.

136. Моисеев С.Р. Денежно-кредитная политика в эпоху ценовой стабильности // Бизнес и банки. – 2006. - № 12. – С. 5-8.

137. Моисеев С.Р. Денежно-кредитная политика: теория и практика: Учеб. пособие. – М.: Экономистъ, 2005. – 652 с.

138. Моисеев С.Р. Международные валютно-кредитные отношения. – М.: Изд-во “Дело и Сервис”, 2003. – 576 с.

139. Моисеев С.Р. Новый подход Банка России к курсообразованию // Банковское дело. – 2004 . - № 7. – С. 28-31.

140. Монтес М.Ф., Попов В.В. "Азиатский вирус" или "голландская болезнь"? Теория и история валютных кризисов в России и других странах: Пер. с англ. - М.: Дело, 2000. - 136 с.
141. Мочерний С. Моделі трансформаційних процесів економіки (теоретико-методологічні аспекти) // Економіка України. – 2000. - № 2. – С. 15-24.
142. Мусієнко Т. Проблеми вибору валютної інтеграції України // Вісник НБУ. – 1998. - № 3. – С. 12-16.
143. Наговицин А.Г. Валютная политика и предпринимательства в России // Бизнес и банки. - 2005. - № 24. – С. 1-4.
144. Наговицин А.Г. Валютная политика. – М.: “Экзамен”, 2000. – 512 с.
145. Наговицин А.Г. Валютные аспекты экономической безопасности России // Российский экономический журнал. – 1996. - № 9. – С. 36-41.
146. Наговицин А.Г., Иванов В.В. Валютный курс. Факторы. Динамика. Прогнозирование. – М.: ИНФРА-М, 1995. – 176 с.
147. Найденов В.С., Сменковский А.Ю. Инфляция и монетаризм. Уроки антикризисной политики. – Біла Церква: ОАО “Белоцерковская книжная фабрика”, 2003. – 352 с.
148. Національний банк і грошово-кредитна політика: Підручник / За ред. А.М.Мороза, М.Ф.Пуховкіної. - К.: КНЕУ, 1999. - 368 с.
149. Олейнов А. О перспективе установления фиксированного курса между долларом и евро // Вопросы экономики. – 2006. – № 6. - С. 35-46.
150. Осіпова Л.В. Формування ефективної моделі відкритої економіки України як виклик глобалізації // Актуальні проблеми економіки. – 2005. - № 6. – С. 15-24.
151. Основні засади грошово-кредитної політики на 2004 рік // Вісник НБУ. – 2003. - № 11. – С. 2-5.
152. Основні засади грошово-кредитної політики на 2006 рік // Вісник НБУ. – 2005. - № 10. – С. 3-6.
153. Остапенко С. Перешкоди для припливу іноземних інвестицій в Україну: проблеми і рекомендації економічної стратегії // Економіст. – 2000. - № 3. – С. 38-45.

154. Отмывание грязных денег: международные и национальные системы противодействия / Под ред. А. И. Рымарука. - К.: Юстиниан, 2003. - 544 с.
155. Павлов В.В. Валютное законодательство и валютное регулирование Албании // Банковские услуги. - 2003. - № 11. - С. 23-27.
156. Павлов В.В. Валютное законодательство и валютное регулирование Румынии // Банковские услуги. - 2004. - № 2. - С. 30-35.
157. Павлов В.В. Валютное законодательство и валютное регулирование Таиланда // Банковские услуги. - 2004. - № 1. - С. 32-40.
158. Павлов В.В. Валютное законодательство и валютное регулирование Таиланда // Банковские услуги. - 2004. - № 2. - С. 27-29.
159. Павлов В.В. Валютное законодательство и валютное регулирование Хорватии // Банковские услуги. - 2004. - № 3. - С. 29-35.
160. Павлов В.В. Валютное законодательство и валютное регулирование Чешской республики // Банковские услуги. - 2003. - № 10. - С. 28-33.
161. Павлов В.В. Валютное законодательство и валютное регулирование Польши // Банковские услуги. - 2003. - № 9. - С. 30-38.
162. Патрикац Л., Компанієць С. Проблеми вибору та визначення оптимальної моделі монетарного устрою в Україні // Вісник НБУ. – 2003. - № 7. – С. 2-7.
163. Патрикац Л., Крохмалюк Д. Ялтинська міжбанківська конференція: запитань більше, ніж відповідей // Вісник НБУ. – 2004. - № 6. – С. 12-20.
164. Петрик О. Недооцінка гривні та її наслідки для монетарної політики // Вісник НБУ. – 2005. - № 2. – С. 3-5.
165. Петрик О. Перехід до більшої гнучкості обмінного курсу – виклик часу // Вісник НБУ. – 2005. - № 6. – С. 4-11.
166. Петрик О. Якою має бути стратегічна ціль монетарної політики? // Вісник НБУ. – 2004. - № 1. – С. 20-23.
167. Петрик О., Пипенко Т. Європерспектива // Вісник Національного банку України. - 1999. – № 2 - С. 57.
168. Пищик В.Я. Евро и доллар США. Конкуренция и партнерство в условиях глобализации. - М.: Изд-во "Консалтбанкир", 2002. - 304 с.

169. Підлісна О. Ефективність залучення інвестицій в Україну: інноваційно-інвестиційні системи // Економіст. – 2005. - № 4. – С. 80-83.
170. Платіжний баланс за I квартал 2005 року. – www.bank.gov.ua.
171. Плисецкий Д. Экономическая безопасность: валютно-финансовые аспекты // Мировая экономика и международные отношения. – 2002. - № 5. – С. 28-37.
172. Плисецкий Д.Е. Финансовая глобализация и национальная экономическая безопасность // Финансы и кредит. – 2004. - № 4. – С. 88-99.
173. Полищук А.И., Полищук С.А. Об уровнях банковской системы и экономической безопасности России // Бизнес и банки. – 2005. - № 6. – С. 1-4.
174. Полунеев Ю. Конкуентоспроможність країни як національна ідея // Дзеркало тижня. – 2005. - № 10. – С. 13.
175. Поляков В. П., Московкина Л. А. Структура и функции центральных банков. Зарубежный опыт: Учебное пособие. - М.: ИНФРА- М, 1996. - 192 с.
176. Приєднання України до статті VIII Статуту Міжнародного валютного фонду // Вісник НБУ. – 1997. - № 7. – С. 13-14.
177. Протидія відмиванню доходів, здобутих злочинним шляхом. Збірник нормативно-правових актів, міжнародних документів, коментарі. – К.: Атіка, 2003. – 256 с.
178. Радзівєвський О. Суперечності доларизації економіки України в умовах фінансової глобалізації // Економіка України. – 2005. – № 2. – С.16-23.
179. Режим валютного управління. Справка. // Финансовые риски. – 2002. - № 3. – С. 42-48.
180. Річний звіт. 1998. Національний банк України. – 155 с.
181. Річний звіт. 2004. Національний банк України // www.bank.gov.ua.
182. Рогова О.Л. Проблема безопасности в денежно-кредитной сфере // Бизнес и банки. – 2006. - № 7. – С. 1-3.
183. Романишин В.О., Уманців Ю.М. Центральний банк і грошово-кредитна політика. – К.: Атака, 2005. – 480 с.

184. Рымарук А.И., Лысенков Ю.М., Капустин В.В., Синянский С.А. Отмывание грязных денег: международный и национальные системы противодействия. – К.: Юстиниан, 2003. – 544 с.
185. Рябов Б.А. Первые годы ЕЭВС: экономика и интеграция // Банковские услуги. - 2003. - № 10. С. 3-10.
186. Сакс Дж. Д, Ларрен Ф. Макроэкономика. Глобальный подход. - М.: Дело, 1996. - 848 с.
187. Самсоненко Л. НБУ не збирається панькатися з відмивачами “брудних” грошей // Урядовий кур’єр. – 2003. - № 7. – С. 4.
188. Саркисянц А.Г. Мировой рынок капиталов и система его регулирования // Банковское дело. – 2000. - № 4. – С. 7-13.
189. Саркисянц А.Г., Черепанов А.В. Вопросы валютного регулирования в России // Бизнес и банки. – 2002. - № 5. – С. 1-3.
190. Сас Б.Б. Проблема відпливу капіталу: сутність, причини, наслідки // Наукові записки Тернопільського державного педагогічного університету імені Володимира Гнатюка. Серія: Економіка. – 2001. - № 8. – С. 119-122.
191. Сас Б.Б. Аналіз методів управління золотовалютними резервами держави // Проблеми реформування економіки, обліку, контролю і аналізу підприємств. Наукові записки кафедри бухгалтерського обліку в сільському господарстві ТАНГ. – 1999. – Вип. 1. – С. 150-151.
192. Сас Б.Б. Валютна політика як складова грошово-кредитного регулювання // Проблеми і перспективи розвитку фінансової політики в Україні в умовах ринкової економіки. – Чернівці: “Ратуша”, 1999. – С. 149-151.
193. Сас Б.Б. Валютне регулювання в системі економічного безпеки держави // Економічний і соціальний розвиток України в ХХІ столітті: національна ідентичність та тенденції глобалізації (Збірник тез III міжнародної науково-практичної конференції молодих вчених). – Тернопіль: Економічна думка, 2006. – Ч. 2. – С. 241-243.

194. Сас Б.Б. Валютно-курсова політика в умовах реформування економіки України // Банківська система України: Теорія і практика становлення. Збірник наукових праць. – Суми, 1999. – Т. 2. – С. 574-582.

195. Сас Б.Б. До питання валютного регулювання // Соціально-економічні дослідження в перехідний період. Проблеми формування і реалізації політики сприяння розвитку підприємництва в Україні: Збірник наукових праць / НАН України, Інститут регіональних досліджень. – Львів, 2002. – Вип. I (XXXII) - С. 272-280.

196. Сас Б.Б. Досвід індустріально розвинених країн у сфері валютного регулювання і контролю // Придніпровський науковий вісник. Економіка. – Дніпропетровськ, 1998. - № 48 (115). – С. 90-102.

197. Сас Б.Б. Монетарна політика європейської системи центральних банків у процесі побудови Європейського Валютного Союзу // Вісник ТАНГ. – 2001. - № 14. – С. 21-27.

198. Сас Б.Б. Незалежність центрального банку // Банківська справа. – 2001. № 6. – С. 21-25.

199. Сас Б.Б. Перспективи розвитку економіки у контексті запровадження ЄВРО: регіональні аспекти розвитку і розміщення продуктивних сил України: Збірник наукових праць кафедри управління трудовими ресурсами і розміщення продуктивних сил ТАНГ. – Тернопіль: “Економічна думка”, 1999. – С. 248-252.

200. Сас Б.Б. Політика валютного регулювання в умовах перехідної економіки // Збірник тез доповідей міжнародної науково-практичної конференції “Банківська система України: проблеми становлення та перспективи розвитку”. – Тернопіль: “Економічна думка”, 1998. – С. 49-50.

201. Сас Б.Б. Політика центрального банку у процесі економічного регулювання // Україна на порозі ХХІ століття: економіка. Державність: Збірник наукових праць за матеріалами міжнародної науково-практичної конференції, м. Вінниця, 30-31 березня 2000 р. / У 2-х т. – Вінниця: Арбат, 2000. – Т. 1. – С. 239-243.

202. Сас Б.Б. Проблеми вибору курсових режимів країн із перехідною економікою // Вісник Технологічного університету Поділля. - Хмельницький. – 1999. - № 5. – С. 49-52.

203. Сас Б.Б. Проблемы и перспективы развития валютно-курсовой политики в Украине // Экономике в условиях перехода. Научные исследования. - Свиштов (Болгария): СА “Д.А.Ценов”, 2000. – С. 56-61.

204. Сас Б.Б. Ринок золота в Україні: проблеми та перспективи // Вісник ТАНГ. – Тернопіль: “Економічна думка”, 1999. – Вип. 6. – С. 81-83.

205. Сас Б.Б. Становлення системи валютного регулювання в Україні // Наукові записки Тернопільського державного педагогічного університету імені Володимира Гнатюка. Серія: Економіка. – 2000. - № 5. – С. 53-58.

206. Сас Б.Б. Управління валютними ризиками // Вісник Тернопільського державного технічного університету: Науковий журнал. – 1999. – Т. 4, число 2. – С. 164-167.

207. Сердинов Э. Борьба с отмыванием капиталов и финансированием международного терроризма // Банковское дело. – 2003. - № 6. – С. 36.

208. Сколотяний Ю. Валютну лібрелізацію буде продовжено // Дзеркало тижня

209. Сколотяний Ю. Прелюдія до ревальвації? // www.zn.kiev.ua/ie/show/559/50901.

210. Сколотяний Ю. Сергій Яременко: “Ми стоїмо перед дуже важливим вибором у проведенні монетарної та валютно-курсової політики, а не просто перед лібералізацією валютного ринку” // www.zn.kiev.ua/ie/show/560/50977.

211. Сколотяний Ю. Кабмін, Нацбанк, інфляція і курс // www.zerkalo-nedeli.com/ie/print/49744.

212. Смородинская Н. Бегство капиталов как объект международных исследований // Вопросы экономики. – 1997. - № 9. – С. 140-141.

213. Смыслов Д.В. Тернистый путь валютной либерализации в России // Банковское дело. – 2005. - № 3. – С. 30-37.

214. Соколенко С.І. Сучасні світові ринки та Україна. – К.: Демос, 1995. – 354 с.

215. Софьянников И.М. Реформа системы валютного регулирования в КНР // Банковское дело. – 2002. - № 12. – С. 35-41.
216. Співак І. Гнучкий валютний курс як запорука стабільності зростання економіки // Вісник Тернопільської академії народного господарства. – 2004. – Вип. 5-2. – С.111-117.
217. Сравнительный анализ денежно-кредитной политики в переходных экономиках / Дробышевский С., Козловская А., Левченко Д., и др. – М.: Институт экономики переходного периода, 2003. – 244 с.
218. Стельмах В. Монетарна політика як один із ключових факторів економічного зростання // Вісник НБУ. – 2002. - № 1. – С. 2-9.
219. Стельмах В., Петрик О. Модель монетарного устрою “currency board”: “за” чи “проти”? // Вісник НБУ. – 2000. - № 3 – С. 2-8.
220. Стельмах В., Петрик О. Обмінний курс, інфляція та конкурентоспроможність економіки // Вісник НБУ. – 2001. - № 9. – С. 3-6.
221. Степанова Д.И. Валютное регулирование: российский и зарубежный опыт // Банковские услуги. – 2005. - № 9. – С. 2-32.
222. Стреблицька Л.М., Стреблицький М.П. Основи безпеки банківської системи України та банківської діяльності: Монографія / За ред. М.П. Стреблицького. – К.: Кондор, 2004. – 600 с.
223. Теория государства и права. Курс лекций / Под ред. Н. И. Матузова и А. В. Малько. - М., 1999. - 840 с.
224. Україна на шляху до Європи / За ред. Л. Хоффманна, Ф.Мьоллерса. – Пер. з англ. А.Гур'янової. – К.: “Фенікс”, 2001. – 345 с.
225. Федорчук А. Валютная либерализация, или опять 5,25. НБУ начал бороться с инфляцией монетарными методами // Зеркало недели. – 2005. - № 14. – С. 12.
226. Фетисов Г.О. О выборе целей и инструментов монетарной политики // Вопросы экономики. – 2004. - № 2. – С. 4-19.
227. Філатова О.В. Фінансовий механізм зовнішньоекономічної діяльності // Фінанси України. - 2003 . - № 5. - С. 73-77.

228. Хайек Ф. Частные деньги. – Институт национальной Модели Экономии. – 1996. – 240 с.

229. Харазішвілі Ю. Кількісний аналіз можливих наслідків зміцнення та знецінення обмінного курсу гривня/доллар // Економіка України. – 2006. – № 2. – С. 43-49.

230. Холопов А. Валютный курс как инструмент макроэкономического регулирования // Мировая экономика и международные отношения. – 2004. - №12. – С. 25-33.

231. Центральний банк та грошово-кредитна політика: Підручник / За ред. А.М.Мороза, М.Ф.Пуховкіної. – К.: КНЕУ, 2005. – 556 с.

232. Чаплыгин В.Г., Курьянов А.М. Теоретические аспекты формирования денежно-валютной политики // Деньги и кредит. – 2004. - № 8. – С. 42-45.

233. Шамшетдінов Ю. Пріоритети валютно-курсової політики Національного банку України // Вісник НБУ. – 2004. - № 8. – С. 9-11.

234. Шаповалов А. Стратегічні напрямки курсової політики України в умовах сталого економічного розвитку // Дзеркало тижня. – 2005. - № 43. – С.

235. Шаров А.Н. В поисках утраченного времени // Деловая Украина. – 1995. - №14. – С. 2.

236. Шаров А.Н. Конвертируемость валют. – К.: Нива, 1995. – 295 с.

237. Шаров О. Деякі уроки валютної кризи // Вісник НБУ. – 1999. - № 1. – С. 8-10.

238. Шаров О. Проблеми розвитку валютної системи Південно-Африканської Республіки // Вісник НБУ. – 2005. - № 9. – С. 16-24.

239. Швайка Л.А. Державне регулювання економіки. – К.: Знання, 2006. – 435 с.

240. Эбке В. Международное валютное право: Пер. с нем. – М.: Междунар. отношения, 1997. – 336 с.

241. Юрчишин В.В. Валютні кризи. Монографія. - К.: УАДУ при Президентіві України, 2000. - 204 с.

242. Юрчишин В.В. Макроекономічна стабілізація в Україні: факти, тенденції, проблеми: Монографія. - К.: УАДУ при Президентіві України, 1999. - 256 с.

243. Ющенко В. Ключові проблеми монетарної та валютно-курсової політики в Україні // Вісник НБУ. – 2000. - № 2. – С. 3-5.
244. Ющенко В.А., Міщенко В.І. Валютне регулювання: Навч. посіб. - К.: "Знання", КОО, 1999. - 359 с.
245. Яременко С., Мусієнко Т. Світова валютна криза та питання курсоутворення в Україні // Вісник НБУ. – 2000. - № 3. – С. 9-11.
246. Ярошко О. Сучасна Україна у дзеркалі міжнародних рейтингів // Економічний часопис – XXI. – 2003. - № 6. – С. 16-21.
247. Appleyard D.R., Field A.J. International Economics. – IRWIN Inc., 1992.
248. Ball L. Efficient Rules for monetary Policy // NBER Working Paper № 5952.
249. Calvo A. Guillermo, Goldstein Morris, Hochreiter Eduard. Private Capital Flows to Emerging Markets after the Mexican Crisis. – Institute for International Economics, Washington, DC, Austrian National Bank, Vienna, Austria, 1996. – 335 pp.
250. Cohen B. Controle des capitaux: pourquoi les gouvernements hesitent-ils? Reconstruire l'architecture du systeme financier international // Revue economique. - 2001. - № 2. – P. 214.
251. Economic Freedom of the World: 2002 Annual Report. – www.cato.org/economicfreedom/2002.
252. Edwards S. How effective are capital controls? – NBER. Working paper. № 7413. – 1999.
253. Effects of Financial Globalization on Developing Countries. Some Empirical Evidence. – IMF. Occasional papers. № 220. – September 2003. – P. 7-8.
254. Friedman B., Kuttner K. A price target for U.S. monetary policy? Lessons from the experience with money growth targets // Brooking Papers on Economic Activity. – 1996. - №1.- pp. 77-125.
255. Gaetano Antinolfi and Todd Keister. Dollarization as a Monetary Arrangement for Emerging Market Economies // Review Federal Reserve Bank of St. Louis. – 2001. – Volume 83, Number 6. – P. 29-39.
256. Greenspan Alan. Transparency in Monetary Policy: Remarks to the Federal Reserve Bank of St. Louis Economic Policy Conference. – 2001. – October 11.

257. Hoggarth Glenn, Sterne Gabriel. Capital Flows: Causes, Consequences and Policy Responses. – Center for Central Banking Studies, Bank of England, London. – 1997. – 43 pp.

258. Hole Jackson. Maintaining Financial Stability in a Global Economy. A Symposium Sponsored by The Federal Reserve Bank of Kansas City. – Wyoming, 1997. – 370 pp.

259. Inflation targeting: a monetary policy management framework for the attainment of price stability in Nigeria / by Dr. O.A. Uchendu // CBN Economic and Financial Review. - № 2. – P. 1-16.

260. Inflation Targeting: Prospects and Problems. Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Economic Policy Conference of the Federal Reserve Bank of St. Louis // Review Federal Reserve Bank of St. Louis. – 2004. - № 4. – Volume 86. – 185 pp.

261. Johnston R.B., Ryan C. The Impact of Controls on Capital Movements on the Private Capital Accounts of Countries' Balance of Payments: Empirical Estimates and Policy. – Washington D.C.: International Monetary Fund, 1994.

262. Levin T. Andrew, Natalucci M. Fabio, Piger M. Jeremy. The Macroeconomic Effects of Inflation Targeting // Review Federal Reserve Bank of St. Louis. – 2004. - № 4. - Volume 86. – pp. 51-80.

263. Marco A. Espinosa-Vega, Bruce D. Smith and Chong K. Yip. Barriers to International Capital Flows: Who Should Erect Them and How Big Should They Be? // Federal Reserve Bank of Atlanta. Working Paper 99-6. – July 1999. – P.-1-52.

264. Monetary Policy in Theory and Practice. Proceedings of Twenty-Fifth Annual Economic Policy Conference of Federal Reserve Bank of St. Louis // Review Federal Reserve Bank of St. Louis. – 2001. - № 4. Volume 83. – 186 pp.

265. Neely J. Christopher. The practice of Central Bank Intervention: Looking Under the Hood // Review Federal Reserve Bank of St. Louis. – 2001. - № 3. – Volume 83. – pp. 1-10.

266. Price stability // VCE Economics. – Unit 3. – Outcome 2.

267. Saxton Hon. Jim. Price stability and inflation targeting reform. – 1999. – February 9.

268. Tao Zha. Evaluating the Effects of Monetary Policy with Economic Models // Economic Review. Federal Reserve Bank of Atlanta. – 1999. – Forth Quarter. – pp. 4-15.

269. Williamson J.A Comparison of Exchange Rate Regimes / In the Crawling band as an Exchange Rate Regime. – Institute for International Economics, 1996.