6
459

СПІЛКА ЕКОНОМІСТІВ УКРАЇНИ

НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ ВОДНОГО ГОСПОДАРСТВА ТА ПРИРОДОКОРИСТУВАННЯ

ІЄІ

Проблеми раціонального використання соціально-економічного та природно-ресурсного потенціалу регіону: *фінансова політика та інвестиції*

Збірник наукових праць

№ 4
(частина 1)

Випуск 15
Рівне 2009

Scanned by TapScanner

ББК 65.9.49:65.9.26
УДК 332.1:336:330.322
П 78

Затверджено постановою Президії ВАК України від 11 жовтня 2000 р., № 1-03/8 і включено до переліку № 6 наукових фахових видань України. Пролонговано Постановою президії ВАК України від 18 січня 2007 року №1 – 05/1 і включено до переліку №19 наукових фахових видань України.

Рекомендовано до друку вченою радою Національного університету водного господарства та природокористування. Протокол №12 від 27 листопада 2009 року.

Редакційна колегія:
Павлов В.І., д.е.н., проф., *(головний редактор)*;
Лазаришина І.Д., д.е.н., проф., *(заступник гол. ред.)*;
Меліхова Т.Л., к.геогр.н., доцент, *(відповід. секретар)*;
Гринчуцький В.І., д.е.н., проф.; Галиця І.О., д.е.н., проф.;
Гуменюк В.Я., д.е.н., проф.; Євдокименко В.К., д.е.н., проф.;
Кравців В.С., д.е.н., проф.; Левицька С.О., д.е.н., проф.;
Павліха Н.В., д.е.н., проф.; Римар М.В., д.е.н., проф.;
Стельмащук А.М., д.е.н., проф.; Хвесик М.А., д.е.н., проф.;
Щурик М.В., д.е.н., проф..

Рецензенти:

Галиця І.О. - доктор економічних наук, професор;
Ліпич Л.Г. - доктор економічних наук, професор.

Збірник наукових праць висвітлює результати досліджень проблем фінансової політики та інвестиційного сприяння процесам просторового регіонального розвитку. Розглядаються теоретичні, методологічні і практичні аспекти трансформації економіки, соціальної сфери та природокористування.

Загальнодержавне видання. Свідоцтво державного комітету інформаційної політики, телебачення та радіомовлення України № 10457 серія КВ від 27.09.2005 р.

© Спілка економістів України, 2009
© Національний університет водного господарства та природокористування, 2009
© Інститут Європейської інтеграції, 2009

Scanned by TapScanner

ЗМІСТ

Розділ 1. Інтеграція та інноваційна трансформація.. 5

Особливості транскордонного співробітництва в умовах євроінтеграції
Бондар В.Н., Павліха Н. В..... 5

Територіальні аспекти розробки та реалізації цільових інвестиційних програм регіонального розвитку
Іщук С.О., Кисла Н.В..... 11

Фінансова політика як фактор зростання інвестиційних можливостей і стабільності регіонів
Піхоцький В.Ф. 20

Фінансові проблеми інвестиційної діяльності в економіці Львівської області
Заблоцький М.Б. 30

Джерела формування фінансових ресурсів підприємств малого бізнесу
Мельник Л.М., Дудін С.А. 37

Розділ 2. Менеджмент, маркетинг та логістика..... 48

Банкрутство підприємств як характерне явище ринкової економіки
Гринчуцький В.І., Ляхович Л.А..... 48

Механізм ціноутворення на валютному ринку: світовий та український досвід
Заячківська О.В., Колесниченко А.І. 55

Пріоритети і стратегія стратегічного партнерства в контексті інтенсифікації євроінтеграційного процесу
Науменко Н.С..... 65

Фінансова криза як об'єкт впливу на функціонування антикризового фінансового управління підприємством
Важинський Ф.А., Колодійчук А.В. 77

Кластери як форма інноваційно-інвестиційного співробітництва регіонів
Юхимюк І.М..... 85

Scanned by TapScanner

УДК 338.5

Заячківська О.В. (ст. викладач Національного університету водного господарства і природокористування), **Колесниченко А.І.** (студентка спеціальності «Фінанси», група Ф-42 Національного університету водного господарства та природокористування)

МЕХАНІЗМ ЦІНОУТВОРЕННЯ НА ВАЛЮТНОМУ РИНКУ: СВІТОВИЙ ТА УКРАЇНСЬКИЙ ДОСВІД

У статті зроблений аналіз механізму валютного ціноутворення, який застосовується в Україні та країнах Європейського Союзу.

This article deals with the analysis of mechanism of the currency pricing, which is used in Ukraine and other countries of European Union.

Ключові слова: національна валюта, валютне ціноутворення, валютний курс, валютна політика, валютний режим.

Курсоутворення національної валюти є складним завданням макроекономічної політики. Формування обмінного валютного курсу визначається багатьма складовими, серед яких виділяються як фундаментальні змінні, так і політичні, психологічні й інші фактори. Зазначені фактори впливають на валютний курс у довгостроковому і короткостроковому аспектах. Відсутність об’єктивної методики визначення механізму зміни обмінного курсу призводить до невизначеності щодо вибору зваженої валютної політики і дискусій про використання ревальвації чи девальвації як способу впливу на економіку країни за конкретних умов.

Значний внесок у розробку проблематики валютного регулювання зробили іноземні вчені: В. Брансон, В. Буйтер, Дж. Вільямсон, М. Єршов, Дж. Кейнс, М. Мусу, М. Міллер, Р. Манделл, А.Дж. Френкел, М. Фрідман, Л. Хінкель. В українській економічній літературі проблеми валютної політики аналізуються у працях О.І. Береславської, А.Р. Бєлоусова, С.Я. Боринця, А.С. Гальчинського, В.М. Гейця, А.А. Гриценка, В.О. Дзюблюка, Д. Добрєва, Р. Кокожинського, С.О. Корабліна, Р.С. Лисенка, І.О. Лютого, А. Маркевича, О. І. Петрика, В.А. Ющенка та ін.

Дана стаття присвязена дослідженню концептуальних підходів до системної валютної політики з вирішення проблеми визначення валютного курсу, валютного режиму й ефективних методів його управління.

Для вирішення даної проблеми автор ставить перед собою наступні завдання:

– дослідити особливості курсоутворення і розвитку валютних режимів зарубіжних країн на основі вивчення сучасних валютних ринків, їхньої структури і порівняльного аналізу країн;

– дослідити особливості валютної політики в Україні.

Незважаючи на те, що упродовж останніх років, використовуючи рекомендації Міжнародного валютного фонду (далі – МВФ) щодо вдосконалення монетарної політики, чимало країн світу перейшли від режимів таргетування грошових агрегатів і валютного курсу до режиму таргетування інфляції. Але незважаючи на це режим таргетування валютного курсу продовжує застосовуватися, зокрема, і в Україні. Певною мірою це обумовлено значними обсягами обігу іноземної валюти, характером емісії грошей, а також його простотою, надійністю та зручністю використання, що виявилося надзвичайно важливим в умовах світової фінансової кризи. Адекватний режим валютного курсоутворення є однією з ключових передумов успішного функціонування будь-якої економіки, а тому для більшості країн Центральної та Східної Європи вибір оптимального режиму курсоутворення став важливою складовою реалізації трансформаційних процесів [2]. Останнім часом на різних рівнях активізувалися дискусії щодо того, який режим валютного курсу є найприйнятнішим для України та який його рівень повинен бути на сьогодні та в середньостроковій перспективі. Існують різні думки з цього приводу. Одні експерти критикують політику підтримки стабільності номінального обмінного курсу та виступають за впровадження його плаваючого режиму, за якого курс визначався б виключно під дією ринкових сил. Інші — заперечують будь-які коливання курсу, наголошуючи на втратах для економіки [3]. Відтак доцільно буде проаналізувати специфіку формування режимів валютного курсу, проілюструвавши деякі з них на прикладі зарубіжних країн (табл. 1).

Режим *таргетування валютного курсу* передбачає, що центральний банк встановлює номінальний обмінний курс як проміжну ціль монетарної політики і намагається забезпечити його стабільність щодо валюти так званої країни-якоря через зміни процентних ставок і прямі валютні інтервенції, імпортуючи таким чином цінову стабільність з цієї країни. Підтримання валютного курсу передбачає відповідну економічну політику, яка забезпечує низьку інфляцію проти країни-якоря, достатні обсяги міжнародних резервів, зміцнення конкурентоспроможності й надійності країни, включаючи інституційну, законодавчу і політичну стабільність [4].

Режим *обмінного курсу без суверенного платіжного засобу.* Валюта іншої країни циркулює як єдиний законний засіб платежу (формальна доларизація), або країна належить до монетарного чи валютного союзу, в якому циркулює такий же, як і в союзі, засіб платежу. Встановлення таких режимів означає повну відмову від контролю за внутрішньою грошово-кредитною політикою.

Таблиця1

Кількість країн, які протягом 1996–2007 рр. змінили режими таргетування валютного курсу (на кінець періоду) [2]

Показники	**Роки**							
	1996	**2001**	**2002**	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**
1	2	3	4	5	6	7	8	9
Режим обмінного курсу	5	8	9	9	9	9	9	10
Режим валютного комітету	12	13	13	13	13	13	13	13
Режим фінансової прив'язки, в тому числі: - до однієї валюти - до кошика валют	63 49 14	55 45 10	60 50 10	60 52 8	63 55 8	63 58 5	73 68 5	70 63 7
Режим фінансової прив'язки з коридором	18	6	5	4	4	5	5	5
Режим повзучої прив'язки	14	6	5	5	5	8	5	6
Режим повзучої прив'язки з коридором	12	5	3	3	н/д	н/д	н/д	1

Режим *валютного комітету*. Цей монетарний режим заснований на експліцитному законодавчому зобов'язанні обмінювати національну валюту на вказану іноземну валюту за твердим валютним курсом у поєднанні з обмеженнями емісійних органів на виконання їх законних зобов'язань. Це означає, що національна валюта випускається лише як альтернатива іноземній валюті й цілковито підкріплюється валютними резервами. Впроваджуючи режим валютного комітету, країна імпортує довіру до валюти, що обрана як якір. Тому впровадження такого режиму доцільне у разі недовіри до монетарної влади (як, наприклад, у Болгарії), або при створенні центрального банку як нової інституції чи впровадженні нової валюти (Естонія, Литва). Режим валютного комітету обирається для попередження нестабільності або для відновлення конвертованості валюти під час кризи. Здебільшого він є частиною структурних коригуючих програм в економіках у стані розладу.

Режим *фіксованої прив'язки.* Обмінний курс може коливатися в межах менше 1 % від центрального курсу або максимальний/мінімальний обмінний курс може залишатися в межах 2 % маржі упродовж принаймні трьох місяців. Грошово-кредитна влада підтримує фіксований курс за допомогою прямих інтервенцій або опосередкованого впливу. Гнучкість грошово-

кредитної політики, хоч і обмежена, але ж відчутніша, ніж за режимів без суверенного платіжного засобу і валютного комітету завдяки виконанню традиційних функцій центрального банку.

Режим *повзучої прив'язки*. Курс національної валюти прив'язується до іноземної валюти, але може бути скоригований за умови зміни визначеного ринкового індикатора відповідно до попередньо встановлених правил. Такими індикаторами є: різниця в рівнях інфляції за деякий минулий період з країнами – основними торговельними партнерами; різниця між офіційним і неофіційним валютними курсами. Підтримка режиму повзучої прив'язки накладає певні обмеження на грошово-кредитну політику, подібні до режиму фіксованої прив'язки [5].

Цікавим є досвід стабілізації економічної ситуації в зарубіжних країнах. Так, після багатьох невдалих спроб фінансової стабілізації, Болгарія увійшла в смугу гострої економічної кризи. Субсидії збитковим державним підприємствам, безвідповідальна кредитна політика комерційних банків, слабкий банківський нагляд, фінансування Національним банком дефіциту державного бюджету й банківської системи мали наслідком девальвацію болгарського лева стосовно всіх основних валют (більш ніж втричі щодо долара США), економіка опинилася в гіперінфляційній спіралі. Контроль центрального банку за станом грошового обігу був втрачений. Декілька спроб стабілізувати ситуацію виявилися невдалими, що спричинило втрату довіри до ключових державних інститутів. Було ухвалене рішення, підтримане МВФ, про введення режиму валютного комітету. Основні переваги режиму: максимальна транспарентність механізму валютного комітету, визначена Законом про Національний банк Болгарії; стрімке здійснення грошової реформи через впровадження режиму обмеження монетарної політики певними умовами, а тому неможливість зростання грошової бази незалежно від монетарної влади країни-якоря, а також створення інфляції емісією національної валюти; гарантування захисту від політичного тиску через складність досягнення консенсусу в Національній Асамблеї стосовно зміни Закону про Національний банк Болгарії.

Відмінності валютного комітету містилися у нижній межі міжнародних резервів на рівні 100 % грошової бази, але вищого рівня для цього показника не було визначено. Згодом частка міжнародних резервів, яким можна було перевищувати грошову базу в левах, могла істотно відхилятися від 100 %, порушуючи зв'язок між міжнародними резервами і грошовою базою [6]. Індекс споживчих цін за період з часу впровадження режиму з 1997 р. до 2007 р. становив у середньому 5,3 % порівняно з середніми 233 % за період з 1991 до 1997 р. За цей час Болгарія швидкими темпами реструктуризувала економіку, що вплинуло на її конкурентоспроможність. [7].

На початку перехідного періоду Польща також мала проблему гіперінфляції, і невід'ємною частиною стабілізаційної програми було обрано таргетування валютного курсу через фіксований обмінний курс злотого до

долара США. Завдяки жорсткій монетарній і фіскальній політиці, а також відчутному балансу платежів фіксований курс міг підтримуватися довше, ніж очікувалося. Оскільки рівень інфляції в Польщі все одно перевищував відповідний рівень її головних торговельних партнерів, це призвело до значного зміцнення реального курсу злотого і погіршення зовнішньої конкурентоспроможності. У травні 1991 р. Злотий було девальвовано на 16,8 %, і прив'язку до долара замінено прив'язкою до корзини валют, яка відображала структуру торгівлі Польщі. Але цей захід був неефективним, Польща відмовилася від режиму фіксованого обмінного курсу та запровадила режим повзучої прив'язки до корзини валют з постійною щомісячною девальвацією за попередньо оголошеною ставкою. Одночасно задавалися орієнтири щодо динаміки грошової пропозиції М2. З одного боку, наявність стабільного тренду дезінфляції була природним довгостроковим пріоритетом, тому що внаслідок географічної переорієнтації польської зовнішньої торгівлі основні партнери Польщі мали значно нижчий рівень інфляції. З другого боку, відбувався процес переговорів з реструктуризації зовнішнього боргу з Лондонським і Паризьким клубами кредиторів.

Такий розвиток подій разом з проблемами, пов'язаними зі збереженням антиінфляційної політики, став ключовим фактором подальших кроків щодо зміни режиму валютного курсу, тобто впровадження коридору з шириною ±7 % кошик валют став складатися з євро і долара. Центральний банк намагався стримувати рівень зміцнення злотого в межах коридору шляхом інтервенцій на ринку іноземної валюти. Новий режим мав перевагу більшої гнучкості, яка означала автономнішу політику процентної ставки і менше стимулів для короткострокових спекулятивних потоків капіталу. Проте зростання іноземних резервів продовжувалося. Значні відмінності в процентних ставках і сприятливі економічні перспективи знову обумовили надходження значних потоків іноземної валюти в країну, що підривало стабільність режиму валютного курсу. Інфляція на той час характеризувалася надто високими показниками для відміни надійного номінального якоря. Проблеми з підтриманням зовнішнього балансу Польщі підтвердили існуючі недоліки контролю валютного курсу як режиму монетарної політики. Посилили вплив цих вад: зростання мобільності капіталів, подальша лібералізація їх рахунку і те, що таргетування валютного курсу вимагає сильної фіскальної політики, включаючи здатність швидко й ефективно відповідати на внутрішні і зовнішні шоки. Польща є членом Європейського валютно-економічного союзу, утім ще досі не впровадила євро. Одним з критеріїв для приєднання до єврозони вважається членство в ERM-II принаймні протягом двох років. Це означає, що протягом цього періоду Національний банк Польщі підтримуватиме ринковий курс злотого до євро в дозволених межах відносно встановленого центрального паритету. Таким чином, проведене дослідження дає змогу зробити певні висновки. Вибір режиму таргетування валютного курсу обумовлений тим, що він є досить ефективним інструментом

зменшення інфляції, стабілізації макро-економічного середовища та зміцнення довіри населення до національної економічної політики протягом процесу економічних реформ. Проте, як свідчить аналіз досвіду окремих країн, політика таргетування валютного курсу може мати різні наслідки. Основною перевагою використання режиму валютного комітету, є підвищення довіри до монетарної політики. Однак для України режим валютного комітету на сьогодні може бути небезпечним з огляду на ймовірність втрати центральним банком контролю за важелями монетарної політики, що за умов значної відкритості економіки робить країну вразливою до внутрішніх і зовнішніх шоків. До того ж, зростає ризик спекулятивних атак проти національної валюти. Досвід Польщі свідчить, що відкритість політики за режиму фіксованого валютного курсу, з подальшою прив'язкою до кошика валют, постійним моніторингом ключових показників національної економіки та відповідними коригуваннями може бути успішною в подоланні інфляції і стабілізації валютного ринку. У той час, коли розвинені економіки мають досить гнучкі ринки факторів виробництва та продукції, економікам і інших країн може не вистачати цієї гнучкості для достатньої потужності поглинання зміни і уникнення негативних наслідків негнучкого режиму обмінного курсу. Так, в Україні Національний банк (далі – НБУ) запроваджує політику вільного коливання курсу гривні, щоб зробити її конвертованою валютою. Режим плаваючого валютного курсу передбачає постійну зміну вартості національної грошової одиниці щодо інших валют. Характеристика плаваючого валютного курсу в Україні відображено в табл. 1.

Таблиця 1

Характеристика плаваючого валютного курсу в Україні

Плюси	**Мінуси**
Непердбачуваність обмінного курсу	Контроль над інфляцією
Спекуляції з національною валютою	Можливість Нацбанку стимулювати зростання економіки за рахунок пришвидшення інфляції і навпаки
Непрогнозованість зовнішньоторговельних та інвестиційних потоків	
Формування громадської думки: плаваючий курс гривні рівносильний слабкій валюті	

Отже, аналізуючи табл. 1, слід зазначити, що плаваючий валютний курс є основною умовою стримування інфляції та її таргетування. За такого курсу центральний банк не стежить за попитом та пропозицією валюти, щоб підтримувати стабільність національної валюти — він регулює грошову масу в обігу, впливаючи таким чином на інфляцію. Регулятор таргетує інфляцію,

підвищуючи або знижуючи відсоткову ставку, під яку кредитує комерційні банки, і загалом вливає або вилучає гроші з економіки. На думку аналітиків, перехід від фіксованого курсу до плаваючого неминучий для більшості економік, що розвиваються, особливо в умовах постійно високої інфляції. Перевага плаваючого курсу — можливість саморегуляції економіки. Тобто зовнішні потоки фінансових ресурсів урівноважує не центральний банк шляхом інтервенцій, а ринок. За словами аналітика, у довгостроковій перспективі гнучкий валютний режим зазвичай краще забезпечує адаптацію економіки до зовнішньоекономічних шоків. Щоправда, зворотний бік медалі плаваючого курсу — ризик приходу в країну великого спекулятивного капіталу: інвесторів, які прагнуть заробити на коливаннях валюти. У цьому випадку гравці ринку можуть штучно розхитувати курс валюти. Основна проблема при переході економіки з фіксованого курсу на плаваючий — шок для експортерів і компаній, які орієнтуються на певний рівень вартості нацвалюти. Для їхнього бізнесу вкрай важливою є курсова стабільність. До того ж у країнах, де тривалий час діяв фіксований курс, у населення може з'явитися побоювання валюти, яка то дорожчає, то дешевшає: нестабільний грошовий знак у багатьох асоціюється з його слабкістю. У результаті населення перестає довіряти внутрішній валюті, особливо якщо після переходу на новий монетарний режим вартість національної грошової одиниці постійно і дуже сильно змінюється. Зниження попиту на нацвалюту в перспективі може спровокувати її різку девальвацію. Водночас багато аналітиків вважають, що з поступовим переходом на режим плаваючого курсу НБУ почне використовувати більше монетарних інструментів (наприклад, надавати комерційним банкам довгі кредити) і, як це прийнято в розвинених країнах, використовуватиме облікову ставку для регулювання грошової маси в обігу. Тобто основним монетарним орієнтиром української економіки буде вартість кредитів на внутрішньому ринку (на міжбанку та в українських фінустановах), а не вартість гривні. Зараз між відсотковими ставками на міжбанку і ставками рефінансування НБУ немає функціонального зв'язку. НБУ надає обмежені ресурси для банків через механізми рефінансування. У разі якщо Нацбанк повністю піде з валютного ринку, рефінансування фінустанов стане основним джерелом надходження грошей в економіку. У цьому випадку підвищиться ефективність відсоткових ставок НБУ як механізму регулювання монетарного сектору. Досі регулятор використовував невелику кількість інструментів для регулювання грошової маси: найпоширеніший метод впливу на грошовий ринок — короткострокове фінансування банків (приміром, кредити overnight) [8].

Деякі аналітики, вважають, що НБУ найближчим часом повною мірою не застосовуватиме плаваючий курс і режим таргетування інфляції.

Отже із запровадженням плаваючого курсу НБУ необхідно змінити у своїй політиці наступне:

1. погодити з урядом методи боротьби з інфляцією та терміни їх реалізації. Наприклад, якщо НБУ вилучає грошову масу з обігу, уряд не повинен викидати гроші на ринок у вигляді додаткових соціальних допомог та пільг. Про всі свої дії у монетарній політиці регулятор має інформувати завчасно, а не повідомляти про нововведення опісля.

2. повинен докласти максимум зусиль, щоб досягти заздалегідь поставленої інфляційної мети. Якщо регулятор не зможе стримати ціни на прогнозованому рівні, знизиться довіра до нової політики НБУ і національної валюти, гривня знеціниться.

3. ввести реальний, а не номінальний коридор коливань національної валюти і жорстко його дотримуватися.

4. потрібно розробити і впровадити інструментарій хеджування валютних ризиків — похідні інструменти, що дозволяють купувати і продавати валюту, заздалегідь прописавши в контракті вартість та обсяги угоди (форварди і ф'ючерси).

Бібліографія:

1. Буй Тхе Ву. **Реальний валютний курс та фактори його стабільності**. // Автореферат дисертації на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук – Київ: НАН України, Інститут економічного прогнозування, 2004.

2. Кулінець А.П., економіст Центру наукових досліджень Національного банку України. **Особливості міжнародного досвіду використання режимів таргетування валютного курсу**. // http://www.nbuv.gov.ua/portal/Soc_Gum/Npndfi/2008_3/Statti/160-168-Kulinec.pdf.

3. А. Шаповалов, перший заступник голови Національного банку України. **Стратегічні напрямки курсової політики України в умовах сталого економічного розвитку.** // Дзеркало тижня. – № 43 (571). – 5—11 листопада 2005. // http://www.dt.ua/2000/2040/51724/

4. **De Facto Classification of Exchange Rate Regimes and Monetary Policy Framework**. Data as of July 31, 2006. – IMF, 2006.

5. Dobrev D. **The Currency Board in Bulgaria: Design, Peculiarities and Management of Foreign Exchange Cover.** // D. Dobrev. – Bulgarian National Bank, 1999.

6. **Statement of the BNB Governing Council on the Occasion of the Tenth Anniversary of the Introduction of the Currency Board in Bulgaria**. – Sofia, 2007.

7. Kokoszczyñski R. **From Fixed to Floating: Other Country Experiences: The Case of Poland.** // R. Kokoszczyñski // IMF seminar «Exchange Rate Regimes: Hard Peg or Free Floating?». – 2001.

8. В. Руденко. **Вільний стиль.** // Український діловий тижневик «Контракти». – № 24. – 16.06.2008.