

ВИБІР МОДЕЛІ КУРСОВОЇ ПОЛІТИКИ ТА ЇЇ ВПЛИВ НА ФОРМУВАННЯ ФІНАНСОВИХ РЕСУРСІВ ПІДПРИЄМСТВА НА ПРИКЛАДІ УКРАЇНИ

Постановка проблеми. Сьогодні в умовах глобалізації, коли зростає мобільність капіталу між країнами в межах фінансового простору, перед центральним банком країни стоїть питання вибору тієї чи іншої моделі курсової політики. Визначення моделі управління курсовою політикою є необхідною умовою для підтримки економічної стабільності країни. Проявом моделі курсової політики є визначення країною пріоритетного режиму валютного курсу. Визначення тих чи інших переваг та недоліків від впровадження тієї чи іншої моделі курсової політики допоможе урядові країни заздалегідь виявити, наскільки ефективним буде це впровадження, його вплив на економічні процеси в країні, зокрема на формування фінансових ресурсів підприємства.

Багато українських та зарубіжних учених приділяють увагу вивченню моделей курсової політики, їх класифікації, перевагам та недолікам від впровадження, зокрема А.П. Кулінець, Н.А. Міклашевська, А.С. Филипенко, А.В. Холопов та інші.

Мета статті — розглянути різні класифікації моделей курсової політики, дослідити переваги та недоліки їх впровадження, провести аналіз переваг та недоліків моделі курсової політики України та її впливу на формування фінансових ресурсів підприємств.

Виклад основного матеріалу. Вибір режиму валютного курсу як найважливішої складової макро-економічної стабільності та економічного зростання визначається такими чинниками:

- рівень розвитку та розміри економіки;
- ступінь відкритості економіки;
- стан фінансових ринків;
- ступінь диверсифікованості виробництва;
- стан платіжного балансу;
- рівень конкурентоспроможності;
- обсяг резервів іноземної валюти;
- ступінь залежності економіки від зовнішньої торгівлі;
- суспільно-політичне становище в країні;
- стан національної грошової системи;
- природа та характер економічних потрясінь, з якими стикається та чи інша країна [2, с. 132].

У січні 1999 р. Міжнародний валютний фонд

(МВФ) презентував нову класифікацію режимів валютного курсу, яка записана в документі «Класифікація режимів валютного курсу МВФ від 1999 р.».

За класифікацією МВФ, нині у світі практикують три види валютних режимів, які поділяються на режими жорсткої прив'язки, плаваючого та проміжного валютного курсу (рис.1).

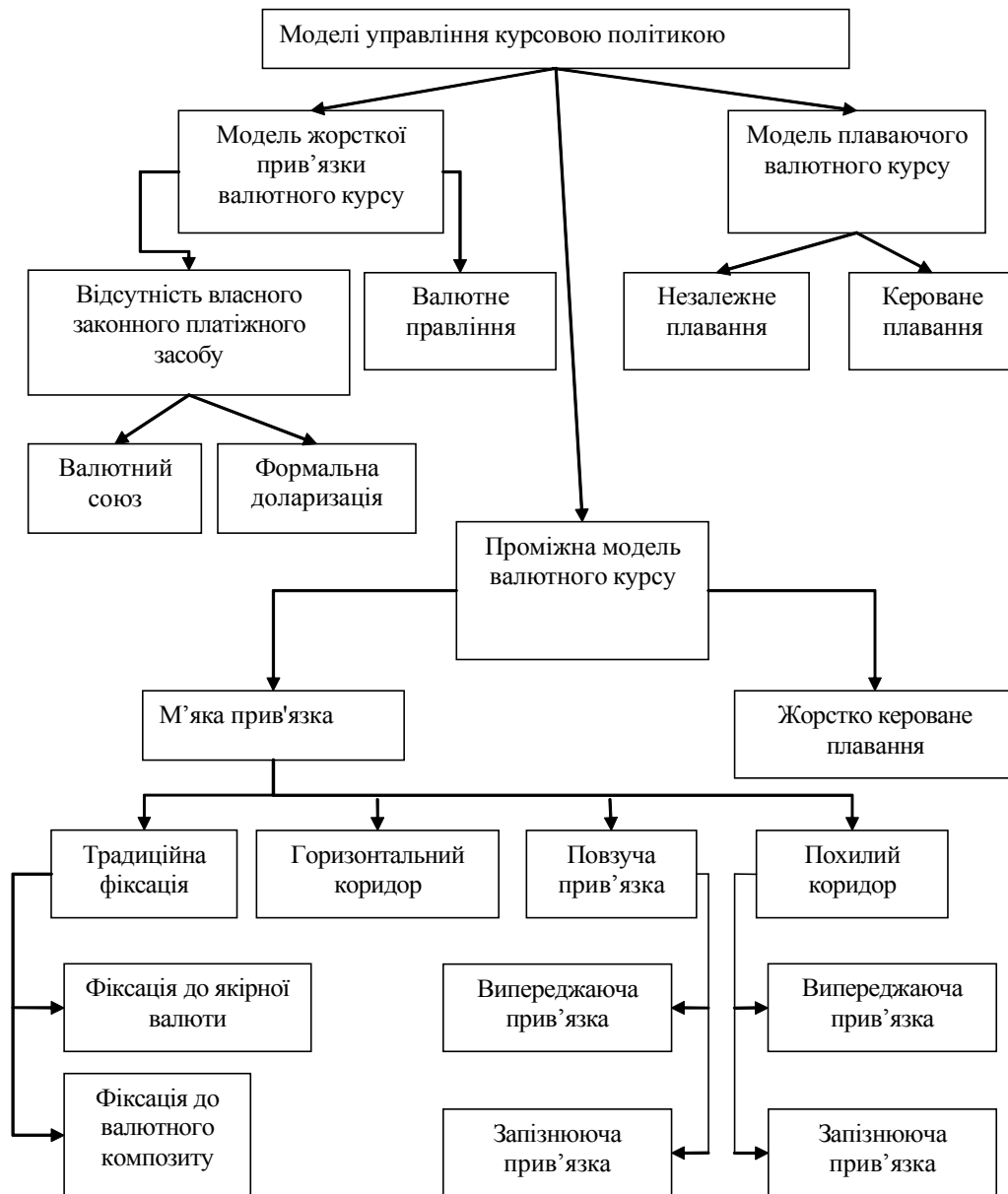
Під час реалізації моделі жорсткої прив'язки валютного курсу на державному рівні відбувається фіксація курсового співвідношення національної грошової одиниці та іноземної валюти. Механізм курсоутворення при такому режимі можна реалізувати двома способами.

Валютний механізм без власного законного платіжного засобу (exchange arrangements with no separate legal tender) передбачає відсутність національного платіжного засобу, тобто в обігу перебуває валюта іншої країни як єдиний законний засіб платежу (офіційна доларизація) або країна є членом грошового чи валютного союзу. Згідно з другим, валютне правління (currency board arrangements) передбачає фіксацію курсу лише щодо однієї базової валюти, яка закріплюється на законодавчому рівні. Грошова база повністю забезпечується золотовалютними резервами, центральний банк втрачає функцію грошово-кредитного регулятора та кредитора [7].

Найважливіші особливості проміжної моделі валютного курсу розглядаються на прикладі чотирьох валютних режимів: традиційний механізм, фіксований курс, прив'язка валютних курсів в межах горизонтального коридору, повзуча прив'язка та похилий коридор.

При традиційному механізмі фіксованого курсу (conventional fixed peg arrangements) країна формально або офіційно прив'язує свою валюту до валюти іншої країни або до кошика валют. У цьому випадку валютний курс може коливатися в межах вузького коридору з відхиленням від центрального паритету на 1% або встановлюється максимальне та мінімальне значення таких відхилень у межах 2% на період не менше трьох місяців.

Прив'язка валютних курсів у межах горизонтального коридору (pegged exchange rates within horizontal bands) передбачає, що валютний курс вільно коливається в межах 1% від формального або неофіційно-



Примітка. Побудовано авторами за [7].

Рис. 1. Моделі управління курсовою політикою

го центрального паритету. У будь-який час уряд готовий за допомогою прямих чи непрямих інтервенцій захистити горизонтальний коридор.

Повзуча прив'язка (crawling pegs) передбачає зміну валютного курсу як процент коливання навколо центрального паритету з передбаченою регулярною його зміною. У свою чергу, темпи зміни валютного курсу можуть урахувувати поправку на інфляцію (ретроспективна модель) або заздалегідь установлюються фіксовані темпи зміни валютного курсу (перспективна модель) [7].

Фіксація в межах похилого коридору дозволяє здійснювати вільне плавання валютного курсу в ме-

жах 1% від формального чи неофіційного паритету, який періодично коригується. Діапазон коливань може бути симетричним відносно центрального паритету чи поступово асиметрично розширюватися в часі.

Механізми реалізації плаваючого валютного курсу (floating rate) реалізується у двох режимах: кероване та незалежне плавання.

При керованому плаванні без визначеного діапазону коливань валютного курсу (managed floating with no predetermined path for the exchange rate) органи грошово-кредитного регулювання впливають на валютний курс, не встановлюючи попередню траєкторію його зміни або його цільового значення.

Особливість незалежного плавання (*independently floating*) полягає в тому, що валютний курс визначається ринковими чинниками, тобто попитом і пропозицією. Валютні інтервенції здійснюються для запобігання коливанням валютного курсу, які не є наслідком фундаментальних макроекономічних зрушень [7].

Вибір того чи іншого режиму валютного курсу визначає механізм формування валютного курсу та ступінь втручання центрального банку в процес курсоутворення. Що стосується режиму жорсткої прив'язки валютного курсу, то в цих умовах центральний банк спроможний забезпечити продаж іноземної валюти в кількості, необхідній для підтримки встановленого валютного курсу. Для цього центральний банк повинен мати необхідні запаси іноземної валюти [3, с. 48] та зобов'язаний купувати чи продавати будь-яку кількість валюти відповідно до попиту на неї з боку економічних агентів для того, щоб утримати валюту від девальвації.

Для того щоб визначити вплив цих трьох моделей курсової політики з урахуванням їх розмежування на різні види, на формування фінансових ресурсів підприємства, необхідно визначити недоліки та переваги вибору тієї чи іншої моделі. Характеристика переваг та недоліків застосування плаваючої і проміжної моделі та моделі жорсткої прив'язки валютного курсу зображена в табл. 1.

Крім цієї класифікації режимів курсової політики, яку надає МВФ, ще існують режими, засновані на таргетуванні обмінного курсу [8]. Але впродовж останніх років МВФ рекомендував країнам удосконалити свою монетарну політику та перейти від режимів таргетування грошових агрегатів і валютного курсу до режиму таргетування інфляції. Незважаючи на це багато країн продовжують застосовувати режим таргетування валютного курсу, у тому числі й Україна, що обумовлено значними обсягами обігу іноземної валюти, а також характером емісії грошей.

Для подальшого аналізу впливу моделі курсової політики, а саме України, на формування фінансових ресурсів підприємства ми коротко розглянемо режими, засновані на таргетуванні обмінного курсу. Відповідно до де-факто класифікації, упорядкованої МВФ, виокремлюють такі режими, засновані на таргетуванні обмінного курсу:

— режим обмінного курсу без власного законного платіжного засобу [8]. Відповідно до нашої класифікації, це валютний союз та формальна доларизація;

— режим валютного комітету, що заснований на законодавчому зобов'язанні обмінювати національну валюту на вказану іноземну валюту за фіксованим валютним курсом у поєднанні з обмеженнями емісійних органів на виконання їх законних зобов'язань. Інакше кажучи, національна валюта випускається лише

як альтернатива іноземній валюті та повністю підкріплюється валютними резервами. Таким чином, позбавляє центральний банк його традиційних функцій, а саме монетарного контролю та ролі кредитора останньої інстанції. Режим валютного комітету обирається для попередження нестабільності або для відновлення конвертованості валюти під час кризи;

— режим фіксованої прив'язки. Країна прив'язує свою валюту в межах коридору +1 % або менше до іншої валюти (у рамках спільної домовленості, як у механізмі регулювання валютних курсів) або до корзини валют країн — найбільших торгових і фінансових партнерів. При цьому питома вага валют у цій корзині залежить від територіального розподілу торгівлі, послуг і потоків капіталу. При цьому режимі центральний банк не позбавлений його традиційних функцій;

— режим повзучої прив'язки [8].

Необхідно зазначити, що режим таргетування валютного курсу передбачає, що центральний банк установлює номінальний обмінний курс як проміжну ціль монетарної політики та намагається забезпечити його стабільність щодо валюти так званої країни-якоря через зміни процентних ставок і прямих валютних інтервенцій, 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 [1, с. 160].

Розглядаючи переваги такого режиму, можна проаналізувати вплив цієї моделі курсової політики на формування фінансових ресурсів підприємства в Україні.

По-перше, фіксований валютний курс є номінальним якорем монетарної політики та таким чином підвищує рівень її транспарентності, яка передбачає рівень відкритості компанії, ступінь розкриття інформації про структуру організації, ризик-менеджмент, діяльність та її результати [1, с. 162]. У цьому випадку інвесторам, кредиторам та економічним агентам досить легко визначити ступінь ризику їх вкладень в ту чи іншу підприємницьку діяльність. При низькому рівні ризику неповернення своїх вкладів вони будуть надані тим підприємствам, яким не достатньо власних фінансових ресурсів для розвитку в умовах сьогодишньої конкуренції.

Так, інвестиційна активність упродовж 2009 р. залишалася на низькому рівні. Інвестиції в основний капітал у I півріччі 2009 р. порівняно з аналогічним періодом 2008 р. знизилися на 43,3%. Спостерігалося погіршення прибутковості підприємств, падіння реальних грошових доходів населення та скорочення внутрішнього попиту [4, с. 2 — 3].

По-друге, якщо курс прив'язаний до валюти країни з низькою та стабільною інфляцією, то такий режим знижуватиме інфляційні очікування до рівня ва-

Таблиця 1

Характеристика переваг і недоліків застосування плаваючої і проміжної моделі та моделі жорсткої прив'язки валютного курсу

Переваги	Недоліки
Модель плаваючого валютного курсу	
<ul style="list-style-type: none"> - визначається ринковими силами під впливом попиту та пропозиції, відображає реальний стан економіки держави; - стримує валютні спекуляції; - дає змогу долати наслідки кризи, пов'язаної з зовнішньою заборгованістю; - протидіє зовнішнім «шокам». 	<ul style="list-style-type: none"> - викликає труднощі при визначенні майбутнього валютного курсу; - послабляє «дисципліну» цін; - посилює інфляцію.
Модель жорсткої прив'язки валютного курсу	
<ul style="list-style-type: none"> - дає підприємствам, учасникам зовнішньоекономічної діяльності, основу для планування та ціноутворення; - може використовуватися як інструмент антиінфляційної політики; - створює економічне середовище, за якого можуть бути швидше досягнуті бажані економічні показники, наприклад, ефективний розподіл ресурсів. 	<ul style="list-style-type: none"> - не дає можливості визначити, чи є обраний валютний курс оптимальним; - країна «імпортує» чужі проблеми з інфляцією або дефляцією, спадом виробництва та ін.
Проміжна модель валютного курсу	
<ul style="list-style-type: none"> - чітко визначає межі коливань валютних курсів, а, отже, дає більше можливостей суб'єктам ринку для прогнозування; - знижує рівень інфляції; - зменшує ризик економічних операцій, сприяє розвитку міжнародної торгівлі та інвестицій; - підвищує довіру до національної валюти; - може застосовуватися також при недостатньому фінансовому розвитку країни. 	<ul style="list-style-type: none"> - при виникненні потреб перегляду валютного курсу викликає політичні ускладнення для уряду; - потребує значних валютних резервів; - не дає можливостей зростанню продуктивності; - викликає нестабільність процентних ставок; - посилює вразливість до фінансових криз; - викликає залежність від міжнародних фінансових організацій.

Примітка. Побудовано авторами за [5, с. 38; 3, с. 50].

люти країни, до якої прив'язана національна валюта [1, с. 163]. Ця прив'язка валюти може бути перевагою тільки в тому випадку, якщо в країні, валюта яка слугує «якорем», низький рівень інфляції. Так, на прикладі світової фінансової кризи, яка набула свого піку в Україні наприкінці 2008 — середині 2009 рр., де однією з причин була залежність української гривні від долару США, де відбувся обвал фінансового ринку. Це спричинило зупинення виробництв великої кількості підприємств, а інші вимушені були оголосити себе банкрутами та закритися зовсім.

За даними НБУ в 2009 р. відбулося поступове зниження інфляційного тиску — індекс споживчих цін (ІСЦ) у річному обчисленні знизився з 22,3% у 2008 р. до 15,0% у вересні 2009 р. (з початку 2009 р.

ІСЦ збільшився на 9,1%). Однією з основних причин зниження інфляції стало падіння сукупного попиту, спричинене зниженням економічної активності, що призвело до скорочення прибутковості підприємств та як наслідок — зменшення доходів населення. Але зниження інфляції внаслідок погіршення рівня життя громадян не може мати довгострокових позитивних результатів для розвитку економіки [4, с. 3 — 4].

Також це негативно вплинуло на формуванні фінансових ресурсів з огляду на те, що;

— підприємство було позбавлено можливості поповнити свої фінансові ресурси за рахунок мобілізації коштів на фінансовому ринку, який теж опинився у скрутному становищі;

— збільшувалася кредиторська заборгованість;
— неможливість повернення кредитів та позик;
— позбавлення страхових відшкодувань, тому що більшість страхових компаній теж була вимушена оголосити себе банкрутом за великої наявності позик.

По-третє, зазвичай за рахунок валютних інтервенцій центральному банку легко контролювати валютний курс, проте варто зазначити, що застосування інструменту валютних інтервенцій не має стабільного впливу на валютний курс, якщо йдеться про тривалий тиск з боку фундаментальних економічних факторів [1, с. 163].

Тривале застосування інструменту валютних інтервенцій може призвести до погіршення сальдо платіжного балансу, стрімкого відтоку іноземного капіталу. У нашому випадку це є негативним явищем. Але з огляду на ситуацію в країні від'ємне сальдо інтервенцій Національного банку України у III кварталі 2009 р. збільшилося в 1,7 рази порівняно з II кварталом і становило 3 222 млн. дол. США. (за 9 місяців п. р. — 9 491,5 млн. доларів США) за рахунок проведення цільових валютних аукціонів [4, с. 5], що позитивно вплинуло на динаміку курсу гривні, а надалі поступове відновлення довіри інвесторів та кредиторів до підприємств.

По-четверте, фіксований валютний курс зменшує трансакційні витрати та непевність у міжнародній торгівлі, стимулюючи останню [1, с. 163]. Безумовно, це має позитивний вплив на формування фінансових ресурсів підприємства. Чим вищий обіг торгівлі підприємств, які виступають на міжнародній арені постачальниками, тим більший обсяг їх прибутку. Але не за часів, у яких існувала Україна впродовж останнього року.

Так, у III кварталі 2009 р. спостерігалось скорочення від'ємного сальдо зовнішньоторговельного балансу, яке було зумовлено більш прискореними темпами зниження обсягів імпорту товарів (на 52,6%) порівняно з темпами зменшення експорту товарів (на 48,2%) унаслідок значного скорочення внутрішнього попиту та девальвації обмінного курсу гривні [4, с. 3].

По-п'яте, країни з фіксованим курсом тяжіють до спекуляцій проти їхніх валют, особливо з урахуванням зростаючої схильності до мобільності капіталів, що є наслідком глобалізації світової економіки. Якщо політиці фіксованого курсу не вистачає довіри, виникає ризик того, що інвестори прагнуть позбавитися цієї валюти, змушуючи центральний банк викуповувати її у великих обсягах для підтримання прив'язки разом зі зростанням внутрішніх процентних ставок, що може спричинити кризу [1, с. 163].

З метою сприяння закріпленню позитивних тенденцій на грошово-кредитному ринку, підвищення сти-

мулів для покращення ситуації в реальному секторі економіки Національний банк України 15.06.2009 р. знизив облікову ставку до 10,25% [4, с. 9].

Валютний курс як номінальний якір має також низку недоліків:

— фіксований або стійкий курс загалом незадовільно корелює низькою або стабільною інфляцією;

— центральний банк позбавлений можливості використовувати монетарну політику для протидії внутрішнім шокам;

— відбувається істотне зростання значення фіскальної політики. Якщо грошова та фіскальна політика не узгоджені між собою та не спрямовуються на зниження темпів інфляції, то режим фіксованого курсу призводить до негативного результату [1, с. 164].

Висновки. У статті були надані дві класифікації моделі курсової політики за даними МВФ. За першою класифікацією в світі практикується використання трьох видів валютних режимів, які поділяються на режими жорсткої прив'язки, плаваючого та проміжного валютного курсу.

Порівняння моделі жорсткої прив'язки, плаваючих валютних курсів та проміжної моделі дають змогу зробити висновок, що жодна з цих систем не має суттєвих переваг. Плаваючі валютні курси зазвичай нестійкі щодо короткострокових періодів, проте в довгостроковій перспективі вони достатньо гнучкі та відображають стан економіки. Режим жорсткої прив'язки валютного курсу має перевагу з погляду короткострокової стабільності, але він виявляється надзвичайно нееластичним у довгостроковій перспективі.

За другою класифікацією, яку надає МВФ, ще є режими, засновані на таргетуванні обмінного курсу, до якого належать режим обмінного курсу без власного законного платіжного засобу, валютного комітету, фіксованої прив'язки, повзучої прив'язки. Було визначено, що Україна використовує режим фіксованої прив'язки, за якою є наявні переваги для формування фінансових ресурсів підприємства. Проаналізовано стан економіки країни впродовж 2008 — 2009 рр., за якого існували підприємства та визначено, що то були не найкращі часи для розвитку підприємницької діяльності. Але все ж таки проведення валютних інтервенцій за рахунок цільових валютних аукціонів допомогли стабілізувати курс національної валюти. Це трохи стабілізувало економіку країни, сприяло відновленню підприємницької діяльності та її інвестиційної привабливості.

Література

1. Кулінець А. П. Особливості міжнародного досвіду використання режимів таргетування валютного

курсу / А. П. Кулінець // Наукові праці НДФІ. — 2008. — №3 (44). — С. 160 — 168. 2. **Миклашевская Н.А.** Международная экономика : учеб. / Н. А. Миклашевская, А. В. Холопов / под общ. ред. А. В. Сидоровича; МГУ им. М.В. Ломоносова. — [4-е изд., доп.]. — М. : Дело и Сервис, 2004. — 191 с. 3. **Міжнародні валютно-кредитні відносини** : підручник / А. С. Филипенко, В. И. Мазуренко, В. Д. Сикора и др. / под ред. А. С. Филипенко. — К. : Либідь, 1997. — 208 с. 4. **Монетарний огляд НБУ III квартал 2009 р.** — 11 с. — Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua>. 5. **Тарасова Т.** О плавающем и фиксированном валютном курсе / Т. Тарасова // Банковский вестник. — 2007. — февраль. — С. 37 — 40. 6. **Юрчишин В. В.** Валютні кризи : монографія / В. В. Юрчишин. — К. : УАДУ при Президентові України, 2000. — 256 с. 7. **De Facto Classification of Exchange Rate Regimes and Monetary Policy Frameworks.** — 2008. — April. — Режим доступу : <http://www.imf.org>. 8. **De Facto Classification of Exchange Rate Regimes and Monetary Policy Framework. Data as of July 31, 2006.** — IMF, 2006. — Режим доступу : <http://www.imf.org/external/np/mfd/er/2006/eng/0706.htm>.

Ткаченко А. М., Авдей О. К. Вибір моделі курсової політики та її вплив на формування фінансових ресурсів підприємства на прикладі України

У статті розглянуто різні класифікації моделей курсової політики, переваги та недоліки їх впровадження. Проведено аналіз переваг та недоліків моделі курсової політики України та її впливу на формування фінансових ресурсів підприємства.

Ключові слова: моделі курсової політики, класифікація, Міжнародний валютний фонд, центральний

банк, фіксована прив'язка, таргетування обмінного курсу, валютний курс, формування фінансових ресурсів підприємства.

Ткаченко А. М., Авдей О. К. Выбор модели курсовой политики и ее влияние на формирование финансовых ресурсов предприятия на примере Украины

В статье рассмотрены разные классификации моделей курсовой политики, преимущества и недостатки их использования. Проанализированы преимущества и недостатки модели курсовой политики Украины и ее влияние на формирование финансовых ресурсов предприятия.

Ключевые слова: модели курсовой политики, классификация, Международный валютный фонд, центральный банк, фиксированная привязка, таргетирование обменного курса, валютный курс, формирование финансовых ресурсов предприятия.

Tkachenko A. M., Avdey O. K. A choice of model of course policy and its influence is on forming of financial resources of enterprise on example of Ukraine

In the article is explored the different classifications of exchange rate models, the advantages and disadvantages of their introduction. It is made the analysis of the advantages and disadvantages of exchange rate models of Ukraine and of its influence on the formation of enterprise's financial resources.

Key words: exchange rate models, classification, International monetary fund, National bank of Ukraine, fixed peg, inflation targeting framework, rate of exchange, formation of enterprise's financial resources.

Стаття надійшла до редакції 29.04.2010

Прийнято до друку 30.04.2010