



УДК 336.75

Шпенюк О.Є., аспірантка

Інститут економіки та прогнозування НАН України

НЕСТАБІЛЬНІСТЬ ВАЛЮТНИХ КУРСІВ В УМОВАХ ГЛОБАЛІЗАЦІЇ

Розглянуто основні фактори курсоутворення в умовах глобалізації; з'ясовано роль валютного курсу у формуванні світових дисбалансів; здійснено оцінку ключових викликів та ризиків для грошово-кредитної сфери економіки України протягом останнього півріччя та окреслено короткострокові перспективи функціонування валютного ринку України.

Ключові слова: валютний курс, валютний ринок, валютна політика, платіжний баланс, нестабільність, глобалізаційні процеси.

Формування сучасних підходів до пояснення основних тенденцій динаміки валютних курсів неможливе без урахування фактора фінансової глобалізації, оскільки саме глобалізація є потужним каталізатором як розвитку валютної сфери, так і виникнення її кризових станів, сприяє активізації потоків фінансових ресурсів, тим самим втручаючись в основні механізми їхнього розподілу в економіці, процеси формування ціни грошей на внутрішньому ринку (відсоткової ставки) та зовнішньому (валютний курс).

Серед основних факторів, які сприяли розвитку глобалізаційних процесів у валютно-фінансовій сфері протягом останніх десятиріч, варто виділити лібералізацію фінансових ринків та пом'якшення обмежень на рух капіталів, адже саме ці два фактори, на думку багатьох спеціалістів, є джерелом економічної нестабільності, особливо в країнах, що розвиваються. Тобто фінансова система, яка глибоко "втягнута" в інтеграційні процеси, є менш стійкою, ніж так звані системи із "запобіжниками", саме завдяки циклічності потоків капіталу [1, с. 200], які є джерелом нестабільності платіжного балансу. За таких умов відбувається суттєве посилення волатильності курсових співвідношень та їх вплив на економічні процеси в цілому, який К.Рогофф назвав "шизофренією валютного курсу" [2].

Зважаючи на ці причини, найбільш гострими і складними проблемами в умовах глобалізації стають: 1) управління станом платіжного балансу та його прогнозування; 2) контроль за курсовою динамікою та її взаємозв'язок із фундаментальними процесами. В умовах забезпечення глобальної стабільності відповідність цих проблем пов'язують з тим, що курсові співвідношення між валютами провідних країн світу є індикаторами для решти світу, а також якорем потоків капіталу та розвитку міжнародної торгівлі. Розгортання кризових подій на міжнародних фінансових ринках підтверджує гостроту проблем, адже багато країн стикаються із ситуацією, коли центральні банки неспроможні проводити ефективну валютно-курсону політику для стабілізації обмінного курсу національної грошової одиниці, в результаті чого відбува-



ються масові девальвації національних валют та валютні кризи, які породжують безліч нових питань із приводу реформування існуючої валютної системи та перебудови міжнародної фінансової архітектури.

У таких умовах з'ясування ролі валютного курсу в утворенні світових дисбалансів та визначення чинників нестабільності обмінних курсів набувають особливої актуальності. Аналізу цієї проблеми присвячено багато праць як зарубіжних, так і вітчизняних учених.

Основу сучасного валютного курсу як ціни грошової одиниці в іноземних платіжних засобах, як зазначає С.Борисов [3, с. 38], утворює не будь-яка конкретна цінність чи співвідношення цінностей, а цілий комплекс взаємопов'язаних і взаємозумовлених курсоутворювальних чинників, які проявляють себе через попит та пропозицію цієї валюти на ринку. Систематизація таких факторів здійснюється з метою вироблення адекватних заходів валютно-курсової політики в разі порушення стабільності економічних процесів, оскільки такі процеси тісно пов'язані між собою і взаємний вплив може нейтралізувати або підсилити дію один одного. Саме тому при дослідженні механізму формування валютного курсу найефективнішим є підхід, який ґрунтується на аналізі попиту і пропозиції валюти, чинників, що їх визначають, а також вартісної основи валютного курсу.

В економічній літературі існує велика різноманітність класифікацій курсоутворювальних факторів. Наприклад, Д.Пискулов виділив три групи факторів формування валютного курсу: 1) фундаментальні – основні макроекономічні показники, які впливають на учасників валютного ринку, і сам процес курсоутворення в середньостроковій перспективі; 2) технічні фактори, тобто основні закономірності поведінки валютних курсів у ретроспективі, які впливають на ухвалення рішень про купівлю чи продаж валюти і мають, скоріш за все, психологічний характер; 3) короткострокові, або несподівані, – форс-мажорні обставини, політичні, дії центральних банків тощо [4, с. 86]. Цікавою є класифікація, запропонована Дж.Вільямсом, який припускав слабкий зв'язок між макроекономічними показниками та валютним курсом і для створення більш точної моделі поділив фактори на дві групи: 1) традиційні фундаментальні (грошова пропозиція, рівень цін, номінальні відсоткові ставки тощо) і 2) фактичні фундаментальні, тобто показники фінансового ринку [5].

Незважаючи на таку різноманітність поділів основних факторів, які впливають на валютний курс, найбільш поширеною та ефективною є класифікація за термінами дії, що наведена на рис. 1:

- довгострокові (структурні, які визначають стан національної одиниці у валютній ієрархії);
- короткострокові (кон'юнктурні);
- надзвичайні (форс-мажорні) фактори.

Саме така класифікація дає можливість чітко виявити характер їхнього впливу на кожному конкретному етапі формування валютного курсу.

На валютний курс значний, а інколи й дуже вагомий, вплив мають форс-мажорні фактори, а саме:



- фінансово-економічні кризи;
- погодні аномалії і стихійні лиха;
- військові конфлікти;
- політичні кризи;
- епідемії, техногенні катастрофи, масові терористичні акти тощо.

Короткострокові фактори – це конкретні умови в певний час, які важко передбачити і характер впливу яких є найрізноманітнішим, зокрема вони пов'язані зі зміною ділової активності, чутками і очікуваннями; це можуть бути як валютно-курсова політика, діяльність валютних та спекулятивних ринків, ступінь використання валюти в міжнародних розрахунках, так і інфляційні чи девальваційні очікування, панічні настрої у суспільстві тощо.

До довгострокових факторів відносять:

1) ВВП – визначає вартісне наповнення національної грошової одиниці. Існує прямо пропорційне співвідношення між ВВП і валютним курсом: збільшення ВВП призводить до збільшення попиту на гривню, оскільки зростають обсяги виробництва, рівень платоспроможного попиту населення, конкурентоспроможність національних товарів, а це, у свою чергу, зумовлює підвищення курсу національної одиниці. Якщо прогнозується зниження зростання ВВП, то учасники валютного ринку скуповують іноземну валюту, що спричинює девальвацію національної;

2) грошова маса (M2) – скорочення грошової маси в обігу відносно товарів і послуг має своїм прямим результатом зниження цін на них і подорожчання національної валюти, і навпаки – збільшення грошової маси призводить до зростання рівня цін та знецінення національної валюти;

3) темп інфляції – чим вищий темп інфляції в країні, тим нижчий курс її валюти. При зниженні купівельної спроможності національної валюти, викликаній інфляційним знеціненням, виникає тенденція до падіння її обмінного курсу до валют країн, де темп інфляції нижчий. Особливо вплив інфляції відчувають країни із великими обсягами міжнародного обміну товарами, послугами і капіталом, оскільки динаміка валютного курсу тісно прив'язана до темпів інфляції, обчислених з урахуванням експортних цін. Розглядаючи інфляцію як фактор впливу на валютний курс, не можна не звернути увагу на інфляційні очікування населення, які скоріше є психологічним фактором. Прогнозування змін динаміки обмінного курсу валюти в умовах інфляції може викликати як ажіотажний попит на неї, так і масову її втечу, що відповідно призводить до завищення або заниження валютного курсу. Особливо відчувається залежність валютного курсу від інфляції в країнах із великими обсягами зовнішньої торгівлі, що відбивається у платіжному балансі;

4) стан платіжного балансу – якщо розглядати платіжний баланс за його складовими, то найтісніший зв'язок можна побачити між валютним курсом і поточним рахунком балансу: рівність доходів та видатків за розрахунками із зарубіжними державами означає те, що попит на іноземну валюту власників національних грошей повинен дорівнювати попиту на вітчизняну валюту власників іноземної валюти. Це є підставою для стабільності національної валюти.

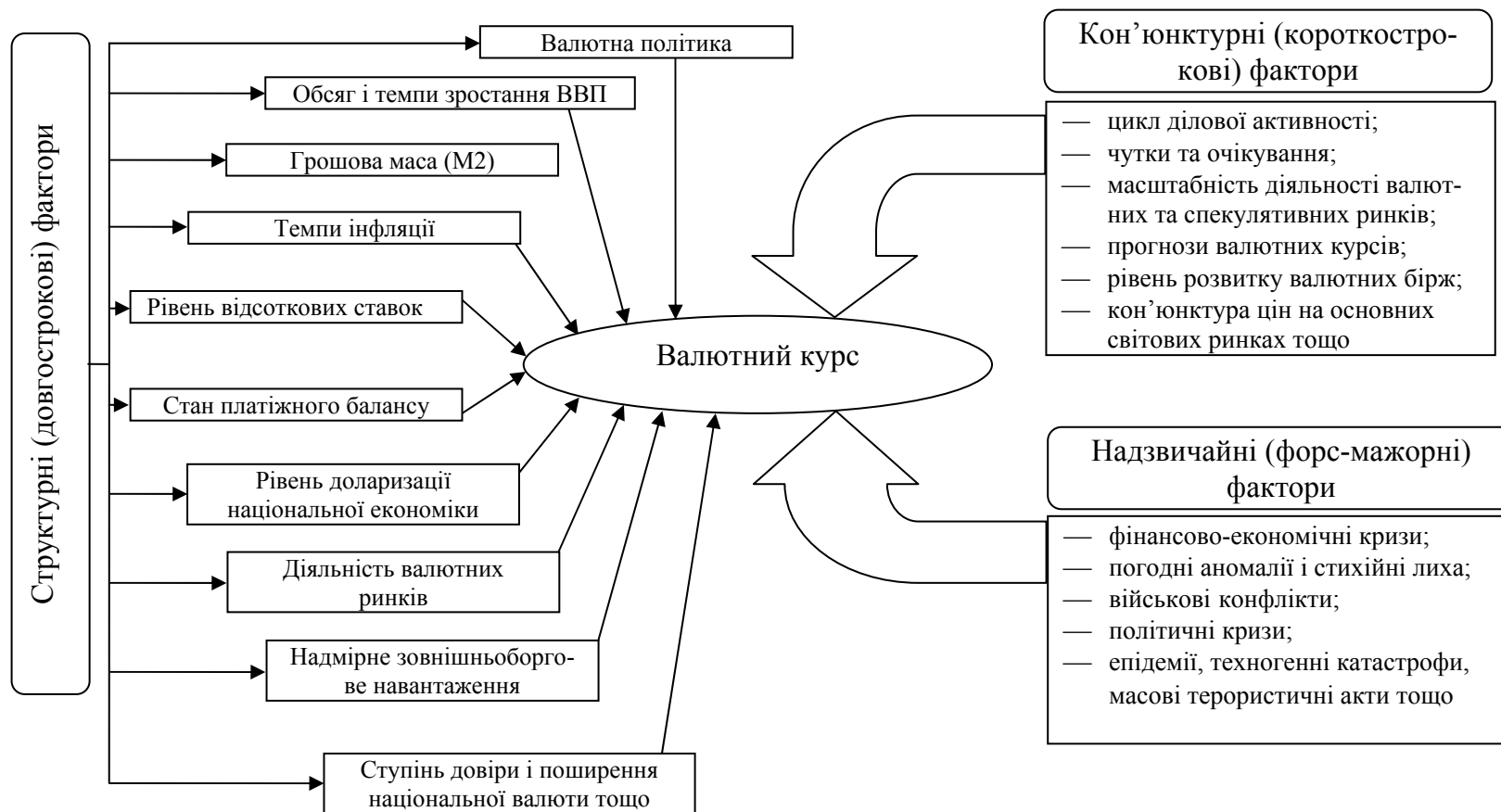


Рис. 1. Фактори впливу на валютний курс

Джерело: складено автором.



Пасивне сальдо платіжного балансу стимулює попит на іноземну валюту для погашення своїх зовнішніх боргових зобов'язань, тому виникає тенденція до зниження обмінного курсу національної грошової одиниці, і навпаки – активне сальдо породжує попит на національну валюту і тим самим підвищує її курс. Значний вплив на динаміку валютного курсу має міжнародний рух капіталів, тобто зміни на рахунках платіжного балансу, пов'язаних з операціями з капіталом, в основі яких лежать наміри великих інвесторів вкладати в національну економіку, тим самим підвищуючи попит на національну валюту і відповідно її обмінний курс. Масштаби впливу платіжного балансу на валютний курс визначаються ступенем відкритості економіки країни: чим вище частка експорту у ВВП, тим більш відкрита економіка і тим вища еластичність валютного курсу стосовно платіжного балансу;

5) бюджетний дефіцит веде до ослаблення валютного курсу і нарощування боргів, а відповідно, профіцит – до зростання валютного курсу;

6) рівень відсоткових ставок у різних країнах – підвищення рівня відсоткових ставок стає привабливим для вкладення капіталу саме у валюті цієї країни, а особливо, якщо ще й гарантується надійність цих вкладень, тому уряди часто маніпулюють цим інструментом для завищення ставок з метою залучення іноземного капіталу, що спричиняє зростання попиту на національну валюту, а значить, і на її ціну. І навпаки, зниження рівня відсоткових ставок призводить до відпливу капіталів з країни і зниження курсу національної валюти, тобто саме цей інструмент сприяє міграції капіталів між країнами. Більше того, відсоткові ставки впливають на операції валютних ринків та ринків позичкових капіталів, а саме: для отримання прибутків фінансові інститути часто за рахунок низьких ставок залучають на міжнародних ринках дешеві кредитні ресурси і розміщують їх на національних більш дорогих, впливаючи цим самим на валютний курс. Однак останнім часом вплив цього фактора на динаміку валютного курсу не можна оцінити однозначно;

7) діяльність валютних ринків – існує прямо пропорційна залежність між валютним курсом і валютними спекуляціями, які сприяють дестабілізації на валютному ринку. Як правило, валютні ринки швидко реагують на зміни в економіці та політиці, на коливання курсових співвідношень, сприяючи тим самим валютним спекуляціям та стихійному руху "гарячих" грошей;

8) рівень доларизації національної економіки – коли засобом обігу, платежу, заощадження стає не тільки національна валюта, а й іноземна, що свідчить про недовіру до національної. Звідси ж виникає ще один фактор –

9) ступінь довіри і поширення національної валюти на валютному ринку при міжнародних розрахунках, у формуванні національних валютних резервів і зовнішнього боргу, оскільки саме ці чинники формують попит і пропозицію на валюту;

10) надмірне зовнішньоборгове навантаження – особливо в процесі розгортання фінансової кризи, призводить до скорочення валютних резервів



країни, заохочує виведення капіталів за кордон і призводить до зниження обмінного курсу національної валюти;

11) валютна політика – вплив її визначається залежно від завдань економічної політики країни в цілому та реального стану національної економіки, а ефективність її реалізації породжує сприятливі чи несприятливі очікування, оскільки підвищення або зниження курсу національної валюти не завжди вважається однозначним.

Таким чином, формування валютного курсу є багатофакторним процесом, зумовленим тісними взаємозв'язками національної та світової економік, взаємозалежністю різних сфер "життя та діяльності" країни, різноманітними ситуаціями і явищами. Враховуючи це, аналіз структурних і кон'юнктурних чинників, визначення характеру їхнього впливу на валютний курс виступає необхідною умовою під час проведення валютно-курсової політики та прогнозування валютного курсу.

Втім не так уже й легко спрогнозувати динаміку рівня обмінного курсу грошової одиниці і, відповідно, проводити адекватну курсову політику, адже з погляду сучасної трансформації глобальної фінансової системи на валютний курс тиснуть відразу декілька факторів, унаслідок чого його роль постійно змінюється і стає передумовою виникнення значних проблем у фінансовій сфері.

Нестабільність валютних курсів на сьогодні є надзвичайно гострою проблемою для переважної більшості країн світу. Під нестабільністю валютних курсів ми розуміємо їхні значні коливання як при зниженні, так і при підвищенні курсу. Крім цього, поняття "нестабільності" поширюється і на випадки, коли органи грошово-кредитної політики можуть захищати курс валюти від спекулятивних атак шляхом проведення масштабних інтервенцій на валютному ринку або суттєвого підвищення внутрішньої відсоткової ставки. Ще М.Фрідмен писав, що нестабільність валютних курсів є симптомом нестабільності фундаментальної економічної системи [6].

Деякі фахівці вважають, що курсові коливання є наслідком відмінностей у специфіці впливу короткострокових і довгострокових факторів курсоутворення [7, р. 3–4; 8, р. 3–24]. Іншим поясненням є вплив так званих технічних і фізіологічних факторів, які діють на сучасних валютних ринках, і мотиви поведінки валютних дилерів, передусім, їхньою схильністю до "стадної поведінки". З погляду "мікроструктурної теорії", засновниками якої є М.Еванс і Р.Лайонс, головну роль у процесі курсоутворення відіграють особливості торговельного механізму та інформаційно-інституційної структури валютного ринку, а саме: рівень інформаційної прозорості та механізм поширення інформації в умовах інформаційної асиметрії, що зумовлює інформаційну неоднорідність учасників валютного ринку [9–12].

Останнім часом в умовах нестабільності валютних курсів дедалі більшого значення набуває фактор інформаційного забезпечення. Проте вплив цього фактора на курсові процеси визначити досить складно у зв'язку із пев-



ними особливостями: по-перше, не вся інформація, яка повідомляється є достовірною; по-друге, реакція на ту чи іншу інформацію не завжди є адекватною, не говорячи вже про передбачуваність, і по-третє, такий фактор як поінформованість, тягне за собою наступний – психологічний.

На цьому факторі варто зупинитися детальніше, оскільки саме він є одним із тих, які можуть стати поштовхом до розгортання різних кризових явищ. Яскравим прикладом цього є Україна у 1998–1999 та 2008 рр., коли у зростанні попиту на валюту найвагомішу роль зіграв саме психологічний фактор: після проголошення банкрутом одного з найбільших інвестиційних банків США "Lehman Brothers" та рейдерської атаки на "Промінвестбанк" поширилася паніка серед населення, внаслідок якої виникли ажіотажний попит на валютному ринку України, втеча від гривні та конвертація гривневих заощаджень у вільно конвертовані валюти, масове вилучення ресурсів із банківської системи. За таких умов НБУ не міг повністю контролювати ситуацію на валютному ринку. Це й стало однією з найголовніших причин девальвації національної валюти, яка за 2008 р. становила майже на 53% [13].

В умовах дестабілізації світової економіки важливою проблемою динаміки валютних курсів є хаотичні перетоки капіталів, особливо якщо брати до уваги короткострокові, які можуть бути "докорінною причиною надмірних коливань обмінних курсів" [14, с. 232]. В останні роки за умов значної фінансової відкритості національних економік виникають проблеми, пов'язані не тільки з масовими припливами капіталу, які можуть призводити до перегріву економіки і створення підвищеного тиску на обмінний курс, а й зі сповільненням, раптовою зупинкою або реверсом потоків капіталу [15]. Особливо негативний вплив такої мінливості потоків капіталу відчувають країни із значною залежністю від зовнішнього фінансування, адже підвищується ймовірність виникнення валютної кризи. З іншого боку, за значної активізації припливів капіталу центральні банки з метою запобігання зростанню обмінного курсу інколи вдаються до проведення валютних інтервенцій, які можуть супроводжуватися подальшою стерилізацією.

Таким чином, прямим каналом негативного впливу нестабільності валютних курсів є посилення непевності, нееквівалентності міжнародної торгівлі, виникнення диспропорцій у системі ціноутворення, що, відповідно, призводить до нераціонального розподілу ресурсів в економіці (валютних, фінансових, виробничих, трудових тощо), посилення невизначеності та непрозорості інвестиційного середовища, ризиків економічної діяльності, ускладнення процесу виробничого планування і ухвалення інвестиційних рішень.

З песимістичного погляду, нестабільність на валютному ринку також може бути зумовлена кризами: платіжного балансу; зовнішньої державної заборгованості; зовнішньої корпоративної заборгованості, – які, зрештою, призводять до валютної кризи.

Зараз чимало розмов ведеться з приводу розв'язання проблеми так званих "валютних війн", або, як їх назвав Домінік Стросс-Кан, міжнародного



змагання з ослаблення національних валют, в яке втягується дедалі більше країн світу. Як не дивно, саме поняття "валютна війна" з'явилося нещодавно, але миттєво набуло значної популярності, а Дж.Сорос навіть назвав цей час "ерою валютних війн". Проте не варто плутати "валютну війну" із масовою атакою спекулянтів на певну валюту, оскільки ведення такої війни – це, перш за все, свідоме втручання уряду чи центральних банків у процес штучного заниження обмінного курсу національної грошової одиниці шляхом проведення неодноразових масштабних валютних інтервенцій. Звідси випливає, що основною "зброєю" такої війни є слабка валюта. В чому ж полягає проблема боротьби із штучно заниженими курсами?

По-перше, слід відмітити, що валюти індустріально розвинених країн вільно коливаються, тоді як деякі країни з ринками, що розвиваються, спеціально занижують курс своєї валюти для стимулювання експорту. Однак така політика приносить "користь" тільки у короткостроковому періоді, оскільки у тривалій перспективі вона запускає механізм зворотного процесу, пов'язаний із погіршенням умов торгівлі. Тобто в такому разі, цілком доречно говорити не тільки про валютні суперечки, а й про торгіві, які можуть породити певні форми протекціонізму, що неминуче призведуть до утворення кризових явищ і ймовірного обвалу світової економіки, як це було у 30-х роках минулого століття (часи Великої депресії).

По-друге, "валютні війни", пов'язані з невирішеністю структурних проблем низки провідних індустріальних країн, впливають передусім на міжнародні фінансові ринки та ринки праці і перешкоджають відновленню світової економіки.

По-третє, як показує історичний досвід, міжнародне змагання з ослаблення національних валют безперспективне і рано чи пізно призведе до розпаду світової економіки.

Багато західних експертів і політиків переконані: першопричиною нинішньої валютної війни є Китай. Адже саме Китай шляхом заниження своєї валюти нестримно нарощував останніми роками свою промислову потужність і свій експорт, тим самим сприяючи накопиченню своїх валютних резервів. Китайські ж аргументи у цьому протистоянні зводяться до того, що валютний курс є передусім відображенням складної композиції показників, які повинні враховувати всі пропорції, співвідношення всередині країни, сформовану логіку ціноутворення, вартості робочої сили та інші важливі внутрішньогосподарські характеристики. Цим самим Китай спростовує звинувачення США про "неринкову" поведінку [16].

Сучасна парадигма економічного зростання в Китаї орієнтована на експорт, а не на розвиток внутрішнього ринку, і відповідно породжує "зачароване коло": низький внутрішній попит – опора на експорт – гонитва за дешевим збутом – низькі затрати – низька зарплата – слабкий внутрішній попит. У такому ланцюжку занижений і фіксований курс юаня відіграє роль інструмента максимізації доходів від експорту [17].



Значно перспективнішою, на думку багатьох фахівців, є орієнтація виробництва на внутрішні ринки. У такому разі зростання економіки відбуватиметься за алгоритмом: зростання доходів – підвищення внутрішнього попиту – зниження залежності від експорту – відмова від погоні за збутом – підвищення доходів [17]. Саме на проведення такої економічної політики закликають Китай.

Ще рік тому "головним болем" більшості світу був друкарський верстат США, котрий запускав у "світ" надмірні потоки гарячої ліквідності, проте на сьогодні ситуація докорінно змінилася, і в економічних колах вже говорять про цілком протилежну ситуацію. Тобто замість наступної хвилі "кількісного пом'якшення" США запустили операцію "Твіст", яка не передбачає збільшення ліквідності, а полягає у продажу коротко- і середньострокових зобов'язань уряду і купівлі довгострокових. До того ж боргові проблеми європейських країн і панічне очікування чергової кризи викликали стрімкий відплив капіталів із Азії і Східної Європи – іноземні інвестори кинулися переводити свої активи у готівку і конвертовувати прибутки у долари, єни і, як не дивно, швейцарські франки. При цьому Швейцарія встановлює "стелю" для курсу франка на рівні 1,2 до євро.

Це далеко не перший і не єдиний крок у такому напрямі, оскільки центральні банки країн, що розвиваються, у намаганні зупинити стрімке падіння національних валют почали проводити масштабні інтервенції. Тільки у вересні за декілька днів Бразилія продала 2 750 млрд дол. США, Південна Корея – 4 млрд дол. США, Тайвань – 300 млн дол. США, і навіть Польща вжила заходів для захисту національної валюти, яка за три місяці знецінилася на 16,5%. До числа рекордсменів за темпами девальвації увійшов і російський рубль (котирування якого тільки у вересні поточного року досягли мінімуму дворічної давності щодо американської валюти), і канадський долар (знецінення на рівні 4,5%), і данська крона (3% зниження), однак лідером у девальваційних процесах, звичайно, став білоруський рубль, який тільки за один день у травні цього року знецінився на 56%. Основною причиною такого знецінення економісти називають зниження вартості нафти та інших сировинних товарів, а також період політичної нестабільності.

У світлі сьогоднішніх подій небезпідставно очікувати виникнення чергової хвилі світової фінансової кризи, яка накриє більшість країн із ринками, що формуються.

За таких умов досить тривожними є такі тенденції, що спостерігаються у фінансовій сфері України, починаючи з II півріччя 2011 року.

1. Дефіцит торгового балансу України продовжує стрімко зростати: за січень–серпень 2011 р. імпорт перевищив експорт на 8,1 млрд дол., при цьому експорт товарів за вісім місяців 2011 р. збільшився на 39,4%, до 44 млрд дол., а імпорт – на 44,6%, до 52,1 млрд дол. [див. 13]. Така динаміка, в основному, пов'язана із подорожчанням газу, частка якого в грошовому еквіваленті у структурі імпорту за вісім місяців зросла на 71,6%, до 9,3 млрд дол. Зростання негативного сальдо зовнішньої торгівлі збільшує



тиск на валютний ринок країни і провокує збільшення попиту на валюту, що може призвести до подальшої девальвації гривні. Крім цього, фахівці дедалі частіше говорять про зменшення попиту на металургійних ринках внаслідок боргової кризи у Європі, що, відповідно, знизить валютні надходження України від експорту.

2. У серпні 2011 р. вперше за останні два роки був зафіксований відтік коштів з гривневих депозитів – на 0,81 млрд грн. – на тлі подальшого зростання валютних депозитів – на еквівалент 1,9 млрд грн, відсоткова ставка за якими нижча. Це хоч і значно менше, ніж під час паніки у жовтні 2008 р. – 12,3 млрд грн, але більше, ніж у жовтні 2009 р. – 0,17 млрд грн. Ще відчутнішою стала "втеча у валюту" коштів юридичних осіб. Лише за серпень вони збільшили валютні депозити на 3 млрд грн, тоді як за попередні сім місяців – на 5,6 млрд грн. У вересні така тенденція продовжувалася: обсяги валюти, проданої населенню за вересень, становили 3,59 млрд дол. США, а купленої банками в населення – 1,5 млрд дол. США; банківські вклади фізичних осіб в іноземній валюті зросли на 13,5 млн дол. США і станом на 30.09.2011 р. становили 18,2 млрд дол. США [див. 13]. Такі дані свідчать про вельми плачевні перспективи для національної валюти, які утворилися на тлі панічних настроїв серед населення та загальної ситуації на міжнародних фінансових ринках.

3. Скорочення золотовалютних резервів протягом вересня на 3,2 млрд дол. до рівня 35 млрд дол. США [див. 13], причому головними причинами такого зменшення називають домінування імпорту та недоступність іноземних кредитів. Населення знову ж таки, не довіряючи національній валюті, кинулося знімати гривневі депозити з банків та конвертувати їх в іноземну валюту.

4. Ще одним загрозливим фактом є втеча вітчизняних та іноземних інвесторів з гривневих інвестицій за абсолютною більшістю напрямків, а також зниження індексу вартості акцій до рівня осені 2008 р. Тільки за декілька днів у вересні індекс ПФТС упав з 578,7 до 557,4, а Української біржі – з 1470,7 до 1400,4 пункта, що не віщує нічого доброго для ринків капіталу України.

5. Втрата довіри інвесторів до національної валюти, яка проявляється не тільки у "втечі" капіталів, а й у небажанні купувати номіновані у гривні облігації внутрішньої державної позики. Вказані події досягли апогею у вересні, коли глава НБУ ініціював випуск ОВДП, захищених від змін обмінного курсу. Зокрема, у серпні 2011 р. продано ОВДП на суму лише 0,1 млрд грн, тоді як за сім попередніх місяців – на 19 млрд грн, що є одним із негативних наслідків демонетизації економіки [див. 13].

6. Зупинка співпраці із МВФ, яка виникла через недотримання всіх вимог, поставлених перед Україною, в результаті чого фонд "заморозив" видачу наступних траншів згідно з програмою stand-by. Спочатку це не зовсім лякало уряд, проте вже тепер він готовий до виконання поставлених вимог, оскільки без допомоги фонду Україна не справиться з проблемами, які постали.

За таких умов (підвищеного попиту на іноземну валюту, зневіри до національної одиниці) грошовий регулятор України уже вкотре припускається по-



милки, адміністративно утискаючи продаж готівкових доларів, аби скоротити їх скуповування населенням. Внаслідок цього можна отримати непотрібний ажіотаж і загострення дефіциту. У підсумку всі чинники фінансово-валютного розбалансування працюють на повну потужність, тим самим підвищуючи вірогідність кризового сценарію розвитку подій.

Нині Україна стоїть перед низкою нерозв'язаних питань і проблем у валютній сфері, які не тільки нагнітають і без того сумні перспективи, але й підбурюють панічні настрої серед населення, що може спровокувати повторення подій 2008 р. А завданням НБУ, у свою чергу, є розроблення першочергових заходів для стабілізації ситуації на валютному ринку з метою менш "болючої" реакції України на кризові явища, що розростаються у світовій економіці.

Таким чином, у світлі останніх тенденцій розвитку фінансового сектора України вірогідність зниження обмінного курсу національної валюти є досить високою, оскільки як фундаментальні фактори (наростаючий дефіцит платіжного балансу, зростаючі темпи інфляції, високий рівень доларизації економіки, скорочення гривневої маси, величезний дефіцит державного бюджету та розмір зовнішнього боргу тощо), так і короткострокові (помилкові дії органів грошово-кредитного регулювання, які "сіють" паніку на ринках, негативні очікування населення, пов'язані із чутками про нову "хвилю" кризи, сповільнення ділової активності, події на світових ринках, домінування спекулятивного капіталу тощо), "сприяють" саме такому розвитку подій на валютному ринку України. При цьому НБУ та урядові негайно потрібно вжити заходів для надання керуваного характеру процесу девальвації і уникнення панічних настроїв на валютному ринку. У протилежному випадку стрімка девальвація супроводжуватиметься дестабілізацією валютного ринку і стане пусковим механізмом для виникнення боргової і банківської кризи в Україні.

Список використаних джерел

1. *Стиглиц Дж.* О реформе международной валютно-финансовой системы: уроки глобального кризиса : доклад Комиссии финансовых экспертов ООН. – М. : Междунар. отношения, 2010. – 328 с.
2. *Rogoff K.* Impact of Globalization on Monetary Policy / K Rogoff // The New Economic Geography : Effects and Policy Implications. Symposium Sponsored by the Federal Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, August 24–26, 2006. – 2006. – P. 1–48.
3. *Борисов С.* Конвертируемый рубль? / С.Борисов // Деньги и кредит. – 1995. – № 6. – С. 32.
4. *Пискулов Д.Ю.* Теория и практика валютного дилина : [приклад. пособ.] / Д.Ю.Пискулов. – М. : ИНФРА-М, 1995. – 208 с.
5. *Williams G.* Modelling real exchange rate behaviour : a cross-country study / G.Williams A.Parikh // Applied Financial Economics. – 1998. – Vol. 8 – p. 578.
6. *Friedman M.* The case for flexible exchange rates / M.Friedman // Essays in Positive Economics. – Chicago : University of Chicago Press, 1953. – P. 157–203.
7. *Canales-Kriljenko J.* Structural factors affecting exchange rate volatility: a cross-section study [Електронний ресурс] / J.Canales-Kriljenko, K.Habermeier // IMF Working Paper WP/04/147. – 2004. – P. 1–14. – Доступний з : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/wp04147.pdf>.
8. *Meese R.* Empirical exchange rate models of the seventies / R.Meese, K.Rogoff // Journal of International Economics. – 1983. – № 14. – P. 3–24.



9. *Glosten L.* Bid, ask, and transactions prices in a specialist market with heterogeneously informed agents / L.Glosten, P.Milgrom // Journal of Financial Economics. – 1985. – № 14. – P. 71–100.
10. *Sun Y.* A Political-economic model of the choice of exchange rate regime [Електронний ресурс] / Y. Sun // IMF Working paper WP/02/212. – December 2002. – P. 1–19. – Доступний з : <<http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.cfm>>.
11. *Lyons R.K.* A simultaneous trade model of the foreign exchange hot potato [Електронний ресурс] / R.K.Lyons // Journal of International Economics. – 1997. – № 42. – P. 275–298. – Доступний з : <<http://ideas.repec.org/a/eee/inecon/v42y1997i3-4p275-298.html>>.
12. *Lyons R. K.* Test of micro structural hypothesis in the foreign exchange market [Електронний ресурс] / R. K. Lyons // Journal of Financial Economics. – 1995. – № 39. – P. 321–351. – Доступний з : <<http://www.sciencedirect.com>>.
13. Офіційний сайт Національного банку України [Електронний ресурс]. – Доступний з : <<http://www.bank.gov.ua>>.
14. *Стиглиц Дж.* Глобализация: тревожные тенденции / Дж.Стиглиц. – М. : Мысль, 2003. – 342 с.
15. *Додзуорт Д.* Регулирование потоков капитала : лекция на семинаре Объединенного Венского института (октябрь 2010 года).
16. *Труш С.* Динамика отношений КНР – США. Мотивации России / С. Труш // США и Канада. – 2011. – № 4. – С. 19–42.
17. *Бергер Я.М.* Экономическая стратегия Китая [Електронний ресурс] / Я.М.Бергер. – М. : ИД "ФОРУМ", 2009. – 560 с. – Доступний з : <http://www.ifes-ras.ru/attaches/books_texts/berger17.pdf>.

*Надійшла в редакцію
27.10.2011 р.*