ПРОБЛЕМЫ СОДЕРЖАНИЯ И МЕТОДИКИ ПРЕПОДАВАНИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ТЕОРИИ

Макроэкономика. Учебник

Сергей Кораблин

Тема 37. ВАЛЮТНЫЙ КУРС

37.1. Общие понятия

37.2. Теория единой цены. Паритет покупательной способности

37.3. Факторы формирования и изменения валютного курса

37.4. Номинальный эффективный обменный курс.
Реальный эффективный обменный курс

37.5. Валютный режим

Литература

1. *Кругман П.Р., Обстфельд М.* (2003). Международная экономика. Теория и политика. 5-е изд. Санкт-Петербург : Питер. 832 с.
2. *Макконнелл К.Р., Брю С.Л.* (1999). Экономикс: принципы, проблемы и политика: пер. с 13-го англ. изд. Москва : ИНФРА-М. XXXIV, 974 с. URL: https://vpluse.net/book/economic/Кэмпбелл%20Р.%20Макконнелл,%20Стэнли%20Л.%20Брю%20Экономикс%20(13-е%20издание,%201999).pdf
3. *Манків Ґ.Н.* (2000). Макроекономіка. Київ : Основи. 588 с.
4. *Науменкова С.В., Міщенко В.І.* (2010). Валюта і валютна політика. Київ : Знання. 84 с.
5. Про Національний банк України. Закон України від 20.05. 1999 р. № 679 – XIV. URL: http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/679-14/ed19990520/page.
6. Про систему валютного регулювання і валютного контролю. *Декрет Кабінету Міністрів України* від 19.02.1993р. № 15-93. URL: http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/15-93
7. Положення про встановлення офіційного курсу гривні до іноземних валют та курсу банківських металів. *Постанова Правління Національного банку України* від 12.11.2003 р. № 496. URL: http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/z1094-03.

Кораблин Сергей Александрович (skorablin@yahoo.com), д-р экон. наук, чл.-корр. НАН Украины; заместитель директора ГУ "Институт экономики и прогнозирования НАН Украины".

© С.Кораблин, 2018

8. Основні положення методики розрахунку індексів реального ефективного обмінного курсу (РЕОК) та номінального ефективного обмінного курсу (НЕОК) гривні. URL: https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=15141238.

37.1. Общие понятия

Определение. Валютный курс – цена определённой валюты, выраженная в единицах другой валюты.

Коды валют. Согласно стандарту ISO 4217 Международной организации стандартизации[1] каждой валюте присвоен уникальный трёхбуквенный латинский код. В этом коде две первые буквы обычно обозначают страну, а третья – валюту. Так, буквенный код:

– украинской гривни: UAH – **U**kr**a**ine (Украина) **h**ryvnia (гривня);

– американского доллара: USD – **U**nited **S**tates of America (США) **d**ollar (доллар);

– японской иены: JPY – **J**a**p**an (Япония) **y**en (иена).

Помимо этого, используются трёхзначные цифровые коды валют, например:

– украинская гривня: 980;

– американский доллар: 840;

– японская иена: 392.

Базовая валюта. Котируемая валюта. В арифметическом отношении валютный курс можно рассматривать, как пропорцию, результат деления числителя (определённого количества котируемой валюты) на знаменатель (единицу базовой валюты). В силу этого, например, валютный курс гривни к доллару США на уровне 25 грн /долл. США означает, что единицу базовой валюты (доллар США) можно обменять на 25 единиц котируемой валюты (гривня).

Прямая котировка. Обратная котировка. В качестве базовой валюты, в принципе, может выступать любая национальная валюта[2]. При этом роль котируемой также может играть любая обмениваемая на неё иностранная валюта.

Между тем на мировом валютном рынке при определении обменных курсов в качестве базовой валюты обычно используется доллар США. В международной практике такая котировка считается прямой. Согласно ей все другие национальные валюты являются котируемыми. Указанный подход отражает доминирующее положение в глобальной экономике американской валюты. Поэтому обычное представление в Украине валютного курса гривни к доллару США, когда последний выступает базовой валютой, а сама котировка – прямой, является типичным для международного валютного рынка.

[1] International Organization for Standardization (https://www.iso.org/home.html).
[2] Или коллективная валюта, как, например, евро.

Однако и в этих традициях есть свои исключения. Так, привилегированное положение фунта стерлингов Великой Британии в эпоху, которая предшествовала золотодолларовому стандарту, сохранилось в его статусе базовой валюты в котировках с долларом США. В силу этого в паре с фунтом стерлингов американский доллар обычно представлен в качестве котируемой валюты.

Аналогичная традиция наблюдается и при определении курса доллара США по отношению к австралийскому доллару и доллару Новой Зеландии, чьи страны-эмитенты входят в британское Содружество наций.

Типичное представление котировок на международном валютном рынке и их интерпретацию, в этом отношении, иллюстрируют такие примеры:

- 105,2 USD/JPY – 1 доллар США (базовая валюта) можно обменять на 105,2 японских йен (котируемая валюта);
- 25,00 USD/UAH – 1 доллар США (базовая валюта) можно обменять на 25,00 украинских гривень (котируемая валюта);
- 2,00 USD/BYR – 1 доллар США (базовая валюта) можно обменять на 2 белорусских рубля (котируемая валюта);
- 1,41 GBP/USD – 1 фунт стерлингов (базовая валюта) можно обменять на 1,41 долларов США (котируемая валюта);
- 0,77 AUD/USD – 1 австралийский доллар (базовая валюта) можно обменять на 0,77 долларов США (котируемая валюта);
- 0,72 NZD/USD – 1 новозеландский доллар (базовая валюта) можно обменять на 0,72 долларов США (котируемая валюта).

В свою очередь, и фунт стерлингов, и доллар США рассматриваются в качестве котируемых валют, когда речь заходит о международной практике представления их курсов по отношению к евро – за последним закрепилась роль базовой валюты. По этой причине обычное представление их котировок в паре с евро является таким:

- 1,24 EUR/USD – 1 евро (базовая валюта) можно обменять на 1,24 долларов США (котируемая валюта);
- 0,88 EUR/GBP – 1 евро (базовая валюта) можно обменять на 0,88 фунтов стерлингов (котируемая валюта).

Кросс-курс. Кросс-курс – курс валюты, рассчитанный с помощью курса третьих валют. Например, при курсе гривни к доллару США 25 грн / долл. США и доллара США к евро – 1,24 долл. США / евро, кросс-курс гривни к евро составит 31,00 грн/евро (= 25 грн / долл. США х 1,24 долл. США / евро).

Для корректного расчёта кросс-курса важно правильно применять котировки валют в исходном представлении их курсов. Так, в рассмотренном выше расчёте доллар США в первом случае выступает в качестве базовой валюты (грн / долл. США), а во втором – котируемой валюты (долл. США / евро).

В принятых на международном валютном рынке обозначениях указанный пример может быть представлен таким образом:

- первая валютная пара – 25,00 USD/UAH;
- вторая валютная пара – 1,24 EUR/USD;
- кросс-курс – 31,00 EUR/ UAH.

Валютный арбитраж. Валютный арбитраж может иметь место, когда на рынке наблюдаются разные обменные курсы для одних и тех же пар валют. В этом случае существует потенциальная возможность арбитража – купить одну валюту дешевле и продать её же дороже. Сложный арбитраж предполагает использование в подобных операциях нескольких валют. В этом случае при оценке потенциального арбитража используются их расчётные кросс-курсы.

Арбитражные операции способствуют выравниванию курсов валют на разных сегментах рынка. Это положение справедливо для условий не только национального, но и глобального валютного рынка. Вместе с тем арбитражные операции теряют смысл, когда связанные с ними трансакционные издержки превышают величину потенциального арбитража.

Рыночный курс гривни. В основе формирования валютных курсов лежат операции обмена разных национальных валют. В случае, когда обменные курсы формируются как результат взаимодействия рыночного спроса и предложения без прямого участия государства, принято говорить о рыночных обменных курсах.

В Украине такие курсы формируются при проведении операций с *безналичной* и с *наличной* иностранной валютой. Наглядным примером первого рода курсов могут служить курсы, складывающиеся при проведении операций на межбанковском валютном рынке Украины. В рабочие дни Национальный банк Украины (НБУ) публикует с интервалом в 30 минут усреднённую статистику по таким операциям, размещая на своем сайте информацию о средневзвешенном курсе гривни к *безналичному* доллару США[3]. Участниками операций с безналичной иностранной валютой обычно являются банки, а также их клиенты – предприятия, учреждения, физические лица-предприниматели.

Общий объём операций украинских банков по покупке иностранной валюты в *безналичной* форме составил в 2017 году 42,2 млрд долл. США (в долларовом эквиваленте), или 37,6% ВВП. При этом размеры рынка операций с *наличной* иностранной валютой остаются значительно меньшими. Так, в том же 2017 году объём её покупки банковскими учреждениями был равен 7,7 млрд долл. США (в долларовом эквиваленте).

[3] URL: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=9628619&cat_id=9628618.

Население в Украине более активно в проведении операций с *наличной* иностранной валютой, которые осуществляются в кассах уполномоченных банков и в пунктах обмена валют. Формирующиеся при этом обменные курсы также являются рыночными. НБУ размещает на своем сайте информацию о средневзвешенных курсах гривни, которые формируются в рабочие дни при проведении операций по покупке и продаже *наличного* доллара США[4].

Обычно операции с одной и той же иностранной валютой, но в различных её формах – наличной и безналичной – сопровождаются формированием разных рыночных (обменных) курсов гривни, что объясняется несовершенством арбитражных операций и наличием у них трансакционных издержек. Вместе с тем эффект арбитражных операций стимулирует сближение обменных курсов на наличном и безналичном сегментах валютного рынка Украины, что в частности иллюстрирует рис. 1.

Рыночные (обменные) курсы гривни определяются участниками соответствующих операций добровольно. Если украинское государство не является стороной таких операций, оно не участвует и в установлении сопутствующих им рыночных (обменных) курсов.

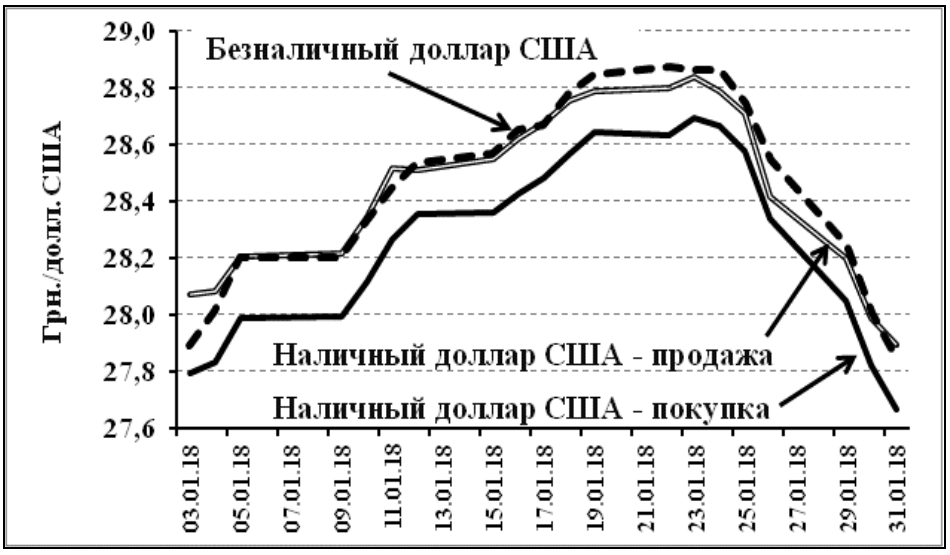

Рисунок 1. Обменные курсы гривни к доллару США: наличного – покупка банками у населения, наличного – продажа банками населению, безналичного (средневзвешенный), январь 2018 года

Источник: данные Национального банка Украины.

[4] URL: https://bank.gov.ua/control/uk/allinfo.

Однако косвенно государство практически всегда влияет на формирование рыночных курсов, хотя бы уже потому, что именно оно устанавливает национальные правила и нормы функционирования валютного рынка, а также меры ответственности за их нарушение. Что, по определению, призвано влиять на общие объёмы спроса и предложения иностранной валюты на рынке Украины.

Официальный курс гривни. Официальный курс гривни к иностранным валютам устанавливает НБУ. Он же устанавливает и курс банковских металлов[5].

Официальный курс гривни к свободно конвертируемым валютам и валютам стран, которые являются важнейшими экономическими партнёрами Украины, устанавливается в конце каждого рабочего дня. Действует он в течение следующего рабочего дня. Официальный курс гривни, установленный на последний рабочий день недели или предпраздничный день, действует в течение выходных и праздничных дней.

Официальный курс гривни к другим иностранным валютам устанавливается один раз в месяц.

Официальный курс гривни к доллару США рассчитывается, как средневзвешенный курс по всем операциям по его покупке и продаже в безналичной форме, осуществлённым на межбанковском валютном рынке Украины по итогам текущего рабочего дня. Информация об операциях с наличным долларом США при этом не учитывается. Эта особенность обусловлена разной скоростью получения НБУ информации об операциях с безналичной и наличной иностранной валютой.

В частности, информация об операциях с безналичной иностранной валютой становится известной НБУ в конце каждого рабочего дня к моменту закрытия межбанковского валютного рынка Украины, т.к. она регистрируется в электронном виде уполномоченными банками в Системе подтверждения соглашений[6] по мере проведения ими таких операций. Информация же об операциях с наличной иностранной валютой оказывается доступной НБУ несколько позже (обычно через день). В силу этого она не успевает поступить к моменту установления НБУ официального курса гривни.

Рассчитанный таким образом официальный курс гривни к доллару США используется для определения её официальных курсов к другим иностранным валютам. Указанные курсы, по сути, являются кросс-курсами. Для их расчёта используется официальный курс гривни к дол-

[5] Положення про встановлення офіційного курсу гривні до іноземних валют та курсу банківських металів (Постанова Правління Національного банку України від 12 листопада 2003 року № 496).

[6] Система підтвердження угод на міжбанківському валютному ринку України Національного банку України.

лару США и фиксинг (референтные курсы) Европейского центрального банка (ЕЦБ) относительно евро к доллару США и другим валютам.

При установлении официальных курсов гривни НБУ использует, помимо данных ЕЦБ, курсы валют, определяемые центральными банками других государств, а также текущие кросс-курсы валют к доллару США, которые содержатся в торгово-информационной системе компании THOMSON REUTERS.

В отличие от Украины, где устанавливается официальный курс гривни, в ряде таких стран, как, например, США и страны-участницы зоны евро, понятие официального курса (доллара США и евро) отсутствует. Вместо него используются реферативные курсы соответствующих валют. Такое отличие обусловлено повышенным вниманием, которое украинское общество и государство вынуждены уделять динамике валютного курса гривни вследствие значительного уровня долларизации национальной экономики, её открытости и соответствующей зависимости от входящих и исходящих потоков иностранной валюты.

В практическом отношении официальный курс гривни используется для целей бухгалтерского учёта. В случае же обменных операций к нему прибегают только при их проведении между Национальным банком Украины и Казначейской службой Украины. Все другие операции на валютном рынке Украины осуществляются по рыночным (обменным) курсам.

В силу этого термин "официальный обменный курс гривни" не вполне корректен, т.к. собственно обменные операции с его помощью осуществляются только в одном случае – при проведении операций между НБУ и Казначейской службы Украины. Все другие участники валютного рынка Украины использовать его не обязаны. Учитывая это, а также учётную функцию официального курса гривни, более точным представляется понятие "официальный валютный курс гривни".

Подобные лингвистические нюансы – в части разграничения "обменного курса" и "валютного курса" – обусловлены спецификой украинской экономики и организации её валютного рынка. В англоязычной практике и литературе такие особенности отсутствуют, вследствие чего используется один термин "exchange rate".

Курс банковских металлов. Официальный курс банковских металлов (золото, серебро, платина и палладий) рассчитывается как кросс-курс с учётом официального курса гривни к доллару США и цены соответствующих банковских металлов, по данным Лондонской ассоциации участников рынка драгоценных металлов (LBMA).

Курсообразующая валюта. Иностранная валюта, играющая ключевую роль при установлении официального курса национальной валюты, является курсообразующей. В Украине курсообразующей валютой является доллар США. Тому есть несколько причин.

Прежде всего, на операции с долларом США приходится до 70% и более всех операций, осуществляемых на валютном рынке Украины. Так, в 2017 году его доля в операциях текущего счёта платёжного баланса составляла: в структуре валютных поступлений – 73%, в структуре валютных платежей – 56%.

Особую роль американская валюта играет и в структуре валового внешнего долга Украины. Например, на конец 2017 года на доллар США приходилось 71,4% его общего объёма.

Не удивительно, что в Украине национальный бизнес, население, государство и его иностранные партнеры уделяют исключительно высокое внимание курсу гривни именно к доллару США. Так, об устойчивости курса гривни и валютного рынка Украины судят исходя из того, каков уровень котировок на нём не фунта стерлингов, евро или иены, а именно доллара США. Когда говорят о плавающем курсе гривни, опять-таки, в поле зрения оказываются исключительно её котировки в паре с долларом США, безотносительно к динамике курса гривни ко всем другим иностранным валютам. В программах сотрудничества с международными финансовыми организациями (МВФ, Мировой банк, ЕБРР и т.д.) валютно-курсовая политика Украины рассматривается также исключительно сквозь призму динамики курса гривни к доллару США. Её курсы ко всем иным иностранным валютам при этом де-факто не учитываются.

Динамика курса гривни к доллару США. Гривня была введена в обращение 2 сентября 1996 года. На тот момент её официальный курс к доллару США составлял 1,761 грн/долл. США. Через 21 год, в декабре 2017 года, он превысил 27 грн/долл. США (рис. 2).

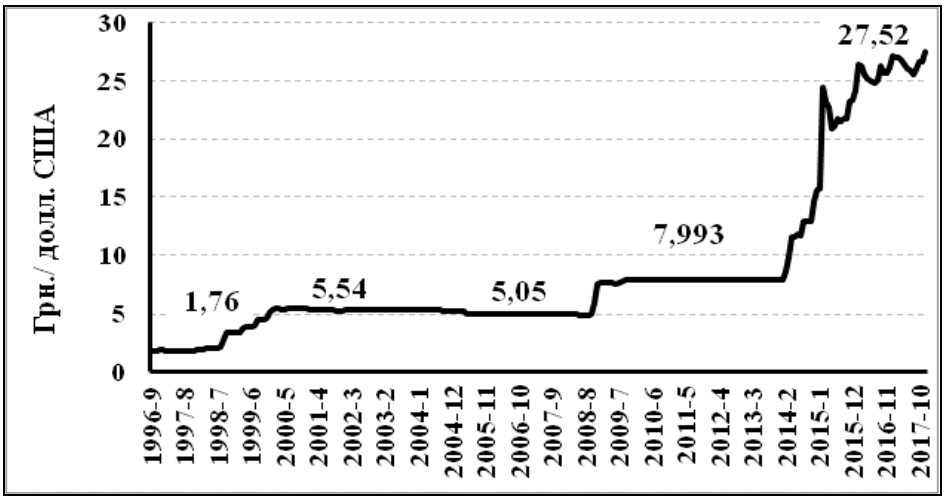

Рисунок 2. Официальный курс гривни к доллару США (среднемесячные показатели), 1996–2017 годы

Источник: данные Национального банка Украины.

Таким образом, гривня за указанное время обесценилась относительно доллара США более, чем в 15 раз. При этом периоды её наиболее существенных обесценений наблюдались в 1998–1999, 2008–2009 и 2014–2016 годы. Указанные годы вошли в историю украинской валюты, как годы валютных кризисов. Их протекание сопровождалось банковскими кризисами. Так, в ходе кризиса 2014–2016 годов гривня обесценилась относительно доллара США втрое, при этом банкротами оказались практически 50% всех украинских банков. Особенностью указанного кризиса был тот факт, что он протекал в условиях военного конфликта, сопровождавшегося аннексией АР Крым, оккупацией части Донецкой и Луганской областей Украины, а также значительными материальными, финансовыми и человеческими потерями.

37.2. Теория единой цены. Паритет покупательной способности

Теория единой цены. Индекс Big Mac. Теория единой цены предполагает наличие в глобальной экономике совершенной конкуренции и отсутствие любых трансакционных барьеров и сопутствующих им издержек. В таких условиях цена одного и того же товара, выраженная в одной валюте, должна быть одинаковой в разных странах. В силу этого обменный курс – согласно теории единой цены – должен быть равен соотношению цен выбранного товара в национальной экономике и в любой другой стране:

$$ER = P_{id} / P_{if}, \quad (1)$$

где ER – курс национальной валюты[7];

P_{id} – цена товара i в национальной экономике;

P_{if} – цена товара i в зарубежной экономике.

Очевидным следствием уравнения (1) является равенство "единице" курса национальной валюты, скорректированной на разницу цен товара i в национальной экономике и за границей:

$$ER * P_{if} / P_{id} = 1. \quad (2)$$

В 1986 году журнал *The Economist* изобрел индекс Big Mac, который сопоставляет фактический курс национальной валюты к доллару США с расчётным курсом, который определяется как отношение цены бургера Big Mac в сети McDonald's в разных странах с его ценой в США. Учитывая единую рецептуру производства указанного бургера, полагается, что разница его цен в долларовом эквиваленте в разных точках планеты может зависеть от искривления обменных курсов соответствующих национальных валют.

[7] В качестве базовой рассматривается иностранная валюта. В случае обратной котировки правая часть уравнения (1) должна быть представлена обратной величиной.

Так, согласно журналу *The Economist,* в январе 2018 года цена Big Mac в США составляла 5,28 долл. США, а в Украине – 1,64 долл. США (47 грн). Из чего был сделан вывод о том, что курс гривни к доллару США недооценён на 69% [= (1 – 1,64/5,28)*100%], а его "реальный" уровень должен был бы составлять 8,9 грн / долл. США (= 47 грн / 5,28 долл. США)[8].

В соответствии с этими расчетами, украинская гривня оказалась наиболее недооценённой валютой из всего перечня денежных единиц, проанализированных журналом. При этом наиболее переоценённым оказался швейцарский франк (на 28%): долларовый эквивалент цены Big Mac составлял в Швейцарии 6,76 долл. США (6,5 шв. франка).

Этот и подобные ему расчёты базируются на теории единой цены. Однако всерьёз их воспринимать не стоит, поскольку все они упускают из вида базовые допущения указанной теории, а именно – наличие совершенной конкуренции при полном отсутствии трансакционных барьеров и соответствующих им издержек. Но поскольку подобное предположение является невероятным по самой своей сути, постольку разницу между расчётными и фактическими валютными курсами можно интерпретировать как косвенный индикатор несовершенства национальных рынков. Под таким углом зрения наименьшие рыночные искривления должны наблюдаться в экономике Норвегии, а наибольшие – в Украине. Учитывая качественные отличия государственных и рыночных институтов в этих двух странах, указанный вывод, очевидно, вряд ли может вызвать серьёзные возражения.

Паритет покупательной способности (ППС). Концепция ППС имеет версии абсолютного и относительного ППС. Обе эти версии базируются на теории единой цены и её ключевых допущениях – наличия совершенной конкуренции, а также отсутствия на рынке трансакционных барьеров и связанных с ними издержек.

Вместе с тем, в отличие от теории одной цены, концепция абсолютного ППС (3) рассматривает валютный курс как соотношение не двух цен одного товара, а общих уровней цен в двух экономиках. В силу этого ППС теоретически связывает валютный курс со всей массой производимых товаров:

$$ER = P_d / P_f, \qquad (3)$$

где ER – курс национальной валюты;

P_d – общий уровень цен в национальной экономике;

P_f – общий уровень цен в зарубежной экономике.

Практическое использование абсолютного ППС (3) затруднено как в силу базовых допущений, так и сложности приведения общего уровня цен к единому количественному показателю P_d и P_f. Вместе

[8] URL: https://www.economist.com/content/big-mac-index.

с тем частично эти сложности можно обойти, перейдя к относительному ППС (4), согласно которому изменение валютного курса равно разнице изменений общих уровней цен в двух экономиках. Поскольку же процентное изменение общего уровня цен (ΔP) можно рассматривать через призму инфляции (π), изменение валютного курса оказывается примерно равным разнице инфляций в двух странах:

$$\Delta ER = \Delta P_d / \Delta P_f \sim \pi_d - \pi_f, \quad (4)$$

где ΔER – изменение курса национальной валюты;

$\pi_d = \Delta P_d$ – инфляция в национальной экономике;

$\pi_f = \Delta P_f$ – инфляция в зарубежной экономике.

Помимо этого, концепция ППС позволяет ввести в анализ понятие "реального обменного курса", который отражает покупательную способность национальной валюты, скорректированную на разницу цен в двух экономиках:

$$RER = ER * P_f / P_d = 1, \quad (5)$$

где *RER* – реальный обменный курс (РОК).

Учитывая базовые допущения концепции ППС, РОК *в её условиях* всегда равен 1.

Концепции ППС присущи все условности и, как следствие, – недостатки, свойственные теории одной цены. Помимо этого, сложность практического использования концепции ППС связана с сопоставлением цен в экономиках, производящих разные товары. Аналогичные проблемы могут возникнуть при анализе общего уровня цен даже в рамках одной экономики: поскольку на длительных временных интервалах товарная структура производства меняется, постольку прямое сопоставление общего уровня цен в разных временных точках может оказаться некорректным.

Несмотря на это, концепция ППС имеет большое методологическое значение, прежде всего благодаря простому и наглядному обоснованию непосредственной взаимосвязи валютного курса и инфляции. Даже в том случае, когда независимым фактором в уравнении (4) рассматривается не динамика цен, а изменения валютного курса, оно не теряет своего практического значения, поскольку удачно отражает хорошо известную зависимость, согласно которой ослабление национальной валюты – при прочих равных условиях – приводит к абсолютному и относительному[9] росту инфляции в национальной экономике. И наоборот, усиление национальной валюты способствует снижению инфляции.

Своеобразной иллюстрацией практического приложения уравнения (4) может служить рис. 3, на котором представлены годовые темпы прироста курса гривни к доллару США (линия ниже оси абсцисс)

[9] В данном случае, абсолютная инфляция – инфляция внутри страны, относительная инфляция – разница инфляции внутри страны и за рубежом.

и индекса потребительских цен (линия выше оси абсцисс). Темпы прироста рассчитаны в поквартальном разрезе для интервала 1996–2017 годов.

Рис. 3 является своеобразным отражением базовой зависимости между валютным курсом гривни к доллару США и инфляцией (4) для условий, когда:

– инфляция за рубежом (США) принята равной нулю, вследствие её незначительного уровня;

– арифметическое изменение валютного курса гривни показано с противоположным знаком, что позволяет отразить общее снижение её стоимости относительно доллара США.

С точки зрения концепции относительного ППС (4), рис. 3 иллюстрирует взаимосвязь между динамикой цен и валютного курса. Вместе с тем, если учесть конкретные условия украинской экономики, причинно-следственная связь между этими показателями может отличаться от её интерпретации в рамках концепции ППС. А именно – влияние динамики цен и валютного курса в Украине является взаимным.

Данный факт обусловлен значительной торговой открытостью отечественной экономики. Так, отношение ежегодных объёмов импортируемой ею продукции к производимому в Украине ВВП устойчиво колеблется около 50% ВВП. Вследствие этого любое существенное обесценение гривни повышает цену ввозимой в Украину продукции и, как результат, – общий уровень отечественной инфляции. При этом

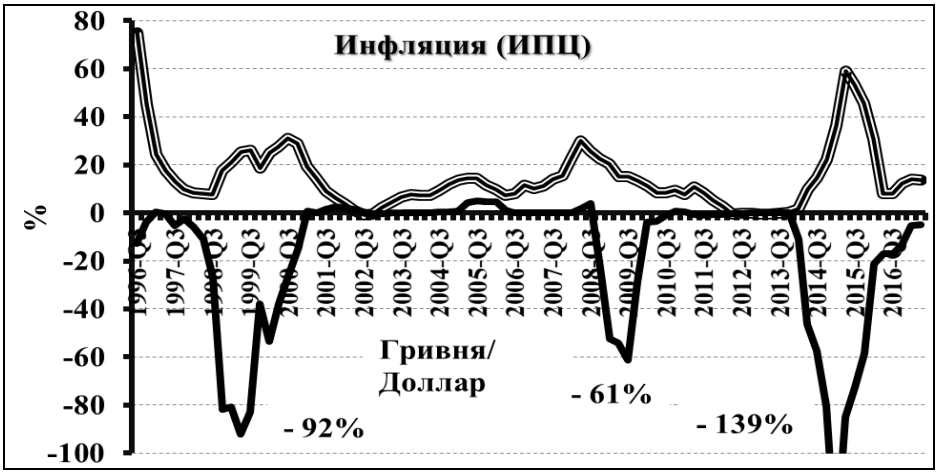

Рисунок 3. Годовые темпы прироста официального курса гривни к доллару США и индекса потребительских цен (в поквартальном разрезе), 1996–2017 годы

Источник: рассчитано по данным Национального банка Украины.

срабатывает так называемый "эффект переноса валютного курса". Согласно количественным оценкам, этот эффект в Украине может составлять 0,2–0,3, а именно: обесценение гривни относительно доллара США на 1% влечёт повышение уровня потребительской инфляции в Украине на 0,2–0,3 процентных пункта (п.п.).

Учитывая хронологию событий в 1998 и 2014 годах, когда резкому повышению инфляции непосредственно предшествовало падение валютного курса гривни к доллару США (соответственно, в сентябре 1998 года – на 50%, в годовом измерении, и в марте-апреле 2014 года – на 24% и 46%), анализ причин аномальных колебаний потребительских цен и валютного курса гривни (рис. 3) требует исследования не столько концепции ППС, как конкретных условий функционирования национальной экономики.

37.3. Факторы формирования и изменения валютного курса

Валютный курс – графическая интерпретация. Перечислить все факторы, влияющие на динамику валютного курса гривни, не представляется возможным. Объяснить это довольно просто, если учесть, что валютный курс – международная цена национальной валюты, отражающая весь спектр относительных преимуществ и недостатков соответствующей экономики. Поскольку же в них преломляются не только чисто хозяйственные особенности страны, но также её социокультурная, географическая и даже природно-климатическая специфика, привести исчерпывающий перечень всех курсовых факторов практически невозможно.

Однако это не мешает объяснить общую логику колебаний валютного курса и вычленить их ключевые составляющие. Графически валютный курс гривни (*ER*) можно анализировать как точку пересечения (гривневого) спроса на иностранную валюту (D) и её предложения (S). На рис. 4 иностранная валюта условно представлена долларом США.

Учитывая, что валютный курс отражает соотношение представленных на рынке иностранной и национальной валют, динамику курса обычно анализируют сквозь призму их объёмов и факторов изменения. Так, например, увеличение уровня предложения доллара США стимулирует курсовое усиление гривни и увеличение объёма продажи американской валюты (рис. 5).

Аналогичный результат, с точки зрения курсового усиления гривни, может быть достигнут и за счёт уменьшения гривневого спроса на иностранную валюту (рис. 6). Последнее может произойти в результате уменьшения предложения гривни в национальной экономике, улучшения курсовых ожиданий или, например, введения

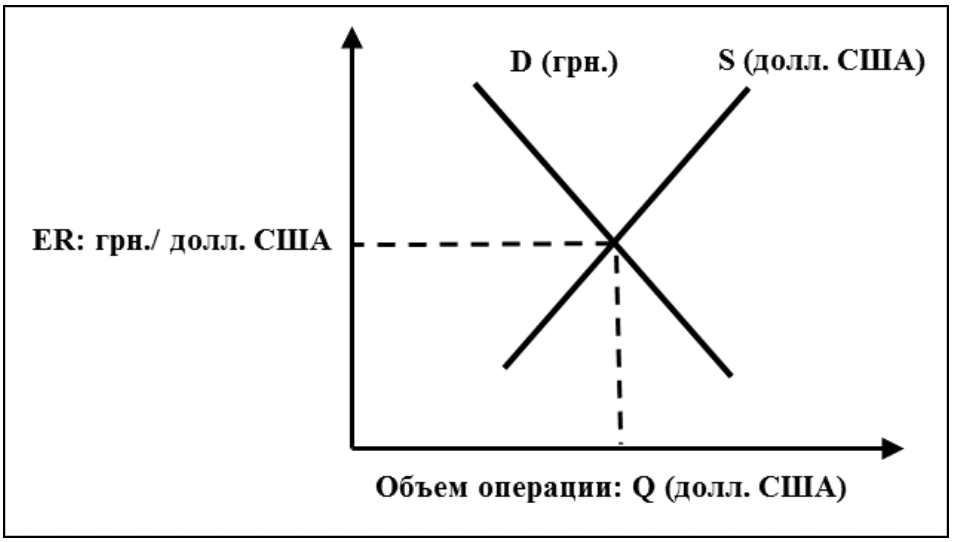

Рисунок 4. Гривневый спрос на доллар США [D(грн)], предложение доллара США [S(долл. США)], обменный курс гривни (ER) и объём обмена валют [Q(долл. США)]

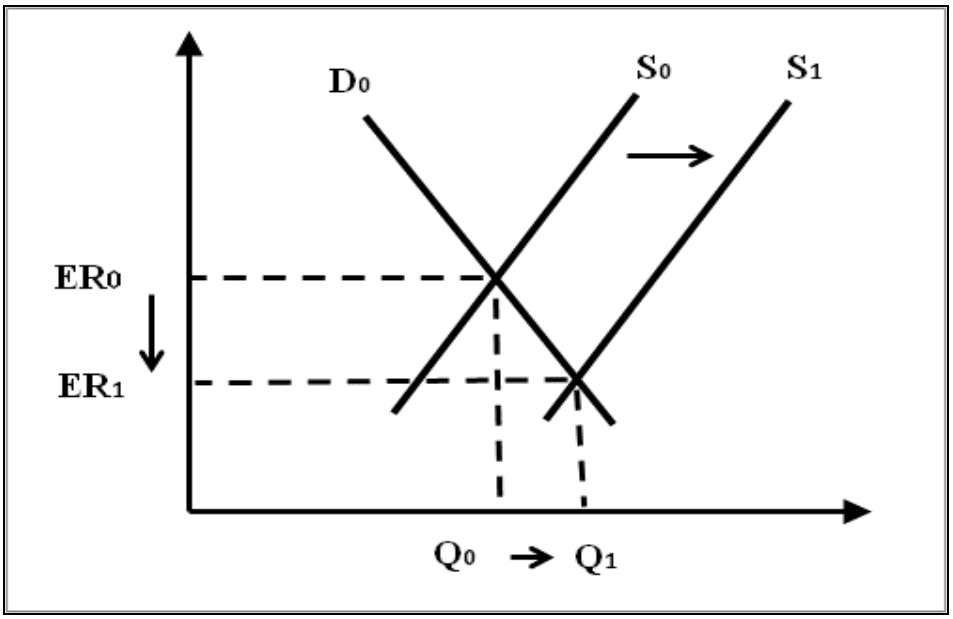

Рисунок 5. Эффект увеличения предложения иностранной валюты на рынке Украины: курсовое усиление гривни и рост объёма покупки/продажи иностранной валюты

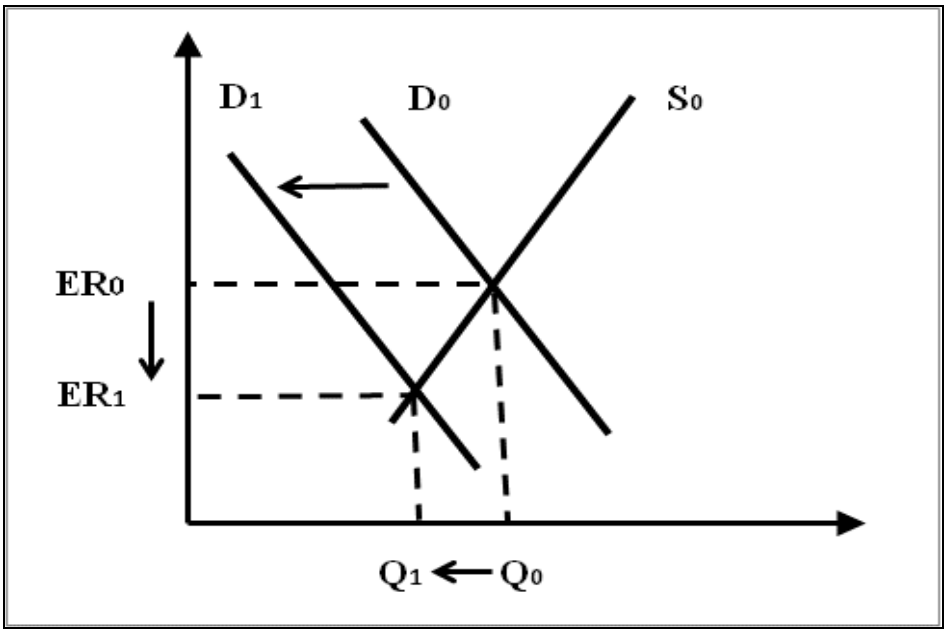

Рисунок 6. Эффект уменьшения спроса на иностранную валюту на рынке Украины: курсовое усиление гривни и падение объёма покупки/продажи иностранной валюты

дополнительных ограничений на покупку резидентами Украины иностранной валюты. При этом во всех указанных случаях усиление гривни будет сопровождаться сокращением объёма покупки/продажи иностранной валюты.

Факторы валютно-курсовой динамики. Рис. 5–6 наглядно демонстрируют, что, помимо уже рассмотренной инфляции, на динамику валютного курса влияют, с одной стороны, факторы предложения иностранной валюты, а с другой – спроса на неё.

В этой связи одной из наиболее полных валютных характеристик страны считается её платёжный баланс, который отражает каналы и объёмы притока иностранной валюты на счета резидентов и её встречного оттока в пользу нерезидентов. В этом качестве платёжный баланс позволяет оценить не только валютную привлекательность страны, но также ряд основных факторов, влияющих на уровень и динамику курса её национальной валюты. При этом чем большим – при прочих равных условиях – является положительное сальдо платёжного баланса, тем более высокой оказывается стоимость национальной валюты (гривни). И наоборот, ухудшение сальдо платёжного баланса приводит к её курсовому ослаблению.

Что касается предложения национальной валюты, то её динамику обычно анализируют сквозь призму монетарных показателей (денежная база, денежная масса) и отдельных факторов их изменения.

Наконец, самостоятельной составляющей формирования валютного курса являются правила проведения валютных операций, декретируемых государством.

Платёжный баланс. Очевидно, самыми известными элементами платёжного баланса, влияющими на динамику валютного курса, являются экспорт и импорт товаров и услуг. Причём, экспортные поступления ассоциируются с потенциальным усилением гривни, поскольку речь идёт о притоке иностранной валюты в виде экспортной выручки. В случае же импортных платежей всё обстоит ровно наоборот – их рост, при прочих равных, уменьшает объём обращающейся на внутреннем рынке иностранной валюты, что провоцирует курсовое ослабление гривни.

Аналогично экспортным доходам на курс гривни влияют поступления в Украину внешних кредитов (частных и государственных), иностранных инвестиций (прямых и портфельных), валютных переводов на счета украинских граждан, доходов от зарубежных вложений отечественных резидентов – все эти операции способствуют повышению курсовой стоимости гривни.

И напротив, осуществление украинскими резидентами платежей в счёт погашения и обслуживания внешнего долга, перевод ими валютных средств на свои зарубежные банковские счета, инвестиции в заграничные проекты, расходы в зарубежных командировках и поездках, покупка ценных бумаг иностранных эмитентов – указанные операции, как и в случае с импортными платежами, сопряжены с оттоком из страны иностранной валюты и соответствующим потенциальным снижением курсовой стоимости гривни.

Понятно, что различные элементы платёжного баланса влияют на динамику валютного курса гривни не только по-разному, но и "нескоординировано": в одно и то же время часть валютных платежей может стимулировать его укрепление, а другая их часть – противодействовать этому. Результирующим показателем в этом случае выступает сальдо платёжного баланса – в случае, когда оно устойчиво положительное и/или повышается, можно ожидать усиления гривни. Когда же сальдо платёжного баланса стабильно отрицательное и/или ухудшается, появляются веские основания для ослабления гривни.

При этом частным индикатором курсовой устойчивости национальной валюты выступает сальдо текущего счёта платёжного баланса. Так, в Украине его суммарная величина в 2004–2005 годах составила 9,4 млрд долл. США. Указанный чистый приток иностранной валюты способствовал не только поддержанию курсовой устойчивости гривни, но также её временному усилению относительно доллара

США. И наоборот, в 2014–2015 годах суммарное сальдо текущего счёта составило "-3 млрд долл. США". На этом фоне чистого оттока иностранной валюты, а также вследствие дефицита средств в международных резервах Украины гривня обесценилась относительно доллара США втрое – с 7,993 до 24,0 грн/долл. США.

Валютные интервенции центрального банка. Помимо уже указанных операций, в платёжном балансе находит отражение результат валютных интервенций центрального банка. Их проведение прямо связано с регулированием курса национальной валюты. Так, в 2017 году НБУ купил на валютном рынке 2,3 млрд долл. США, а продал – 1,0 млрд долл., вследствие чего чистый объём его валютных интервенций составил 1,3 млрд долл. США.

Интервенции по продаже иностранной валюты. Когда НБУ продает иностранную валюту, он увеличивает её предложение на рынке, препятствуя курсовому обесценению гривни. При этом он также подаёт сигнал бизнесу и населению о своей готовности защищать её валютный курс. Ценой таких валютных интервенций является уменьшение международных резервов, которые находятся в его распоряжении. Учитывая это, НБУ должен взвешивать, насколько реалистичны его возможности по защите курса гривни, т.к. в условиях очень сильного девальвационного давления и малого объёма международных резервов, продажа иностранной валюты может не достичь своей цели. В таком случае гривня всё равно обесценится, а часть международных резервов окажется потраченной напрасно.

Другим результатом интервенций НБУ по продаже иностранной валюты является уменьшение гривни (денежной массы), находящейся в обращении – её НБУ получает от уполномоченных банков взамен покупаемой ими у него иностранной валюты. Этот эффект также препятствует курсовому обесценению гривни, т.к. в экономике уменьшается её объём, который может быть потенциально израсходован на покупку иностранной валюты.

У этих эффектов есть важное следствие: одновременное проведение центральным банком операций по продаже иностранной валюты и рефинансированию банков может оказаться недостаточно действенным. Дело в том, что при отсутствии жёсткого контроля над использованием кредитов рефинансирования они могут быть направлены на приобретение иностранной валюты. Вследствие этого возможна ситуация, когда кредиты рефинансирования будут способствовать не столько стабилизации банковской системы, как поддержанию спроса на иностранную валюту за счёт истощения международных резервов центрального банка.

Интервенции по покупке иностранной валюты. Когда НБУ покупает иностранную валюту, он препятствует курсовому усилению гривни. Другими результатами этих операций является рост международ-

ных резервов и увеличение денежного предложения. Последний эффект достигается за счёт получения банками гривни, которую эмитирует НБУ для покупки у них иностранной валюты.

Рост денежного предложения (предложения гривни) снижает ревальвационное давление на гривню, что является дополнительным, косвенным эффектом проведения интервенции НБУ по продаже иностранной валюты.

Формы валютных интервенций. Процедура валютной интервенции определяется её конкретными целями. Так, в случае проведения интервенции *по единому валютному курсу,* НБУ продаёт (покупает) иностранную валюту уполномоченным банкам (у уполномоченных банков), подавшим заявки на участие в соответствующей операции, по единому курсу интервенции. Все квалифицированные заявки удовлетворяются в полном объёме, или пропорционально указанным в них объёмам. Последняя ситуация имеет место, когда объём интервенции меньше общего объёма поданных банками заявок на покупку (продажу) иностранной валюты.

В случае проведения *валютных аукционов* НБУ удовлетворяет поданные банками заявки сообразно указанных в них валютных курсов. При продаже иностранной валюты первой удовлетворяется заявка с самой низкой стоимостью гривни (самой высокой стоимостью иностранной валюты). Последующие заявки на покупку иностранной валюты удовлетворяются сообразно росту заявленной стоимости гривни. Курс отсечения определяется при полном исчерпании либо всех поданных заявок, либо объёма аукциона.

Когда НБУ проводит аукцион по покупке у банков иностранной валюты, заявки удовлетворяются в порядке уменьшения заявленной стоимости гривни: от самой высокой, к самой низкой.

НБУ также может проводить *по запросу правительства адресные интервенции*, которые ориентированы на удовлетворение общенациональных потребностей.

НБУ также проводит интервенции в форме *запроса наилучшего валютного курса*.

Денежное предложение. Монетарная политика. Если платёжный баланс и его структура позволяют оценить влияние, оказываемое на валютный курс внешнеэкономической средой, то объём обращающейся национальной валюты – преимущественно внутренними монетарными факторами.

При этом, чем меньше объём денежной массы и скорость её роста, тем меньше вероятность обесценения национальной валюты (рис. 6). Логическое объяснение этой закономерности довольно простое – в указанном случае каждой единице иностранной валюты противостоит меньший объём валюты национальной (гривни).

Это нехитрое правило лежит в основе большинства монетарных подходов к стабилизации валютного курса гривни. Причём, поскольку они предполагают ограничение денежного предложения, их эффекты проявляются одновременно как в части снижения уровня инфляции, так и смягчения курсового обесценения национальной валюты или даже её усиления.

Учитывая это, несложно понять, что все операции НБУ, связанные с ужесточением монетарной политики, ведут, с одной стороны, к ограничению денежного предложения и способствуют снижению инфляции, а с другой – содействуют курсовому усилению гривни. К таким операциям, в частности, относятся:

– повышение учётной ставки НБУ – оно влечёт удорожание кредитов рефинансирования, которые банки могут на время одолжить у НБУ. Так, последовательное повышение в январе и марте 2017 года учётной ставки НБУ с 14,5% до 16%, а затем и 17% способствовало удорожанию гривни и стабилизации её валютного курса;

– повышение процентной ставки по депозитным сертификатам (ДС) НБУ – в этом случае банкам становится более выгодным вкладывать временно свободную гривню в ДС, нежели пускать её в хозяйственный оборот или приобретать за её счёт иностранную валюту. В уже указанном примере увеличение учётной ставки НБУ сопровождалось одновременным повышением максимальной ставки по его ДС (на 14 дней) – с 14,5 до 17%;

– снижение НБУ объёма рефинансирования банков – уменьшает объём потенциально доступных банкам кредитов, предоставляемых НБУ, и, как результат, – спрос на иностранную валюту;

– уменьшение НБУ сроков рефинансирования банков – сжимает период возможного использования банками заёмных (гривневых) ресурсов НБУ;

– ужесточение условий выделения НБУ кредитов рефинансирования в части допустимых залоговых инструментов – уменьшает окно возможностей получения банками и их клиентами заёмного гривневого ресурса;

– уменьшение объёмов покупки НБУ ценных бумаг на открытом рынке – снижает объём гривни, "впрыскиваемой" в обращение через канал фондового рынка;

– сужение перечня ценных бумаг, выкупаемых НБУ в свой портфель, – эффект, аналогичный предыдущему случаю;

– повышение НБУ норм обязательного резервирования – влечёт фактическое "замораживание" части гривневой ликвидности, в силу чего она становится недоступной для свободного обращения и, как следствие, для покупки иностранной валюты.

Последняя операция относится к числу наиболее "сильнодействующих" как в части борьбы с инфляцией, так и противодействия девальвации гривни.

Понятно, что в случае, когда центральный банк проводит операции, противоположные по своей сути указанным выше, происходит смягчение его монетарной политики, что способствует расширению предложения национальной валюты и снижению её стоимости.

Риски. Восприятие прямых и опосредованных рисков, которые ассоциируются с национальной экономикой, имеет непосредственное отношение к динамике курса её валюты. Ведь чем выше такие риски, тем значительнее вероятность её обесценения. Например, снижение агентством Standard & Poor's суверенного рейтинга Украины до преддефолтного уровня "SD" в сентябре 2015 года указывало не только на рост потенциальных проблем в отечественной экономике, но также и на растущую вероятность падения валютного курса гривни. (Хотя, безусловно, само по себе снижение суверенного рейтинга страны ничего не говорит о том, насколько в действительности может обесцениться её валюта.) И наоборот, повышение этим агентством суверенного рейтинга Украины в октябре того же года до "B-" указывало на уменьшение девальвационных рисков гривни.

Ожидания. Восприятие национальных рисков и практики их преодоления формирует сопутствующие ожидания у населения и бизнеса. В условиях улучшающихся ожиданий, спрос на иностранную валюту, как правило, снижается, поскольку уменьшается потребность в страховании риска обесценения национальной валюты. И наоборот, когда ожидания ухудшаются, спрос на иностранную валюту растёт, а её предложение на рынке падает. В результате этого стоимость национальной валюты снижается.

37.4. Номинальный эффективный обменный курс. Реальный эффективный обменный курс

Номинальный обменный курс (НОК). Р**еальный обменный курс (РОК).** Как уже отмечалось (5), "реальный обменный курс" (real exchange rate, RER) равен "номинальному обменному курсу" (nominal exchange rate, ER), скорректированному на разницу цен в национальной экономике и в стране-партнёре: $RER = ER * P_f / P_d$.

При этом в рамках теории единой цены РОК равен 1 ($RER = 1$), а его изменения, соответственно, равны 0 ($\Delta RER = 0$).

Однако базовые допущения теории единой цены (совершенная конкуренция, а также отсутствие трансакционных барьеров и сопутствующих им издержек) в реальной жизни не выполняются. В силу этого равенство $\Delta RER = 0$ является на практике скорее случайностью,

чем общим правилом. В действительности приросты РОК, отражающие его динамику, обычно не равны нулю:

$$\Delta RER = \Delta ER * \Delta P_f / \Delta P_d = a. \quad (6)$$

Расчёт изменения РОК можно продемонстрировать на следующем условном примере. Допустим, гривня обесценилась к доллару США на 1% с 25 до 25,25 грн / долл. США, общий уровень цен в Украине вырос на 5%, а в США – на 2%. Тогда, согласно уравнению (6), РОК гривни к доллару США снизился на 1,9%:

$$\Delta RER = [(1{,}01 * 1{,}02 / 1{,}05) - 1] * 100\% = -1{,}9\%.$$

В условиях, когда изменения независимых величин в уравнении (6) невелики, примерную оценку изменения РОК можно рассчитать, используя упрощённую формулу:

$$\Delta RER \sim \Delta ER + \pi_f - \pi_d \sim a \quad (7)$$

Так, её применение для описанного примера позволяет получить следующий результат:

$$\Delta RER \sim 1\% + 2\% - 5\% = -2\%.$$

Следует специально подчеркнуть, что уравнения (6) и (7) формализуют расчёт РОК, когда базовой является иностранная валюта (доллар США), а котируемой – национальная валюта (гривня).

Если бы базовой валютой выступала гривня, тогда её исходный курс был бы равен 0,04 долл. США/грн (= 1/25 грн / долл. США), а новый – 0,0396 долл. США / грн (= 1/25,25 грн / долл. США).

Сообразно изменению валютной котировки меняется расчёт и прироста РОК:

$$\Delta RER = \Delta ER * \Delta P_d / \Delta P_f = b, \quad (8)$$

а также соответствующий ему результат:

$$\Delta RER = [(0{,}99 * 1{,}05 / 1{,}02) - 1] * 100\% = 1{,}9\%.$$

Формула примерного расчёта РОК в этих условиях также трансформируется:

$$\Delta RER \sim \Delta ER + \pi_d - \pi_f \sim b, \quad (9)$$

а её практическое приложение даёт следующий результат:

$$\Delta RER \sim - 1\% + 5\% - 2\% = 2\%.$$

Таким образом, если базовой валютой является иностранная валюта, тогда:

– повышение РОК гривни указывает на снижение её относительной покупательной способности (реальное ослабление гривни);

– понижение РОК гривни свидетельствует о повышении её относительной покупательной способности (реальном усилении гривни).

Когда же базовой валютой выступает гривня, тогда:

– повышение РОК гривни отражает её реальное усиление;

– понижение РОК гривни указывает на её реальное ослабление.

Первый рассмотренный выше расчёт прироста РОК гривни предполагает котировку, в которой базовой является иностранная валюта. Согласно ему, РОК гривни уменьшился на 1,9%, что свидетельствует о реальном усилении гривни в паре с долларом США на 1,9%.

Во втором случае рассмотрена обратная котировка – базовой валютой в ней выступает гривня. Согласно этому расчёту РОК гривни повысился на 1,9%. Однако конечный вывод относительно изменения реальной курсовой стоимости гривни в этом случае такой же, что и в первом случае – в паре с долларом США гривня реально усилилась на 1,9%.

Таким образом, смысловая интерпретация прироста РОК гривни зависит не только от самой величины прироста, но также от валютной котировки, которая использована для отображения обменного курса гривни.

Указанные особенности имеют принципиальное значение, когда анализируется влияние динамики РОК гривни на конкурентные преимущества национальных товаропроизводителей. Это несложно продемонстрировать на условном примере, который показывает, каким именно образом у национальной продукции могут появляться или исчезать ценовые преимущества вследствие колебаний обменного курса гривни и общего уровня инфляции внутри Украины и за её пределами.

Так, если предположить, что украинский товар, допустим, стул, стоит 300 грн, а его американский аналог – 12 долл. США, то при курсе гривни 25 грн / долл. США ни украинский производитель стульев, ни американский не будет иметь ценовых преимуществ. Действительно, в этом случае гривневая цена импортного стула составит те же 300 грн (=12 долл. США х 25 грн / долл. США), что и у стула украинского производства.

Но, если гривня обесценится, например, на 20% до 30 грн / долл. США, то цена иностранного стула в гривневом эквиваленте вырастет до 360 грн (=12 долл. США х 30 грн / долл. США). Вследствие этого стоимость украинского стула окажется более привлекательной для потенциальных покупателей, и вероятность его покупки увеличится, а иностранного – наоборот, снизится.

Однако обесценение гривни вызовет рост внутренних цен в Украине. Если они увеличатся равномерно на все товары, допустим, на 22%, цена отечественного стула вырастет до 366 грн (=300 гр. х 1,22). В этом случае она превысит цену иностранного товара-конкурента и тот станет привлекательнее для покупателей. В силу этого можно будет ожидать переориентацию их спроса на стулья иностранного производства.

Между тем инфляция – феномен не одной Украины. И если цены в США также равномерно увеличатся, например, на 2%, цена американского стула в Украине составит уже 367,2 грн (=12 долл. США х х 1,02 х 30 грн/долл. США). В результате этого подорожания украинский стул снова получит конкурентные преимущества, поскольку его цена (366 грн) окажется меньше цены иностранного конкурента (367,2 грн).

Таким образом, несмотря на простоту показателя РОК гривни, его экономический смысл, как и отдельных его составляющих, весьма информативен:

– если базовой валютой является иностранная валюта/гривня, тогда чем выше/ниже РОК гривни, тем более конкурентными на внешнем и внутреннем рынке оказываются отечественные товары относительно их иностранных аналогов;

– чем ниже отечественная инфляция, тем более конкурентной на внешних и внутреннем рынках является национальная продукция;

– чем выше инфляция за рубежом, тем более конкурентна национальная продукция.

Хотя курсовое обесценение гривни предоставляет конкурентные (ценовые) преимущества национальной продукции, оно попутно порождает ряд нежелательных издержек, способных полностью нивелировать указанные эффекты. Речь, в частности, может идти о повышении общего уровня отечественной инфляции, увеличении внешнего долга (его гривневого эквивалента) и стоимости обслуживания этого долга, снижении покупательной способности населения и бизнеса, ухудшении их валютно-курсовых и инфляционных ожиданий и проч.

Важной особенностью РОК является тот факт, что в прикладных расчётах он используется только в виде относительной (приростной) величины, измеряемой в процентах или долях единицы.

Номинальный эффективный обменный курс (НЕОК). Реальный эффективный обменный курс (РЕОК). Анализ показателей НОК и РОК невольно поднимает вопрос о возможности отображения цены национальной валюты относительно не одной, а нескольких иностранных валют. Для ответа на него в экономической теории и практике используются показатели "номинального эффективного обменного курса" (nominal effective exchange rate, NEER) и "реального эффективного обменного курса" (real effective exchange rate, REER).

В Украине их динамика рассчитывается и регулярно публикуется НБУ. При этом Национальный банк Украины использует следующий подход к расчёту указанных показателей:

$$\Delta REER = \prod_{i=1}^{n} (\Delta ER_i * \Delta P_d / \Delta P_i)^{W_i}, \qquad (10)$$

где $\Delta REER$ – изменение реального эффективного обменного курса (РЕОК) гривни;

ΔER_i – изменение курса валюты *i* относительно гривни (базовая валюта – гривня);

$\Delta P_d/\Delta P_i$ – изменение общего уровня цен в Украине относительно их изменения в стране *i;*

W_i – нормализованный вес продукции, изготовленной в стране *i,* во внешнем товарообороте Украины.

$$\Delta NEER = \prod_{i=1}^{n} \Delta ER_i^{W_i}, \qquad (11)$$

где $\Delta NEER$ – изменение номинального эффективного обменного курса (НЕОК) гривни.

$$W_i = \frac{M_i + X_i}{\sum_{i=1}^{n} X_i + \sum_{i}^{n} M_i}, \quad \sum_{i=1}^{n} W_i = 1,$$

где M_i – объём импорта товаров и услуг из страны *i* в Украину;

X_i – объём экспорта товаров и услуг из Украины в страну *i*.

Несложно заметить, что уравнение (10) является модифицированной версией уравнения (8), в которой представлено одновременное изменение обменного курса гривни относительно нескольких валют $i = 1$ ч n. Соответственно в нём представлена и относительная динамика инфляции в Украине, скорректированная на уровень внешней инфляции, наблюдающейся в странах $i = 1$ ч n.

НБУ рассчитывает прирост РЕОК гривни для корзины из 25 иностранных валют, представляющих 39 стран – торговых партнёров Украины. На экспортно-импортные операции с указанными странами приходится более 80% украинского внешнеторгового оборота.

Поскольку в уравнениях (10) и (11), как и в уравнении (8), при расчёте обменных курсов в качестве базовой валюты выступает гривня, постольку уменьшение её НЕОК и РЕОК свидетельствует о снижении номинальной и реальной стоимости гривни относительно валют стран – основных торговых партнёров Украины. Подобное снижение может служить признаком повышения ценовой конкурентоспособности украинской продукции.

И наоборот, повышение НЕОК и РЕОК гривни, рассчитанное в соответствии с уравнениями (10) и (11), может свидетельствовать об уменьшении относительных ценовых преимуществ отечественных товаров и услуг.

Рис. 7 иллюстрирует темп роста НЕОК и РЕОК гривни на протяжении 18 лет, с декабря 1999 года по февраль 2018 года. Расчёты приведены в помесячной разбивке. За их базу взяты показатели,

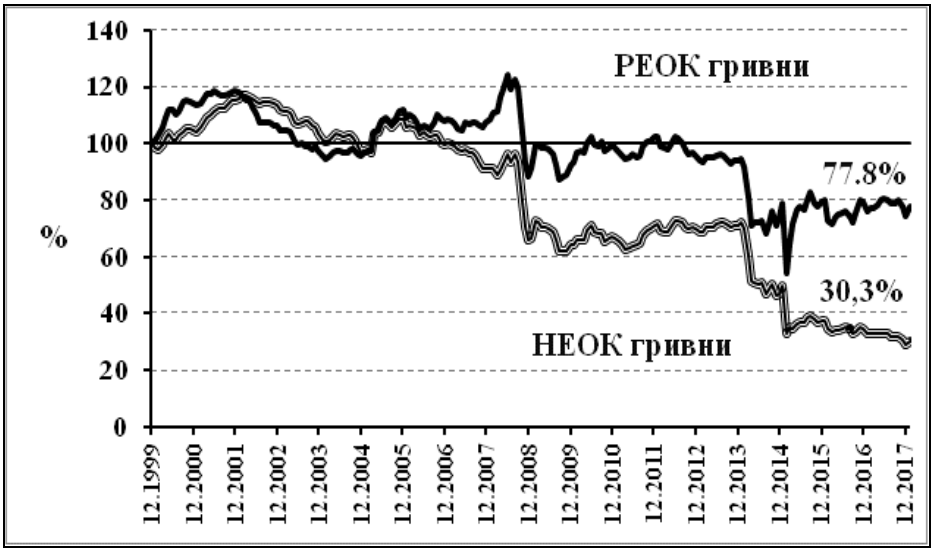

Рисунок 7. Темп роста НЕОК и РЕОК гривни (декабрь 1999 г. = 100%), 1999–2018 годы

Источник: данные Национального банка Украины.

наблюдавшиеся в декабре 1999 года. К концу февраля 2018 года НЕОК гривни снизился к их уровню втрое, до 30,3%. При этом уменьшение РЕОК гривни оказалось более умеренным – его величина в феврале 2018 года составляла 77,8% от уровня декабря 1999 года.

Разница между падением НЕОК и РЕОК гривни составила 47,5 п.п. Её величина отражает дифференциал инфляций в Украине и в странах, которые являются её основными торговыми партнёрами.

Рис. 8 демонстрирует разнонаправленную динамику НЕОК гривни и дифференциала инфляций. Указанную зависимость можно интерпретировать как иллюстрацию идей относительного ППС, рассчитанного не для двух валют, а "корзины" иностранных валют. С одной стороны, разница в абсолютных темпах роста НЕОК гривни и дифференциала инфляций не подтверждает безусловную справедливость концепции ППС (4). Однако, с другой стороны, очевидная взаимосвязь этих двух параметров служит явным свидетельством корреляции между валютным курсом и динамикой инфляции.

Сильное номинальное обесценение гривни относительно корзины валют, эмитируемых основными странами-партнёрами, явилось следствием не специальной валютно-курсовой политики Украины, а недостаточной конкурентоспособности национальной экономики.

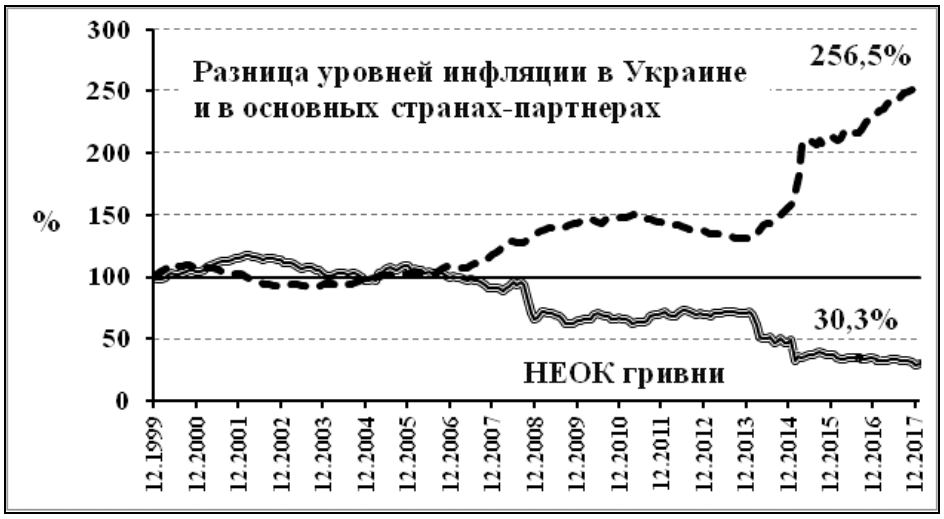

Рисунок 8. Темп роста НЕОК гривни и дифференциала инфляций (разницы инфляции в Украине и в странах, являющихся её основными торговыми партнерами) (декабрь 1999 г. = 100%), 1999–2018 годы

Источник: рассчитано по данным Национального банка Украины.

Именно эта уязвимость, по сути, и стала причиной трёх валютных кризисов, которые наблюдались в украинской экономике в период 1998–2018 годов. Естественным их результатом были резкие скачки инфляции. Общий её прирост оказался в 2,56 раза большим, чем в странах, являющихся основными торговыми партнёрами Украины.

37.5. Валютный режим

Валютный режим. Валютный режим отражает степень курсовой свободы, которую считает оптимальной для своей национальной экономики и придерживается на практике то или иное государство. Согласно классификации Международного валютного фонда, двумя предельными случаями валютных режимов являются:

– жёсткая фиксация курса национальной валюты относительно какой-либо иностранной валюты;

– свободное плавание курса национальной валюты.

В диапазоне между этими двумя валютными режимами находится целый спектр других промежуточных режимов, которые тяготеют либо к режиму фиксации валютного курса, либо к его свободному плаванию.

Примером режима с наиболее жёсткой фиксацией курса национальной валюты является "валютный совет" (currency board), в рамках которого официальный курс национальной валюты поддерживается

на неизменном уровне. Примерами стран, которые придерживаются такого валютного режима, могут служить Гонконг (местный доллар привязан к доллару США), Болгария, Босния и Герцеговина (местные валюты привязаны к евро).

Согласно классификации МВФ, страны, которые не имеют собственной национальной валюты, также придерживаются режима наиболее жёсткой фиксации валютного курса. К таким странам относятся Панама (в обращении находится доллар США), Черногория (евро), Косово (евро) и др.

Режима свободного плавания придерживаются США (доллар), страны – члены зоны евро (евро), Великая Британия (фунт стерлингов) и т.д.

Согласно данным МВФ, в апреле 2016 года 13% стран – участниц МВФ придерживались валютных режимов, которые классифицировались, как жёсткая привязка; 39,6% стран – режимов, определявшихся, как мягкая привязка; 37% стран имели валютные режимы с плавающим курсом местной валюты; и валютные режимы 10,4% стран – участниц МВФ рассматривались, как "другие режимы".

НБУ классифицирует текущий валютный режим в Украине как плавающий. На это, в частности, указывает отсутствие каких-либо обязательств центрального банка по удержанию обменного курса гривни, а также практика установления официального курса гривни к доллару США на уровне средневзвешенного курса, который складывается на межбанковском валютном рынке по итогам его работы в течение текущего дня.

В то же время, согласно действующей четырёхлетней программе финансового сотрудничества Украины с МВФ (EFF, 2015–2019 годы), курс гривни в ближайшие годы не должен превысить 31 грн / долл. США. Учитывая это, а также активные усилия страны по привлечению внешнего официального кредитования, одной из целей которого является упреждение неконтролируемого падения курса гривни, её валютный режим можно определить как "управляемое плавание".

На протяжении нескольких лет, предшествовавших валютному кризису 2008–2009 годов, НБУ фиксировал официальный курс гривни на уровне 5,05 грн/долл. США, хотя и не объявлял о переходе к режиму жёсткой привязки валютного курса. Аналогичная ситуация повторилась перед валютным кризисом 2014–2015 годов, когда официальный курс гривни к доллару США фиксировался на уровне 7,993 грн / долл. США.

Между тем, существенной разницей между этими двумя эпизодами был тот факт, что в первом случае НБУ выкупал иностранную валюту в международные резервы, доведя их объём до исторического максимума (более 38 млрд долл. США, август 2008 го-

да), а во втором – центральный банк продавал иностранную валюту для поддержки курса гривни. Вследствие этого международные резервы снизились до 18 млрд долл. США. Дальнейшее удержание фиксированного курса гривни было признано нецелесообразным и в феврале 2014 года было объявлено о переходе к режиму свободного плавания.

Усиление, ослабление национальной валюты. Ревальвация, девальвация. Исторически ревальвация (revaluation) и девальвация (devaluation) национальной валюты имели место, когда государственные регуляторы меняли фиксированный курс своих национальных валют. При этом ревальвация подразумевала повышение её рыночной стоимости, а девальвация – снижение. Однако в условиях режима свободного плавания исходная идея фиксации официального курса утратила свой смысл. Поэтому сегодня часто говорят о курсовом усилении (appreciation) или ослаблении (depreciation) национальной валюты. В Украине, между тем, справедливо использование всех указанных терминов, поскольку в случае изменения официального курса гривни речь идёт о её "ревальвации" или "девальвации", а при изменении рыночных котировок – о курсовом "усилении" или "ослаблении" гривни.

Поступление в редакцию 21.03.2018

Macroeconomics. Textbook

Topic 37. The exchange rate.

Sergei Korablin

Doctor of Economics; Corresponding Member, National Academy of Sciences of Ukraine, Deputy Director, Institute for Economics and Forecasting, E-mail: skorablin@yahoo.com.