

ПРОБЛЕМИ ЗМІСТУ І МЕТОДИКИ ВИКЛАДАННЯ ЕКОНОМІЧНОЇ ТЕОРІЇ

Макроекономіка. Підручник

Сергій Кораблін

Тема 37. ВАЛЮТНИЙ КУРС

37.1. Загальні поняття

37.2. Теорія єдиної ціни. Паритет купівельної спроможності

37.3. Фактори формування та зміни валютного курсу

37.4. Номінальний ефективний обмінний курс. Реальний ефективний обмінний курс

37.5. Валютний режим

Література

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](https://vpluse.net/book/economic/Кэмпбелл%20Р.%20Макконнелл,%20Стэнли%20Л.%20Брю%20Экономикс%20(13-е%20издание,%201999).pdf).
3. Манків Г.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 19.02.1993 р. № 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>.

Кораблін Сергій Олександрович (skorablin@yahoo.com), д-р екон. наук, чл.-кор. НАН України; заступник директора ДУ "Інститут економіки та прогнозування НАН України".

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

37.1. Загальні поняття

Визначення. Валютний курс – ціна певної валюти, виражена в одиницях іншої валюти.

Коди валют. Відповідно до стандарту ISO 4217 Міжнародної організації стандартизації¹ кожній валюті присвоєно унікальний трибуквений латинський код. У цьому коді дві перші літери зазвичай позначають країну, а третя – валюту. Так, літерний код:

– української гривні: UAH – **U**kraïne (Україна) **h**ryvnia (гривня);

– американського долара: USD – **U**nited **S**tates of America (США) **d**ollar (долар);

– японської ієни: JPY – **J**apan (Японія) **y**en (ієна).

Крім цього, використовуються тризначні цифрові коди валют, наприклад:

- українська гривня: 980;

- американський долар: 840;

- японська ієна: 392.

Базова валюта. Валюта, що котирується. В арифметичному відношенні валютний курс можна розглядати, як пропорцію, результат ділення чисельника (певної кількості валюти котирування) на знаменник (одиницю базової валюти). Через це, наприклад, валютний курс гривні до долара США на рівні 25 грн /дол. США означає, що одиницю базової валюти (долар США) можна обміняти на 25 одиниць валюти котирування (гривня).

Пряме котирування. Зворотне котирування. Базовою валютою, в принципі, може виступати будь-яка національна валюта². При цьому роль валюти котирування також може відігравати будь-яка іноземна валюта, що обмінюється на неї.

Тим часом на світовому валютному ринку при визначенні обмінних курсів як базова валюта зазвичай використовується долар США. У міжнародній практиці таке котирування вважається прямим. Відповідно до нього всі інші національні валюти є котируемими. Зазначений підхід відображає домінуюче положення в глобальній економіці американської валюти. Тому традиційне представлення в Україні валютного курсу гривні до долара США, коли останній виступає базовою валютою, а саме котирування – прямим, є типовим для міжнародного валютного ринку.

¹ International Organization for Standardization (<https://www.iso.org/home.html>).

² Або колективна валюта, як, наприклад, євро.

Проте і в цих традиціях є свої винятки. Так, привілейоване становище фунта стерлінгів Великої Британії в епоху, що передувала золотодоларовому стандарту, збереглося в його статусі базової валюти в котируваннях з доларом США. Внаслідок цього в парі з фунтом стерлінгів американський долар зазвичай представлений як котирувана валюта.

Аналогічна традиція спостерігається і при визначенні курсу долара США щодо австралійського долара і долара Нової Зеландії, чиї країни-емітенти входять до Британської Співдружності націй.

Типове представлення котирувань на міжнародному валютному ринку і їх інтерпретацію щодо цього ілюструють такі приклади:

- 105,2 USD / JPY – 1 долар США (базова валюта) можна обміняти на 105,2 японських йен (валюта, що котирується);
- 25,00 USD / UAH – 1 долар США (базова валюта) можна обміняти на 25,00 українських гривень (валюта, що котирується);
- 2,00 USD / BYR – 1 долар США (базова валюта) можна обміняти на 2 білоруських рубля (валюта, що котирується);
- 1,41 GBP / USD – 1 фунт стерлінгів (базова валюта) можна обміняти на 1,41 доларів США (валюта, що котирується);
- 0,77 AUD / USD – 1 австралійський долар (базова валюта) можна обміняти на 0,77 доларів США (валюта, що котирується);
- 0,72 NZD / USD – 1 новозеландський долар (базова валюта) можна обміняти на 0,72 доларів США (валюта, що котирується).

Так само і фунт стерлінгів, і долар США розглядаються як валюти, що котируються, коли мова заходить про міжнародну практику подання їх курсів щодо євро – за останнім закріпилася роль базової валюти. З цієї причини традиційне уявлення їхніх котирувань у парі з євро є таким:

- 1,24 EUR / USD – 1 євро (базова валюта) можна обміняти на 1,24 доларів США (валюта, що котирується);
- 0,88 EUR / GBP – 1 євро (базова валюта) можна обміняти на 0,88 фунтів стерлінгів (валюта, що котирується).

Крос-курс. Крос-курс – курс валюти, розрахований за допомогою курсу третіх валют. Наприклад, при курсі гривні до долара США 25 грн / дол. США і долара США до євро – 1,24 дол. США / євро, крос-курс гривні до євро становить 31,00 грн / євро (= 25 грн / дол. США x 1,24 дол. США / євро).

Для коректного розрахунку крос-курсу важливо правильно застосовувати котирування валют у вихідному представленні їхніх

курсів. Так, в розглянутому розрахунку долар США в першому випадку виступає базовою валютою (грн /дол. США), а в другому – валютою, що котирується (дол. США / євро).

У прийнятих на міжнародному валютному ринку позначеннях вказаний приклад може бути представлений таким чином:

- перша валютна пара – 25,00 USD / UAH;
- друга валютна пара – 1,24 EUR / USD;
- крос-курс – 31,00 EUR / UAH.

Валютний арбітраж. Валютний арбітраж може мати місце, коли на ринку спостерігаються різні обмінні курси для одних і тих самих пар валют. У цьому випадку існує потенційна можливість арбітражу – купити одну валюту дешевше і продати її ж дорожче. Складний арбітраж передбачає використання в подібних операціях декількох валют. У цьому разі при оцінці потенційного арбітражу використовуються їхні розрахункові крос-курси.

Арбітражні операції сприяють вирівнюванню курсів валют на різних сегментах ринку. Це положення справедливе для умов не тільки національного, а й глобального валютного ринку. Разом з тим арбітражні операції втрачають сенс, коли пов'язані з ними трансакційні витрати перевищують величину потенційного арбітражу.

Ринковий курс гривні. В основі формування валютних курсів лежать операції обміну різних національних валют. У разі, коли обмінні курси формуються як результат взаємодії ринкового попиту і пропозиції без прямої участі держави, прийнято говорити про ринкові обмінні курси.

В Україні такі курси формуються при проведенні операцій з *безготівковою* і з *готівковою* іноземною валютою. Наочним прикладом першого роду курсів можуть служити курси, що складаються при проведенні операцій на міжбанківському валютному ринку України. У робочі дні Національний банк України (НБУ) публікує з інтервалом у 30 хвилин усереднену статистику за такими операціями, розміщуючи на своєму сайті інформацію про середньозважений курс гривні до *безготівкового* долара США³. Учасниками операцій з безготівковою іноземною валютою зазвичай є банки, а також їх клієнти – підприємства, установи, фізичні особи-підприємці.

Загальний обсяг операцій українських банків з купівлі іноземної валюти в *безготівковій* формі становив у 2017 році 42,2 млрд дол. США (в доларовому еквіваленті), або 37,6% ВВП. При цьому розміри ринку операцій з *готівковою* інозем-

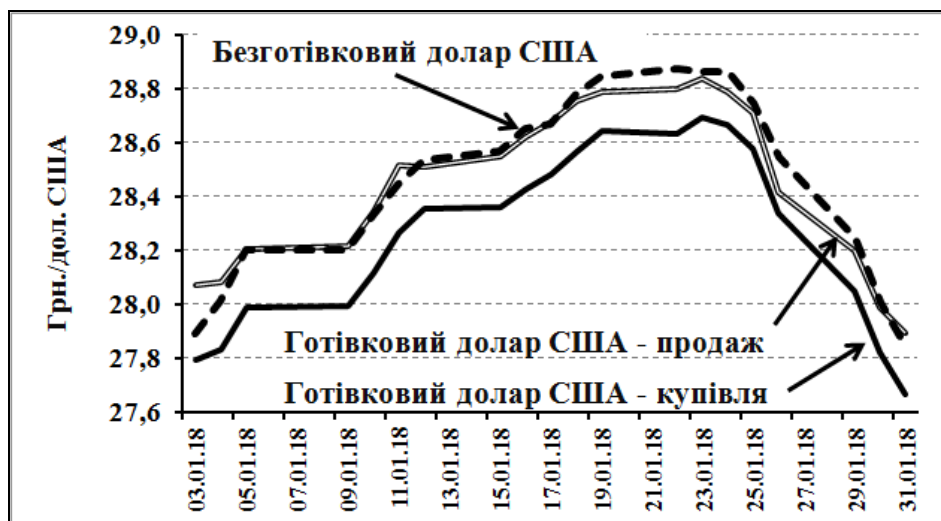
³ URL: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=9628619&cat_id=9628618.
ISSN 1811-3141. Економічна теорія. 2018. № 2

ною валютою залишаються значно меншими. Так, у тому ж 2017 році обсяг її купівлі банківськими установами дорівнював 7,7 млрд дол. США (у доларовому еквіваленті).

Населення в Україні більш активне в проведенні операцій з готівковою іноземною валютою, які здійснюються в касах уповноважених банків і в пунктах обміну валют. Обмінні курси, що при цьому формуються, також є ринковими. НБУ розміщує на своєму сайті інформацію про середньозважені курси гривні, які формуються в робочі дні під час проведення операцій з купівлі та продажу готівкового долара США⁴.

Зазвичай операції з однією і тією ж іноземною валютою, але в різних її формах – готівковій та безготівковій – супроводжуються формуванням різних ринкових (обмінних) курсів гривні, що пояснюється недосконалістю арбітражних операцій і наявністю у них трансакційних витрат. Разом з тим ефект арбітражних операцій стимулює зближення обмінних курсів на готівковому і безготівковому сегментах валютного ринку України, що зокрема ілюструє рис. 1.

Однак опосередковано держава практично завжди впливає на формування ринкових курсів, хоча б уже тому, що саме вона встановлює національні правила і норми функціонування



**Рисунок 1. Обмінні курси гривні до долара США:
готівкового – купівля банками у населення,
готівкового – продаж банками населенню,
безготівкового (середньозважений), січень 2018 року**

Джерело: дані Національного банку України

⁴ URL: <https://bank.gov.ua/control/uk/allinfo>

валютного ринку, а також міри відповідальності за їх порушення. Що, за визначенням, покликано впливати на загальні обсяги попиту та пропозиції іноземної валюти на ринку України.

Офіційний курс гривні. Офіційний курс гривні до іноземних валют встановлює НБУ. Він же встановлює і курс банківських металів⁵.

Офіційний курс гривні до вільно конвертованих валют і валют країн, які є найважливішими економічними партнерами України, встановлюється в кінці кожного робочого дня. Діє він протягом наступного робочого дня. Офіційний курс гривні, встановлений на останній робочий день тижня або передсвятковий день, діє протягом вихідних і святкових днів.

Офіційний курс гривні до інших іноземних валют встановлюється один раз на місяць.

Офіційний курс гривні до долара США розраховується, як середньозважений курс по всіх операціях з його купівлі та продажу в безготівковій формі, здійснених на міжбанківському валютному ринку України за підсумками поточного робочого дня. Інформація про операції з готівковим долларом США при цьому не враховується. Ця особливість обумовлена різною швидкістю отримання НБУ інформації про операції з безготівковою і готівковою іноземною валютою.

Зокрема, інформація про операції з безготівковою іноземною валютою стає відомою НБУ в кінці кожного робочого дня до моменту закриття міжбанківського валютного ринку України, оскільки вона реєструється в електронному вигляді уповноваженими банками в Системі підтвердження угод⁶ у міру проведення ними таких операцій. Інформація ж про операції з готівковою іноземною валютою стає доступною НБУ дещо пізніше (зазвичай через день). Через це вона не встигає надійти до моменту встановлення НБУ офіційного курсу гривні.

Розрахований таким чином офіційний курс гривні до долара США використовується для визначення її офіційних курсів до інших іноземних валют. Зазначені курси, по суті, є крос-курсами. Для їх розрахунку використовується офіційний курс гривні до долара США і фіксинг (референтні курси) Європейського центрального банку (ЄЦБ) щодо євро до долара США й інших валют.

При встановленні офіційних курсів гривні НБУ використовує, крім даних ЄЦБ, курси валют, що визначаються централь-

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.

ними банками інших держав, а також поточні крос-курси валют до долара США, які містяться в торгово-інформаційній системі компанії THOMSON REUTERS.

На відміну від України, де встановлюється офіційний курс гривні, в ряді таких країн, як, наприклад, США і країни-учасниці зони євро, поняття офіційного курсу (долара США і євро) відсутнє. Замість нього використовуються референтні курси відповідних валют. Така відмінність обумовлена підвищеною увагою, яке українське суспільство і держава змушені приділяти динаміці валютного курсу гривні через значний рівень доларизації національної економіки, її відкритості та відповідної залежності від вхідних і вихідних потоків іноземної валюти.

У практичному відношенні офіційний курс гривні використовується для цілей бухгалтерського обліку. У разі ж обмінних операцій до нього вдаються тільки при їх проведенні між Національним банком України та Казначейської службою України. Всі інші операції на валютному ринку України здійснюються за ринковими (обмінним) курсом.

Через це термін "офіційний обмінний курс гривні" не цілком коректний, тому що власне обмінні операції з його допомогою здійснюються тільки в одному випадку – при проведенні операцій між НБУ і Казначейської служби України. Всі інші учасники валютного ринку України використовувати його не зобов'язані. З огляду на це, а також на облікову функцію офіційного курсу гривні, більш точним видається поняття "офіційний валютний курс гривні".

Подібні лінгвістичні нюанси – щодо розмежування "обмінного курсу" і "валютного курсу" – обумовлені специфікою української економіки і організації її валютного ринку. В англomовній практиці і літературі такі особливості відсутні, внаслідок чого використовується один термін "exchange rate".

Курс банківських металів. Офіційний курс банківських металів (золото, срібло, платина і паладій) розраховується як крос-курс з урахуванням офіційного курсу гривні до долара США і ціни відповідних банківських металів, за даними Лондонської асоціації учасників ринку дорогоцінних металів (LBMA).

Курсоутворювальна валюта. Іноземна валюта, яка відіграє ключову роль при встановленні офіційного курсу національної валюти, є курсоутворювальною. В Україні курсоутворювальною валютою є долар США. Для цього є кілька причин.

Перш за все, на операції з долларом США припадає до 70% і більше від усіх операцій, що здійснюються на валютному ринку України. Так, у 2017 році його частка в операціях поточного ра-

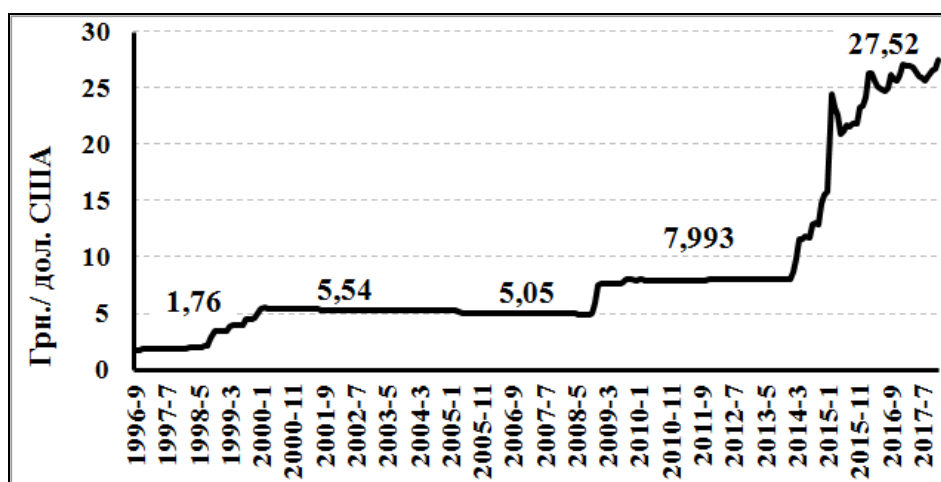
хунку платіжного балансу становила: в структурі валютних надходжень – 73%, в структурі валютних платежів – 56%.

Особливу роль американська валюта відіграє і в структурі валового зовнішнього боргу України. Наприклад, на кінець 2017 року на долар США припадало 71,4% його загального обсягу.

Тож не дивно, що в Україні національний бізнес, населення, держава і його іноземні партнери приділяють винятково високу увагу курсу гривні саме до долара США. Так, про стійкість курсу гривні і валютного ринку України судять з урахуванням того, який рівень котирувань на ньому не фунта стерлінгів, євро або ієни, а саме долара США. Коли говорять про плаваючий курс гривні, знову-таки, в поле зору потрапляють винятково її котирування в парі з долларом США, незалежно від динаміки курсу гривні до всіх інших іноземних валют. У програмах співробітництва з міжнародними фінансовими організаціями (МВФ, Світовий банк, ЄБРР і т.д.) валютно-курсова політика України розглядається також винятково крізь призму динаміки курсу гривні до долара США. Її курси до всіх інших іноземних валют при цьому де-факто не враховуються.

Динаміка курсу гривні до долара США. Гривня була введена в обіг 2 вересня 1996 року. На той момент її офіційний курс до долара США становив 1,761 грн / дол. США. Через 21 рік, в грудні 2017 року, він перевищив 27 грн / дол. США (рис. 2).

Таким чином, гривня за зазначений час знецінилася щодо долара США більш ніж в 15 разів. При цьому періоди її найбільш істотних знецінювань спостерігалися в 1998–1999,



Рисуюнок 2. Офіційний курс гривні до долара США (середньомісячні показники), 1996–2017 роки

Джерело: дані Національного банку України.

2008–2009 і 2014–2016 роки. Зазначені роки увійшли в історію української валюти, як роки валютних криз. Їх перебіг супроводжувався банківськими кризами. Так, у ході кризи 2014–2016 років, гривня знецінилася щодо долара США втричі, при цьому банкрутами виявилися практично 50% всіх українських банків. Особливістю зазначеної кризи був той факт, що він протікав в умовах воєнного конфлікту, який супроводжувався анексією АР Крим, окупацією частини Донецької і Луганської областей України, а також значними матеріальними, фінансовими і людськими втратами.

37.2. Теорія єдиної ціни. Паритет купівельної спроможності

Теорія єдиної ціни. Індекс Big Mac. Теорія єдиної ціни передбачає наявність в глобальній економіці досконалої конкуренції і відсутність будь-яких трансакційних бар'єрів і супутніх їм витрат. У таких умовах ціна одного і того ж товару, виражена в одній валюті, повинна бути однаковою в різних країнах. Внаслідок цього обмінний курс – відповідно до теорії єдиної ціни – має дорівнювати співвідношенню цін обраного товару в національній економіці і в будь-якій країні:

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

де ER – курс національної валюти⁷;

P_{id} – ціна товару i в національній економіці;

P_{if} – ціна товару i в зарубіжній економіці.

Очевидним наслідком рівняння (1) є рівність "одиниці" курсу національної валюти, скоригованої на різницю цін товару i , в національній економіці і за кордоном:

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

У 1986 році журнал *The Economist* винайшов індекс Big Mac, який зіставляє фактичний курс національної валюти до долара США з розрахунковим курсом, який визначається як відношення ціни бургера Big Mac у мережі McDonald's у різних країнах з його ціною в США. З огляду на єдину рецептуру виробництва зазначеного бургера, вважається, що різниця його цін у доларовому еквіваленті в різних точках планети може залежати від викривлення обмінних курсів відповідних національних валют.

Так, згідно з журналом *The Economist*, в січні 2018 року ціна Big Mac в США становила 5,28 дол. США, а в Україні – 1,64 дол. США (47 грн). З чого був зроблений висновок про

⁷ Як базова розглядається іноземна валюта. У разі зворотного котирування права частина рівняння (1) має бути представлена зворотною величиною.

те, що курс гривні до долара США недооцінений на 69% [= (1 – 1,64 / 5,28) * 100%], а його "реальний" рівень мав би становити 8,9 грн / дол. США (= 47 грн / 5,28 дол. США)⁸.

Відповідно до цих розрахунків, українська гривня виявилася найбільш недооціненою валютою з усього переліку грошових одиниць, проаналізованих журналом. При цьому найбільш переоціненим виявився швейцарський франк (на 28%): доларовий еквівалент ціни Big Mac становив в Швейцарії 6,76 дол. США (6,5 шв. франка).

Цей і подібні йому розрахунки базуються на теорії єдиної ціни. Однак всерйоз їх сприймати не варто, оскільки всі вони не беруть до уваги базові припущення зазначеної теорії, а саме – наявність досконалої конкуренції при повній відсутності трансакційних бар'єрів і відповідних їм витрат. Але оскільки подібне припущення є неймовірним за самою своєю суттю, остільки різницю між розрахунковими і фактичними валютними курсами можна інтерпретувати як непрямий індикатор недосконалості національних ринків. Під таким кутом зору найменші ринкові викривлення повинні спостерігатися в економіці Норвегії, а найбільші – в Україні. З огляду на якісні відмінності державних і ринкових інститутів в цих двох країнах, зазначений висновок, очевидно, навряд чи може викликати серйозні заперечення.

Паритет купівельної спроможності (ПКС). Концепція ПКС має версії абсолютного і відносного ПКС. Обидві ці версії базуються на теорії єдиної ціни і її ключових припущеннях – наявності досконалої конкуренції, а також відсутності на ринку трансакційних бар'єрів і пов'язаних з ними витрат.

Разом з тим, на відміну від теорії однієї ціни, концепція абсолютного ПКС (3) розглядає валютний курс як співвідношення не двох цін одного товару, а загальних рівнів цін у двох економіках. Внаслідок цього ПКС теоретично пов'язує валютний курс з усією масою вироблених товарів:

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

де ER – курс національної валюти;

P_d – загальний рівень цін у національній економіці;

P_f – загальний рівень цін у зарубіжній економіці.

Практичне використання абсолютного ПКС (3) утруднено як через базові припущення, так і складність приведення загального рівня цін до єдиного кількісним показником P_d і P_f . Разом з тим частково ці складності можна обійти, перейшовши до відносного ПКС (4), згідно з яким зміна валютного курсу дорів-

⁸ URL: <https://www.economist.com/content/big-mac-index>

нює різниці змін загальних рівнів цін у двох економіках. Оскільки ж процентну зміну загального рівня цін (ΔP) можна розглядати через призму інфляції (π), зміна валютного курсу виявляється приблизно рівною різниці інфляцій у двох країнах:

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

де ΔER – зміна курсу національної валюти;

$\pi_d = \Delta P_d$ – інфляція в національній економіці;

$\pi_f = \Delta P_f$ – інфляція в зарубіжній економіці.

Крім цього, концепція ПКС дозволяє ввести в аналіз поняття "реального обмінного курсу", який відображає купівельну спроможність національної валюти, скориговану на різницю цін у двох економіках:

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

де RER – реальний обмінний курс (РОК).

З огляду на базові припущення концепції ПКС, РОК в її умовах завжди дорівнює 1.

Концепції ПКС притаманні всі умовності і, як наслідок, – недоліки, властиві теорії однієї ціни. Крім цього, складність практичного використання концепції ПКС пов'язана із зіставленням цін в економіках, що виробляють різні товари. Аналогічні проблеми можуть виникнути при аналізі загального рівня цін навіть у рамках однієї економіки: оскільки на тривалих тимчасових інтервалах товарна структура виробництва змінюється, остільки пряме зіставлення загального рівня цін у різних часових точках може виявитися некоректним.

Незважаючи на це, концепція ПКС має велике методологічне значення, передусім завдяки простому і наочному обґрунтуванню безпосереднього взаємозв'язку валютного курсу та інфляції. Навіть у тому разі, коли незалежним чинником у рівнянні (4) розглядається не динаміка цін, а зміни валютного курсу, воно не втрачає свого практичного значення, оскільки вдало відображає добре відому залежність, згідно з якою ослаблення національної валюти – за інших рівних умов – призводить до абсолютного і відносного⁹ зростання інфляції в національній економіці. І навпаки, посилення національної валюти сприяє зниженню інфляції.

Своєрідною ілюстрацією практичного застосування рівняння (4) може служити рис. 3, на якому представлені річні темпи приросту курсу гривні до долара США (лінія нижче осі абсцис) й індексу споживчих цін (лінія вище осі абсцис). Темпи

⁹ У цьому випадку, абсолютна інфляція – інфляція всередині країни, відносна інфляція – різниця інфляції всередині країни і за кордоном.

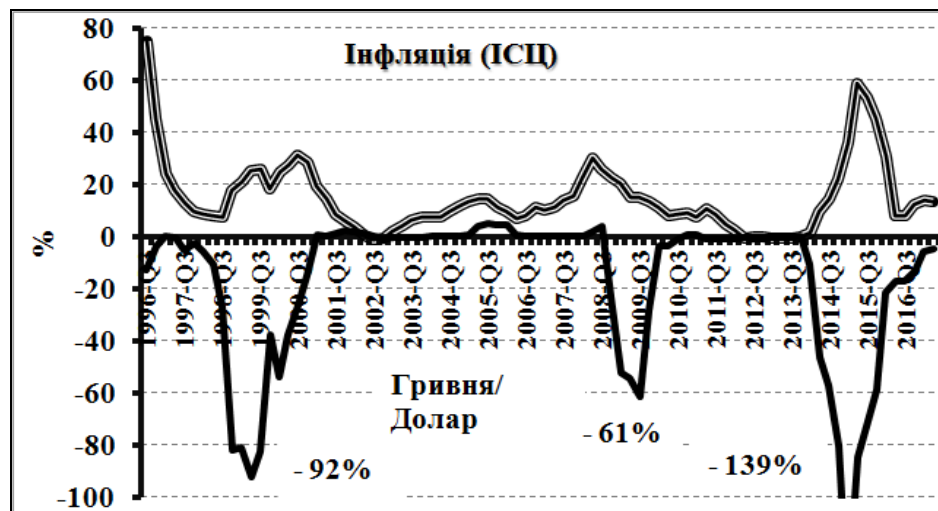


Рисунок 3. Річні темпи приросту офіційного курсу гривні до долара США і індексу споживчих цін (в поквартальному розрізі), 1996–2017 роки

Джерело: оброблено за даними Національного банку України.

приросту розраховані в поквартальному розрізі для інтервалу 1996–2017 років.

Рис. 3 є своєрідним відображенням базової залежності між валютним курсом гривні до долара США і інфляцією (4) для умов, коли:

- інфляція за кордоном (США) прийнята рівною нулю, внаслідок її незначного рівня;
- арифметична зміна валютного курсу гривні показана з протилежним знаком, що дозволяє відобразити загальне зниження її вартості щодо долара США.

З точки зору концепції відносного ПКС (4), рис. 3 ілюструє взаємозв'язок між динамікою цін і валютного курсу. Разом з тим, якщо врахувати конкретні умови української економіки, причинно-наслідковий зв'язок між цими показниками може відрізнятися від його інтерпретації в рамках концепції ПКС. А саме – вплив динаміки цін і валютного курсу в Україні є взаємним.

Цей факт обумовлений значною торговою відкритістю вітчизняної економіки. Так, відношення щорічних обсягів імпортованої нею продукції до виробленого в Україні ВВП стало коливається близько 50% ВВП. Внаслідок цього будь-яке суттєве знецінення гривні підвищує ціну продукції, що ввозиться в Україну, і, як результат, – загальний рівень вітчизняної інфляції. При

цьому спрацьовує так званий "ефект переносу валютного курсу". Згідно з кількісними оцінками, цей ефект в Україні може становити 0,2–0,3, а саме: знецінення гривні щодо долара США на 1% тягне підвищення рівня споживчої інфляції в Україні на 0,2–0,3 процентних пункта (п.п.).

З огляду на хронологію подій в 1998 і 2014 роках, коли різкому підвищенню інфляції безпосередньо передувало падіння валютного курсу гривні до долара США (відповідно, у вересні 1998 року – на 50%, в річному вимірі, і в березні–квітні 2014 року – на 24% і 46%), аналіз причин аномальних коливань споживчих цін і валютного курсу гривні (рис. 3) вимагає дослідження не стільки концепції ПКС, як конкретних умов функціонування національної економіки.

37.3. Фактори формування та зміни валютного курсу

Валютний курс – графічна інтерпретація. Перерахувати всі фактори, що впливають на динаміку валютного курсу гривні, неможливо. Пояснити це досить просто, якщо врахувати, що валютний курс – міжнародна ціна національної валюти, яка відображає весь спектр відносних переваг і недоліків відповідної економіки. Оскільки ж в них відбиваються не тільки чисто господарські особливості країни, але також її соціокультурна, географічна і навіть природно-кліматична специфіка, навести вичерпний перелік всіх курсових чинників практично неможливо.

Однак це не заважає пояснити загальну логіку коливань валютного курсу і вичленити їх ключові складові. Графічно валютний курс гривні (ER) можна аналізувати як точку перетину (гривневого) попиту на іноземну валюту (D) і її пропозиції (S). На рис. 4 іноземна валюта умовно представлена долларом США.

З огляду на те, що валютний курс відображає співвідношення представлених на ринку іноземної і національної валют, динаміку курсу зазвичай аналізують крізь призму їх обсягів і факторів зміни. Так, наприклад, збільшення рівня пропозиції долара США стимулює курсове посилення гривні і збільшення обсягу продажу американської валюти (рис. 5).

Аналогічний результат, з точки зору курсового посилення гривні, може бути досягнутий і за рахунок зменшення гривневого попиту на іноземну валюту (рис. 6). Останнє може відбутися в результаті зменшення пропозиції гривні в національній економіці, поліпшення курсових очікувань або, наприклад, введення додаткових обмежень на купівлю резидентами України іноземної валюти. При цьому у всіх зазначених випадках посилення гривні буде супроводжуватися скороченням обсягу купівлі/продажу іноземної валюти.

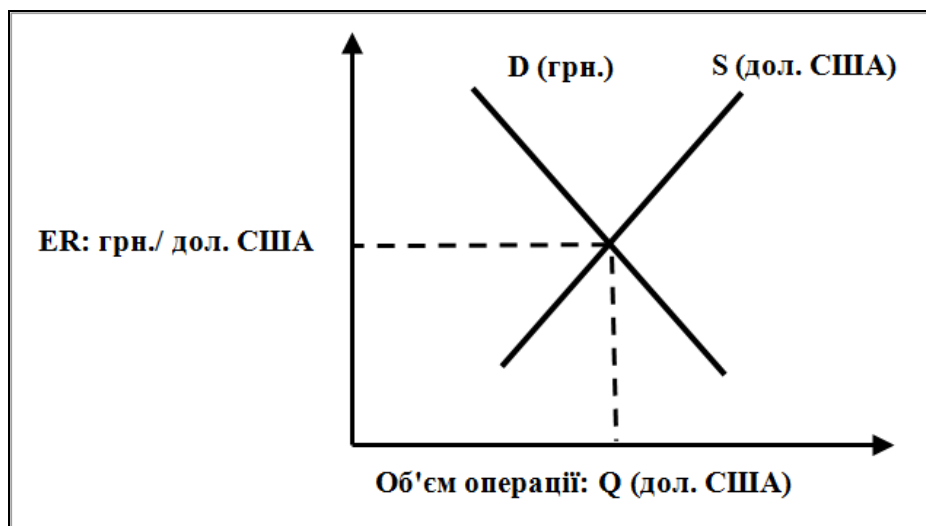


Рисунок 4. Гривневий попит на долар США [D (грн.)], Пропозиція долара США [S (дол. США)], обмінний курс гривні (ER) і обсяг обміну валют [Q (дол. США)]

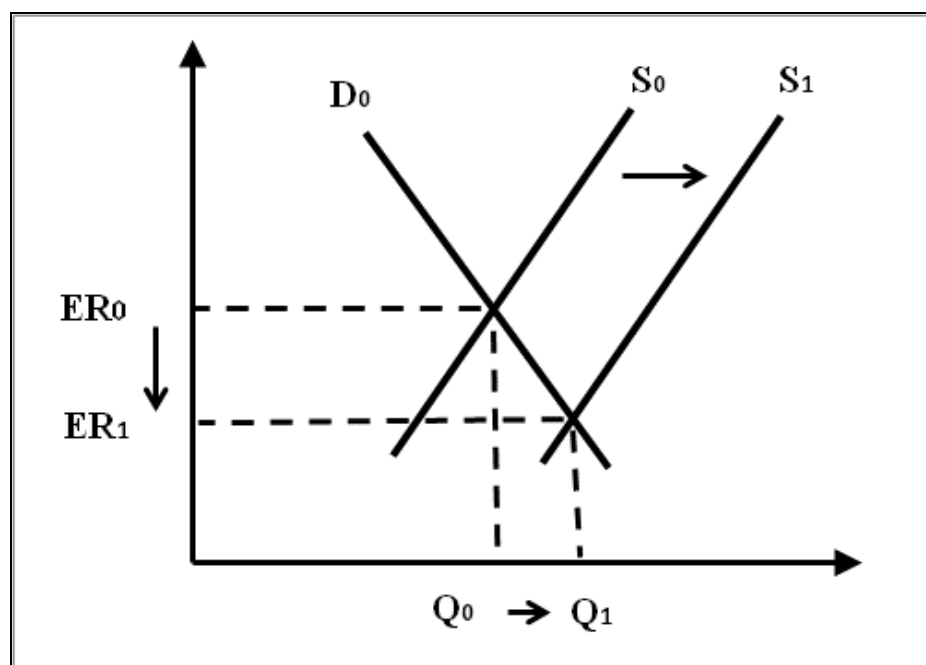


Рисунок 5. Ефект збільшення пропозиції іноземної валюти на ринку України: курсове посилення гривні і зростання обсягу купівлі / продажу іноземної валюти

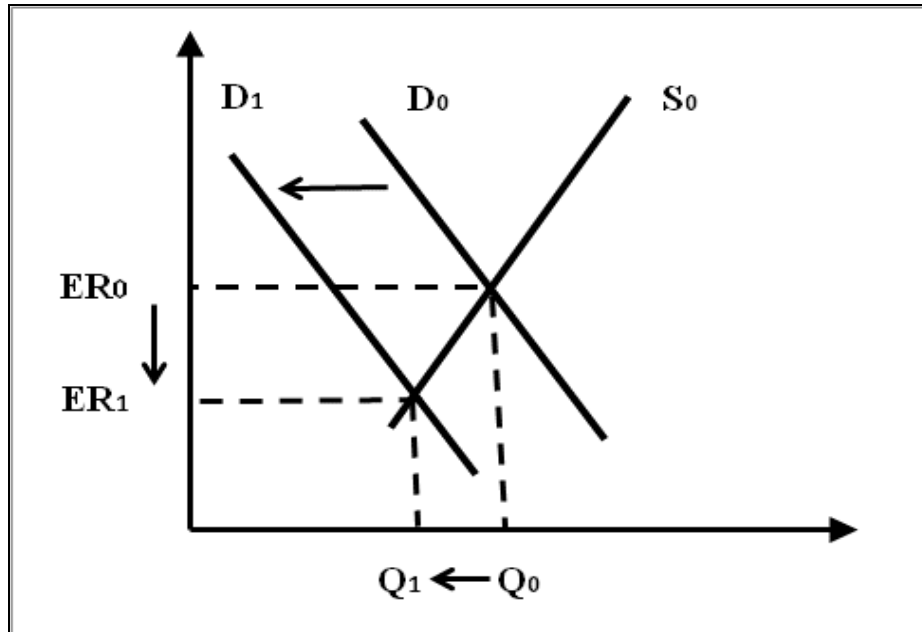


Рисунок 6. Ефект зменшення попиту на іноземну валюту на ринку України: курсове посилення гривні і падіння обсягу купівлі/продажу іноземної валюти

Фактори валютно-курсової динаміки. Рис. 5–6 наочно демонструють, що, крім уже розглянутої інфляції, на динаміку валютного курсу впливають, з одного боку, чинники пропозиції іноземної валюти, а з іншого – попиту на неї.

У зв'язку з цим однією з найбільш повних валютних характеристик країни вважається її платіжний баланс, який відображає канали та обсяги припливу іноземної валюти на рахунки резидентів і її зустрічного відтоку на користь нерезидентів. У цій якості платіжний баланс дозволяє оцінити не тільки валютну привабливість країни, але також ряд основних чинників, що впливають на рівень і динаміку курсу її національної валюти. При цьому чим більшим – за інших рівних умов – є позитивне сальдо платіжного балансу, тим вищою виявляється вартість національної валюти (гривні). І навпаки, погіршення сальдо платіжного балансу призводить до її курсового ослаблення.

Що стосується пропозиції національної валюти, то її динаміку зазвичай аналізують крізь призму монетарних показників (грошова база, грошова маса) і окремих факторів їх зміни.

Нарешті, самостійною складовою формування валютного курсу є правила проведення валютних операцій, декретованих державою.

Платіжний баланс. Очевидно, найвідомішими елементами платіжного балансу, що впливають на динаміку валютного курсу, є експорт та імпорт товарів і послуг. Причому, експортні надходження асоціюються з потенційним посиленням гривні, оскільки йдеться про приплив іноземної валюти у вигляді експортної виручки. У разі ж імпортних платежів все відбувається рівно навпаки – їх зростання, при інших рівних, зменшує обсяг іноземної валюти, що обертається на внутрішньому ринку, чим провокує курсове ослаблення гривні.

Аналогічно експортним доходам на курс гривні впливають надходження в Україну зовнішніх кредитів (приватних і державних), іноземних інвестицій (прямих і портфельних), валютних переказів на рахунки українських громадян, доходів від іноземних вкладень вітчизняних резидентів – всі ці операції сприяють підвищенню курсової вартості гривні.

І навпаки, здійснення українськими резидентами платежів у рахунок погашення і обслуговування зовнішнього боргу, переказ ними валютних коштів на свої закордонні банківські рахунки, інвестиції в закордонні проекти, витрати в зарубіжних відрядженнях і поїздках, купівля цінних паперів іноземних емітентів – зазначені операції, як і у випадку з імпортними платежами, пов'язані з відтоком з країни іноземної валюти і відповідним потенційним зниженням курсової вартості гривні.

Зрозуміло, що різні елементи платіжного балансу впливають на динаміку валютного курсу гривні не тільки по-різному, а й "нескоординовано": в один і той же час частина валютних платежів може стимулювати його зміцнення, а інша їх частина – протидіяти цьому. Результуючим показником в цьому випадку виступає сальдо платіжного балансу – в разі, коли воно стало позитивне і/або підвищується, можна очікувати посилення гривні. Коли ж сальдо платіжного балансу стабільно негативне і/або погіршується, з'являються вагомні підстави для ослаблення гривні.

При цьому певним індикатором курсової стійкості національної валюти виступає сальдо поточного рахунку платіжного балансу. Так, в Україні його сумарна величина в 2004–2005 роках становила 9,4 млрд дол. США. Зазначений чистий приплив іноземної валюти сприяв не тільки підтримці курсової стійкості гривні, але також її тимчасовому посиленню щодо долара США. І навпаки, в 2014–2015 роках сумарне сальдо поточного рахунку становило "-3 млрд дол. США". На цьому тлі чистого відтоку

іноземної валюти, а також внаслідок дефіциту коштів у міжнародних резервах України гривня знецінилася щодо долара США втричі – з 7,993 до 24,0 грн/дол. США.

Валютні інтервенції центрального банку. Крім уже зазначених операцій, в платіжному балансі знаходить відображення результат валютних інтервенцій центрального банку. Їх проведення прямо пов'язане з регулюванням курсу національної валюти. Так, у 2017 році НБУ купив на валютному ринку 2,3 млрд дол., а продав – 1,0 млрд дол., внаслідок чого чистий обсяг його валютних інтервенцій становив 1,3 млрд. США.

Інтервенції з продажу іноземної валюти. Коли НБУ продає іноземну валюту, він збільшує її пропозицію на ринку, перешкоджаючи курсовому знеціненню гривні. При цьому він також подає сигнал бізнесу і населенню про свою готовність захищати її валютний курс. Ціною таких валютних інтервенцій є зменшення міжнародних резервів, які перебувають у його розпорядженні. З огляду на це, НБУ повинен зважувати, наскільки реалістичні його можливості щодо захисту курсу гривні, оскільки в умовах дуже сильного девальваційного тиску та малого обсягу міжнародних резервів, продаж іноземної валюти може не досягти своєї мети. У такому випадку гривня все одно знеціниться, а частина міжнародних резервів виявиться витраченою даремно.

Іншим результатом інтервенцій НБУ з продажу іноземної валюти є зменшення гривні (грошової маси), що перебуває в обігу – її НБУ отримує від уповноважених банків взамін іноземної валюти, яку вони в нього купують. Цей ефект також перешкоджає курсовому знеціненню гривні, оскільки в економіці зменшується її обсяг, який може бути потенційно витрачений на купівлю іноземної валюти.

У цих ефектів є важливий наслідок: одночасне проведення центральним банком операцій з продажу іноземної валюти та рефінансування банків може виявитися недостатньо ефективним. Справа в тому, що за відсутності жорсткого контролю над використанням кредитів рефінансування вони можуть бути спрямовані на придбання іноземної валюти. Внаслідок цього можлива ситуація, коли кредити рефінансування сприятимуть не стільки стабілізації банківської системи, як підтриманню попиту на іноземну валюту за рахунок виснаження міжнародних резервів центрального банку.

Інтервенції з купівлі іноземної валюти. Коли НБУ купує іноземну валюту, він перешкоджає курсовому посиленню гривні. Іншими результатами цих операцій є зростання міжнародних

резервів і збільшення грошової пропозиції. Останній ефект досягається за рахунок отримання банками гривні, яку емітує НБУ для купівлі у них іноземної валюти.

Зростання грошової пропозиції (пропозиції гривні) знижує ревальваційний тиск на гривню, що є додатковим, непрямим ефектом проведення інтервенції НБУ з продажу іноземної валюти.

Форми валютних інтервенцій. Процедура валютної інтервенції визначається її конкретними цілями. Так, у разі проведення інтервенції *за єдиним валютним курсом*, НБУ продає (купує) іноземну валюту у уповноважених банків, які подали заявки на участь у відповідній операції, за єдиним курсом інтервенції. Всі кваліфіковані заявки задовольняються в повному обсязі, або пропорційно зазначеним у них обсягам. Остання ситуація має місце, коли обсяг інтервенції менше загального обсягу поданих банками заявок на купівлю (продаж) іноземної валюти.

У разі проведення *валютних аукціонів* НБУ задовольняє подані банками заявки згідно з зазначеними в них валютними курсами. При продажу іноземної валюти першою задовольняється заявка з найнижчою вартістю гривні (найвищою вартістю іноземної валюти). Наступні заявки на купівлю іноземної валюти задовольняються відповідно до зростання заявленої вартості гривні. Курс відсікання визначається при повному вичерпанні або всіх поданих заявок, або обсягу аукціону.

Коли НБУ проводить аукціон з купівлі у банків іноземної валюти, заявки задовольняються в порядку зменшення заявленої вартості гривні: від найвищої, до найнижчої.

НБУ також може проводити *на вимогу уряду адресні інтервенції*, які орієнтовані на задоволення загальнонаціональних потреб.

НБУ також проводить інтервенції у формі *запиту найкращого валютного курсу*.

Грошова пропозиція. Монетарна політика. Якщо платіжний баланс і його структура дозволяють оцінити вплив, який чиниться на валютний курс зовнішньоекономічним середовищем, то обсяг національної валюти, що обертається, – переважно внутрішніми монетарними факторами.

При цьому, чим менше обсяг грошової маси і швидкість її зростання, тим менша ймовірність знецінення національної валюти (рис. 6). Логічне пояснення цієї закономірності досить просте – в зазначеному випадку кожній одиниці іноземної валюти протистоїть менший обсяг валюти національної (гривні).

Це нехитре правило лежить в основі більшості монетарних підходів до стабілізації валютного курсу гривні. Причому, оскільки

ки вони припускають обмеження грошової пропозиції, їх ефекти проявляються одночасно як щодо зниження рівня інфляції, так і пом'якшення курсового знецінення національної валюти або навіть її посилення.

З огляду на це, нескладно зрозуміти, що всі операції НБУ, пов'язані із застосуванням більш жорсткої монетарної політики, ведуть, з одного боку, до обмеження грошової пропозиції і сприяють зниженню інфляції, а з іншого – сприяють курсовому посиленню гривні. До таких операцій, зокрема, належать:

- підвищення облікової ставки НБУ – воно тягне подорожчання кредитів рефінансування, які банки можуть тимчасово позичити у НБУ. Так, послідовне підвищення в січні і березні 2017 року облікової ставки НБУ з 14,5% до 16%, а потім і 17% сприяло подорожчання гривні і стабілізації її валютного курсу;

- підвищення процентної ставки за депозитними сертифікатами (ДС) НБУ – в цьому випадку банкам стає вигіднішим вкладати тимчасово вільну гривню в ДС, ніж пускати її в господарський оборот або купувати за її рахунок іноземну валюту. У вже зазначеному прикладі збільшення облікової ставки НБУ супроводжувалося одночасним підвищенням максимальної ставки по його ДС (на 14 днів) – з 14,5 до 17%;

- зниження НБУ обсягу рефінансування банків – зменшує обсяг потенційно доступних банкам кредитів, що надаються НБУ, і, як результат – попит на іноземну валюту;

- зменшення НБУ термінів рефінансування банків – стискає період можливого використання банками позикових (гривневих) ресурсів НБУ;

- посилення умов виділення НБУ кредитів рефінансування в частині допустимих заставних інструментів – зменшує вікно можливостей отримання банками і їхніми клієнтами позикового гривневого ресурсу;

- зменшення обсягів купівлі НБУ цінних паперів на відкритому ринку -- знижує обсяг гривні, "впорскується" в обіг через канал фондового ринку;

- звуження переліку цінних паперів, що викупує НБУ у свій портфель, – ефект, аналогічний попередньому випадку;

- підвищення НБУ норм обов'язкового резервування – тягне фактичне "замороження" частини гривневої ліквідності, через що вона стає недоступною для вільного обігу та, як наслідок, для купівлі іноземної валюти.

Остання операція належить до числа найбільш сильно-діючих як щодо боротьби з інфляцією, так і протидії девальвації гривні.

Зрозуміло, що в разі, коли центральний банк проводить операції, протилежні за своєю суттю зазначеним вище, відбувається пом'якшення його монетарної політики, що сприяє розширенню пропозиції національної валюти і зниженню її вартості.

Ризики. Сприйняття прямих і опосередкованих ризиків, які асоціюються з національною економікою, безпосередньо стосується динаміки курсу її валюти. Адже чим вищі такі ризики, то більша ймовірність її знецінення. Наприклад, зниження агентством Standard & Poor's суверенного рейтингу України до переддефолтного рівня "SD" у вересні 2015 року вказувало не лише на підвищення потенційних проблем у вітчизняній економіці, але також і на зростаючу ймовірність падіння валютного курсу гривні. (Хоча, безумовно, саме по собі зниження суверенного рейтингу країни нічого не говорить про те, наскільки в дійсності може знецінитися її валюта.) І навпаки, підвищення цим агентством суверенного рейтингу України в жовтні того ж року до "B-" вказувало на зменшення девальваційних ризиків гривні.

Очікування. Сприйняття національних ризиків і практики їх подолання формує супутні очікування у населення й бізнесу. В умовах очікувань, що поліпшуються, попит на іноземну валюту, як правило, знижується, оскільки зменшується потреба в страхуванні ризику знецінення національної валюти. І навпаки, коли очікування погіршуються, попит на іноземну валюту зростає, а її пропозиція на ринку падає. В результаті цього вартість національної валюти знижується.

37.4. Номінальний ефективний обмінний курс.

Реальний ефективний обмінний курс

Номінальний обмінний курс (НОК). Реальний обмінний курс (РОК). Як уже зазначалося (5), "реальний обмінний курс" (real exchange rate, RER) дорівнює "номінальному обмінному курсу" (nominal exchange rate, ER), скоригованому на різницю цін у національній економіці і в країні-партнері: $RER = ER * P_f / P_d$.

При цьому в рамках теорії єдиної ціни РОК дорівнює 1 ($RER = 1$), а його зміни, відповідно, дорівнюють 0 ($\Delta RER = 0$).

Однак базові припущення теорії єдиної ціни (досконала конкуренція, а також відсутність трансакційних бар'єрів і супутніх їм витрат) у реальному житті не виконуються. Через це рівність $\Delta RER = 0$ виявляються на практиці скоріше випадковістю, ніж загальним правилом. Насправді прирости РОК, що відображають його динаміку, зазвичай не дорівнюють нулю:

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

Розрахунок зміни РОК можна продемонструвати на такому умовному прикладі. Припустимо, гривня знецінилася до долара США на 1% з 25 до 25,25 грн/дол. США, загальний рівень цін в Україні зріс на 5%, а в США – на 2%. Тоді, відповідно до рівняння (6), РОК гривні до долара США знизився на 1,9%:

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

В умовах, коли зміни незалежних величин у рівнянні (6) невеликі, приблизну оцінку зміни РОК можна розрахувати, використовуючи спрощену формулу:

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

Так, її застосування для описаного прикладу дозволяє отримати такий результат:

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

Слід спеціально підкреслити, що рівняння (6) і (7) формалізують розрахунок РОК, коли базовою є іноземна валюта (долар США), а котируваною – національна валюта (гривня).

Якби базовою валютою виступала гривня, тоді її вихідний курс дорівнював би 0,04 дол. США/грн (= 1/25 грн / дол. США), а новий – 0,0396 дол. США / грн (= 1/25,25 грн / дол. США).

Згідно зі зміною валютного котирування змінюється розрахунок і приросту РОК:

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

а також відповідний йому результат:

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

Формула приблизного розрахунку РОК в цих умовах також трансформується:

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

а її практичне застосування дає такий результат:

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

Таким чином, якщо базовою валютою є іноземна валюта, тоді:

- підвищення РОК гривні вказує на зниження її відносної купівельної спроможності (реальне ослаблення гривні);
- зниження РОК гривні свідчить про підвищення її відносної купівельної спроможності (реальне посилення гривні).

Коли ж базовою валютою виступає гривня, тоді:

- підвищення РОК гривні відображає її реальне посилення;
- зниження РОК гривні вказує на її реальне ослаблення.

Перший розглянутий вище розрахунок приросту РОК гривні передбачає котирування, в якому базовою є іноземна валюта. Згідно з ним, РОК гривні зменшився на 1,9%, що свідчить про реальне посилення гривні в парі з долларом США на 1,9%.

У другому випадку розглянуто зворотне котирування – базовою валютою в ній виступає гривня. Згідно з цим розрахунком РОК гривні підвищився на 1,9%. Однак кінцевий висновок щодо зміни реальної курсової вартості гривні в цьому випадку такий же, що і в першому випадку – в парі з доларом США гривня реально посилилася на 1,9%.

Таким чином, смислова інтерпретація приросту РОК гривні залежить не тільки від самої величини приросту, але також від валютного котирування, яке використане для відображення обмінного курсу гривні.

Зазначені особливості мають принципове значення, коли аналізується вплив динаміки РОК гривні на конкурентні переваги національних товаровиробників. Це нескладно продемонструвати на умовному прикладі, який показує, яким саме чином у національній продукції можуть з'являтися або зникати цінові переваги внаслідок коливань обмінного курсу гривні та загального рівня інфляції всередині України і за її межами.

Так, якщо припустити, що український товар, припустимо, стілець, коштує 300 грн, а його американський аналог – 12 дол. США, то при курсі гривні 25 грн/дол. США ні український виробник стільців, ні американський не матиме цінкових переваг. Справді, в цьому випадку гривнева ціна імпортного стільця становитиме ті самі 300 грн ($= 12 \text{ дол. США} \times 25 \text{ грн / дол. США}$), що й у стільця українського виробництва.

Але, якщо гривня знеціниться, наприклад, на 20% до 30 грн / дол. США, то ціна іноземного стільця в гривневому еквіваленті збільшиться до 360 грн ($= 12 \text{ дол. США} \times 30 \text{ грн / дол. США}$). Внаслідок цього вартість українського стільця виявиться більш привабливою для потенційних покупців, і ймовірність його покупки збільшиться, а іноземного – навпаки, знизиться.

Однак знецінення гривні викличе зростання внутрішніх цін в Україні. Якщо вони збільшаться рівномірно на всі товари, припустимо, на 22%, ціна вітчизняного стільця виросте до 366 грн ($= 300 \text{ грн} \times 1,22$). У цьому разі вона перевищить ціну іноземного товару-конкурента і той стане привабливішим для покупців. Внаслідок цього можна буде очікувати переорієнтацію їх попиту на стільці іноземного виробництва.

Тим часом інфляція – феномен не однієї України. І якщо ціни в США також рівномірно збільшаться, наприклад, на 2%, ціна американського стільця в Україні становитиме вже 367,2 грн ($= 12 \text{ дол. США} \times 1,02 \times 30 \text{ грн / дол. США}$). У результаті цього подорожчання український стілець знову отримає

конкурентні переваги, оскільки його ціна (366 грн) виявиться меншою за ціну іноземного конкурента (367,2 грн).

Таким чином, незважаючи на простоту показника РОК гривні, його економічний сенс, як і окремих його складових, досить інформативний:

- якщо базовою валютою є іноземна валюта/гривня, тоді чим вище/нижче РОК гривні, тим більш конкурентними на зовнішньому і внутрішньому ринку виявляються вітчизняні товари відносно їхніх іноземних аналогів;

- чим нижче вітчизняна інфляція, тим більш конкурентною на зовнішніх і внутрішньому ринках є національна продукція;

- чим вище інфляція за кордоном, тим більш конкурентна національна продукція.

Хоча курсове знецінення гривні надає конкурентні (цінові) переваги національній продукції, воно попутно породжує ряд небажаних наслідків, здатних повністю нівелювати зазначені ефекти. Мова, зокрема, може йти про підвищення загального рівня вітчизняної інфляції, збільшення зовнішнього боргу (його гривневого еквівалента) і вартості обслуговування цього боргу, зниження купівельної спроможності населення і бізнесу, погіршення їх валютно-курсних і інфляційних очікувань та ін.

Важливою особливістю РОК є той факт, що в прикладних розрахунках він використовується тільки у вигляді відносної (приростної) величини, вимірюваної в процентах або частках одиниці.

Номінальний ефективний обмінний курс (НЕОК).
Реальний ефективний обмінний курс (РЕОК). Аналіз показників НОК і РОК мимоволі піднімає питання про можливість відображення ціни національної валюти відносно не однієї, а кількох іноземних валют. Для відповіді на нього в економічній теорії та практиці використовуються показники "номінального ефективного обмінного курсу" (nominal effective exchange rate, NEER) і "реального ефективного обмінного курсу" (real effective exchange rate, REER).

В Україні їх динаміка розраховується і регулярно публікується НБУ. При цьому Національний банк України використовує такий підхід до розрахунку зазначених показників:

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

де $\Delta REER$ – зміна реального ефективного обмінного курсу (РЕОК) гривні;

ΔER_i – зміна курсу валюти i щодо гривні (базова валюта – гривня);

$\Delta P_d / \Delta P_i$ – зміна загального рівня цін в Україні щодо їх зміни в країні i ;

W_i – нормалізована вага продукції, виготовленої в країні i , у зовнішньому товарообігу України.

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

де $\Delta NEER$ – зміна номінального ефективного обмінного курсу (НЕОК) гривні.

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

де M_i – обсяг імпорту товарів і послуг з країни i в Україні;

X_i – обсяг експорту товарів і послуг з України в країну i .

Нескладно помітити, що рівняння (10) є модифікованою версією рівняння (8), в якій представлена одночасна зміна обмінного курсу гривні щодо кількох валют $i = 1 \text{ ч } n$. Відповідно в ньому представлена і відносна динаміка інфляції в Україні, скоригована на рівень зовнішньої інфляції, що спостерігається в країнах $i = 1 \text{ ч } n$.

НБУ розраховує приріст РЕОК гривні для кошика з 25 іноземних валют, що представляють 39 країн – торгових партнерів України. На експортно-імпортні операції з зазначеними країнами припадає понад 80% українського зовнішньоторговельного обороту.

Оскільки в рівняннях (10) і (11), як і в рівнянні (8), при розрахунку курсу обміну базовою валютою виступає гривня, остільки зменшення її НЕОК і РЕОК свідчить про зниження номінальної та реальної вартості гривні щодо валют країн – основних торгових партнерів України. Подібне зниження може служити ознакою підвищення цінової конкурентоспроможності української продукції.

І навпаки, підвищення НЕОК і РЕОК гривні, розраховане відповідно до рівняннями (10) і (11), може свідчити про зменшення відносних цінових переваг вітчизняних товарів і послуг.

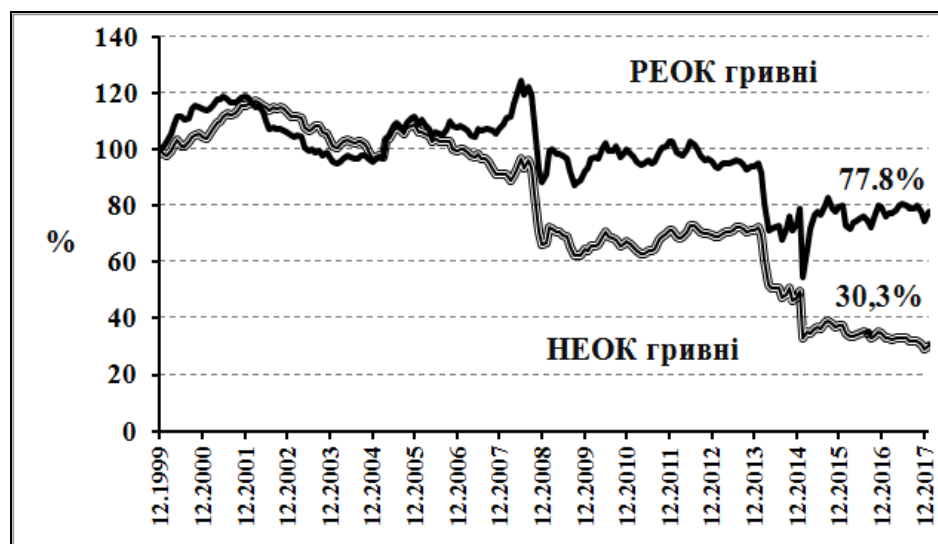
Рис. 7 ілюструє темп зростання НЕОК і РЕОК гривні упродовж 18 років, з грудня 1999 року по лютий 2018 рік. Розрахунки наведені в помісячній розбивці. За їх базу взято показники, що спостерігалися в грудні 1999 року. До кінця лютого 2018 року НЕОК гривні знизився до їхнього рівня втричі, до 30,3%. При

цьому зменшення РЕОК гривні виявилося більш помірним – його величина в лютому 2018 року становила 77,8% від рівня грудня 1999 року.

Різниця між падінням НЕОК і РЕОК гривні становила 47,5 п.п. Її величина відображає диференціал інфляцій в Україні і в країнах, які є її основними торговельними партнерами.

Рис. 8 демонструє різноспрямовану динаміку НЕОК гривні і диференціала інфляцій. Вказану залежність можна інтерпретувати як ілюстрацію ідей відносного ПКС, розрахованого не для двох валют, а "кошика" іноземних валют. З одного боку, різниця в абсолютних темпах зростання НЕОК гривні і диференціала інфляцій не підтверджує безумовну справедливість концепції ПКС (4). Однак, з іншого боку, очевидний взаємозв'язок цих двох параметрів служить явним свідченням кореляції між валютним курсом і динамікою інфляції.

Сильне номінальне знецінення гривні щодо корзини валют, емітованих основними країнами-партнерами, стало наслідком не спеціальної валютно-курсової політики України, а недостатньої конкурентоспроможності національної економіки. Саме ця вразливість, по суті, і стала причиною трьох валютних криз, які спостерігалися в українській економіці в період 1998–2018 років.



**Рисунок 7. Темп зростання НЕОК і РЕОК гривні
(грудень 1999 г. = 100%),
1999–2018 роки**

Джерело: дані Національного банку України.

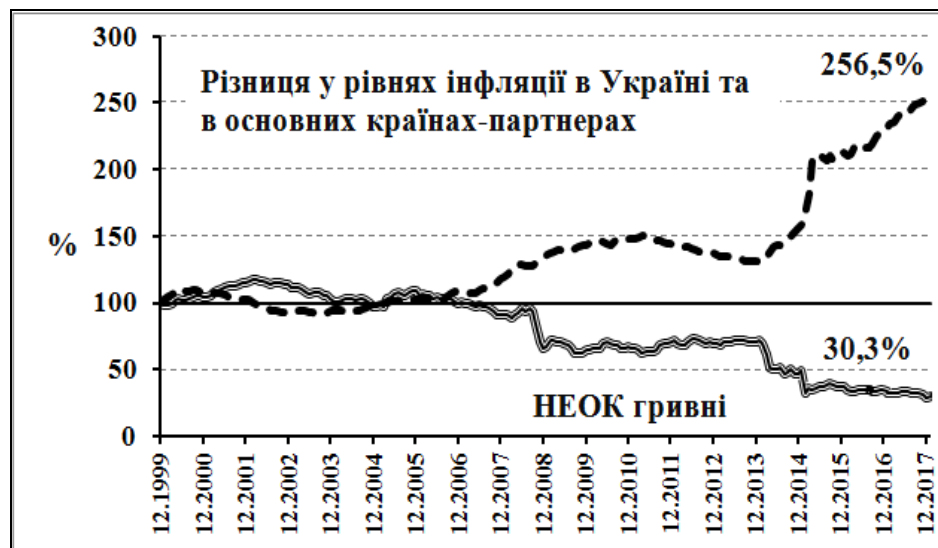


Рисунок 8. Темп зростання НЕОК гривні і диференціала інфляції (різниці інфляції в Україні і в країнах, що є її основними торговельними партнерами) (грудень 1999 г. = 100%), 1999–2018 роки

Джерело: оброблено за даними Національного банку України.

Природним їхнім результатом були різкі стрибки інфляції. Загальний її приріст виявився в 2,56 раза більшим, ніж у країнах, що є основними торговельними партнерами України.

37.5. Валютний режим

Валютний режим. Валютний режим відображає ступінь курсової свободи, яку вважає оптимальною для своєї національної економіки і дотримується на практиці та чи інша держава. Згідно з класифікацією Міжнародного валютного фонду, двома граничними випадками валютних режимів є:

- жорстка фіксація курсу національної валюти щодо будь-якої іноземної валюти;
- вільне плавання курсу національної валюти.

У діапазоні між цими двома валютними режимами знаходиться цілий спектр інших проміжних режимів, які тяжіють або до режиму фіксації валютного курсу, або до його вільного плавання.

Прикладом режиму з найбільш жорсткою фіксацією курсу національної валюти є "валютна рада" (currency board), в рамках якої офіційний курс національної валюти підтримується на

ISSN 1811-3141. Економічна теорія. 2018. № 2

незмінному рівні. Прикладами країн, які дотримуються такого валютного режиму, можуть служити Гонконг (місцевий долар прив'язаний до долара США), Болгарія, Боснія і Герцеговина (місцеві валюти прив'язані до євро).

Відповідно до класифікації МВФ, країни, які не мають власної національної валюти, також дотримуються режиму найбільш жорсткої фіксації валютного курсу. До таких країн належать Панама (в обігу перебуває долар США), Чорногорія (євро), Косово (євро) та ін.

Режиму вільного плавання дотримуються США (долар), країни – члени зони євро (євро), Велика Британія (фунт стерлінгів) і т.д.

Згідно з даними МВФ, в квітні 2016 року 13% країн – учасниць МВФ дотримувалися валютних режимів, які класифікувалися, як жорстка прив'язка; 39,6% країн – режимів, які визначаються, як м'яка прив'язка; 37% країн мали валютні режими з плаваючим курсом місцевої валюти; і валютні режими 10,4% країн – учасниць МВФ розглядалися, як "інші режими".

НБУ класифікує поточний валютний режим в Україні як плаваючий. На це, зокрема, вказує відсутність будь-яких зобов'язань центрального банку щодо утримання обмінного курсу гривні, а також практика встановлення офіційного курсу гривні до долара США на рівні середньозваженого курсу, який складається на міжбанківському валютному ринку за підсумками його роботи протягом поточного дня.

Водночас, згідно з чинною чотирирічною програмою фінансового співробітництва України з МВФ (EFF, 2015–2019 роки), курс гривні в найближчі роки не повинен перевищити 31 грн / дол. США. З огляду на це, а також активні зусилля країни щодо залучення зовнішнього офіційного кредитування, однією з цілей якого є попередження неконтрольованого падіння курсу гривні, її валютний режим можна визначити як "кероване плавання".

Протягом декількох років, що передували валютній кризі 2008–2009 років, НБУ фіксував офіційний курс гривні на рівні 5,05 грн / дол. США, хоча і не оголошував про перехід до режиму жорсткої прив'язки валютного курсу. Аналогічна ситуація повторилася перед валютною кризою 2014–2015 років, коли офіційний курс гривні до долара США фіксувався на рівні 7,993 грн / дол. США.

Тим часом, суттєвою різницею між цими двома епізодами був той факт, що в першому випадку НБУ викупував іноземну валюту в міжнародні резерви, довівши їхній обсяг до історично-

го максимуму (більше 38 млрд дол. США, серпень 2008 року), а в другому – центральний банк продавав іноземну валюту для підтримки курсу гривні. Внаслідок цього міжнародні резерви знизилися до 18 млрд дол. США. Подальше утримання фіксованого курсу гривні було визнано недоцільним і в лютому 2014 року було оголошено про перехід до режиму вільного плавання.

Посилення, ослаблення національної валюти. Ревальвація, девальвація. Історично ревальвація (revaluation) і девальвація (devaluation) національної валюти відбувались, коли державні регулятори міняли фіксований курс своїх національних валют. При цьому ревальвація мала на увазі підвищення її ринкової вартості, а девальвація – зниження. Однак в умовах режиму вільного плавання вихідна ідея фіксації офіційного курсу втратила свій сенс. Тому сьогодні часто говорять про курсове посилення (appreciation) або ослаблення (depreciation) національної валюти. В Україні, між тим, справедливо використання всіх зазначених термінів, оскільки в разі зміни офіційного курсу гривні йдеться про її "ревальвацію" або "девальвацію", а при зміні ринкових котирувань – про курсове "посилення" або "ослаблення" гривні.

Надіслано до редакції 21.03.2018

Macroeconomics. Textbook

Topic 37. THE EXCHANGE RATE

Serhii Korablin

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