



**Оксана МЕЛИХ**

## **КОНЦЕПТУАЛЬНІ ОСНОВИ ВАЛЮТНОГО КУРСОУТВОРЕННЯ**

*Висвітлено теоретичні концепції валютного курсоутворення та принципи валютно-фінансової політики. Розглянуто проблеми досягнення макроекономічної стабільності за умов фіксованого та плаваючого режимів валютного курсу. Розкрито позитивні та негативні сторони використання фіксованого та плаваючого режимів курсоутворення. Визначено завдання та функції валютно-курсової політики, виконання яких забезпечить досягнення курсової стабільності та економічне зростання.*

*The theoretical conceptions of formation the exchange rates and principles of currency-financial policy are shown. The problems of achievement of the macroeconomic stabilization in conditions of the fixed and a floating exchange rate are considered in the article. Positive and negative sides of using the fixed and floating exchange rate regimes are discovered. The tasks and functions of exchange rate policy, which execution provides achievement of rate stabilization and economical growing have been determined.*

Сучасний етап розвитку світового господарства характеризується посиленням процесів глобалізації, відкритості та взаємозалежності національних економік, при яких зовнішньоекономічні, а зокрема валютні відносини охоплюють усі сфери суспільного життя.

За таких умов зростає роль валютного курсу, як інструмента економічної політики держави. Він виступає одним із основних комплексних індикаторів макроекономічної стабільності, який у значній мірі впливає на фінансову безпеку країни та її соціально-економічний розвиток.

У даному контексті доволі красномовними є слова відомого філософа Вольтера, який, ще за часів існування золотого стандарту, не будучи фінансис-

том констатував: "Ціна монети - пульс держави і дуже надійний спосіб дізнатися про її сили" [8]. Вищезазначений афоризм є актуальним і сьогодні та відображає зв'язок між економічною могутністю країни та статусом її валюти. Саме тому ефективно управління валютним курсом є ключовою проблемою економічної політики держав, і валютно-курсової політики, зокрема. Від характеру останньої залежить стабільність національної валюти, бюджетна дієздатність держави, стан платіжного балансу, валютних резервів, інвестиційний клімат, купівельна спроможність населення, обсяг експортно-імпортних операцій та виробництва.

Актуальність вищезазначеної проблематики вимагає вивчення теоретич-

них концепцій курсоутворення та принципів валютно-фінансової політики з метою побудови ефективної курсової політики в країні.

Яким повинен бути валютний курс - плаваючим чи фіксованим? Якою має бути валютно-фінансова політика в конкретних умовах? Ці та інші питання, як і пів століття тому залишаються предметом жвавих дискусій економістів та політиків.

Проблеми курсоутворення посідали вагомим місце у працях економістів, державних діячів різних епох. Так основоположні принципи, на базі яких повинна будуватись сучасна валютно-фінансова політика були висунуті та обґрунтовані Г. Альмакіндерсом, Я. Белінською, О. Береславською, Т. Валовою, Т. Вахненком, А. Гальчинським, В. Гейцем, Паулем де Грауве, Х. Девахтером, Р. Дорнбушем, М. Єршовим, А. Кіреєвим, С. Корабліним, Л. Красавіною, Р. Манделлом, Ф. Махлупом, Д. Мідом, Ф. Рогачем, З. Луцишин, М. Флемінгом та ін.

Один із найвідоміших фахівців у сфері міжнародних фінансів Фріц Махлуп велику увагу приділяв вивченню попиту і пропозиції на валютному ринку їх еластичності та впливу на поведінку обмінного курсу, зробивши таким чином вагомий внесок у розвиток теорії валютного курсоутворення. Згідно поглядів економіста основними джерелами, які породжують попит і пропозицію на іноземну валюту виступають: торгівля товарами, послугами, золотом, односторонні платежі, довгострокові та короткострокові інвестиції.

На перших етапах власних досліджень Ф. Махлуп наголосу-

вав, що торгівля товарами виступає єдиним джерелом попиту і пропозиції іноземної валюти (імпорт породжує попит на іноземну валюту, а експорт – її пропозицію). Зростання попиту на товари, що імпортуються призводить до збільшення потреби споживачів в іноземній валюті, що в свою чергу зумовлює зміцнення її позицій та ревальвацію валютного курсу. Зростання вартості іноземної валюти зумовлює подорожчання товарів, що імпортується, а експортовані стають дешевшими в перерахунку на національну грошову одиницю, і навпаки (див. рис. 1).

На рисунку 1 криві  $DD'$  і  $SS'$  відображають попит і пропозицію на валютному ринку в короткостроковому періоді. Експорт дорівнює імпорту при обмінному курсі іноземної грошової одиниці  $OQ$ . Припустимо, що зміна смаків і уподобань споживачів призводить до збільшення попиту на імпортовані товари, зумовлюючи зростання потреби в іноземній валюті. При обмінному курсі  $OQ$  попит на валюту відповідатиме відрізьку  $OK$ .

Проте, у зв'язку з тим, що на валютному ринку існує дефіцит інозем-

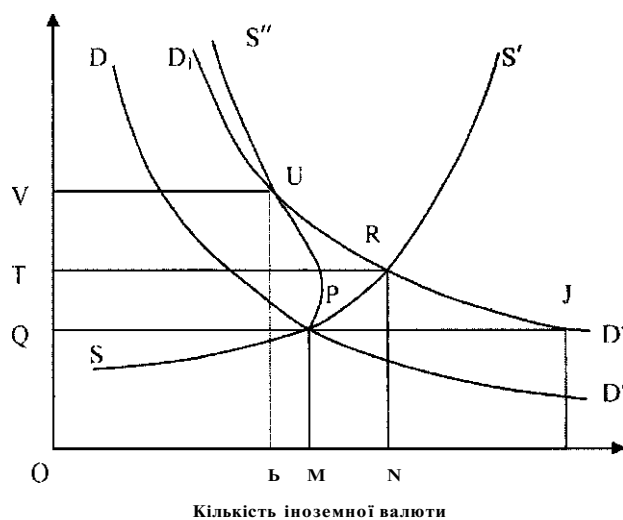


Рис. 1. Рівновага на валютного ринку в умовах еластичності (нееластичності) пропозиції [2, 33]

Фінансова політика

ної валюти (сукупний попит перевищує пропозицію), відбувається ревальвація валютного курсу. При абсолютній еластичності попиту і пропозиції, зростання ціни іноземної грошової одиниці призводить до зростання вартості експорту та імпорту, як в національній (від OMPQ до ONRT), так і в іноземній валюті (від OM до ON). Точка R характеризує рівновагу на валютному ринку. В умовах нееластичності пропозиції ціна іноземної валюти зростає до OV, за якої вартість експорту та імпорту падає в іноземній валюті (від OM до OL) і зростає в національній (від OMPQ до OLUV).

В ході власних досліджень, Ф. Махлуп дійшов висновку, що окрім торгівлі товарами, до джерел які породжують попит і пропозицію на валютному ринку слід віднести міжнародний рух капіталу (інвестиції) та односторонні платежі (розрахунки за борговими зобов'язаннями, воєнні репатріації та ін.).

Так, збільшення попиту на іноземну валюту з боку інвесторів – експортерів призводить до зростання вартості іноземної валюти. В свою чергу, зростання

обмінного курсу зумовлює падіння купівельної спроможності національної грошової одиниці (див. рис. 2).

Аналіз рисунку 2 свідчить про те, що експорт капіталу, зумовлюючи зростання валютного курсу, призводить до скорочення товарного імпорту та зростання експорту:

*Експорт капіталу =*

*Зниження товарного імпорту +  
Зростання товарного експорту*

$$LN = LM + MN$$

або

$$LNRU = LMVU + MNRV \quad (1)$$

Таким чином, рівняння рівноваги на валютному ринку матиме такий вигляд:

*Товарний експорт =*

*Товарний імпорт +*

*Експорт капіталу (довгострокові та короткострокові інвестиції)*

$$ON = OL + LN$$

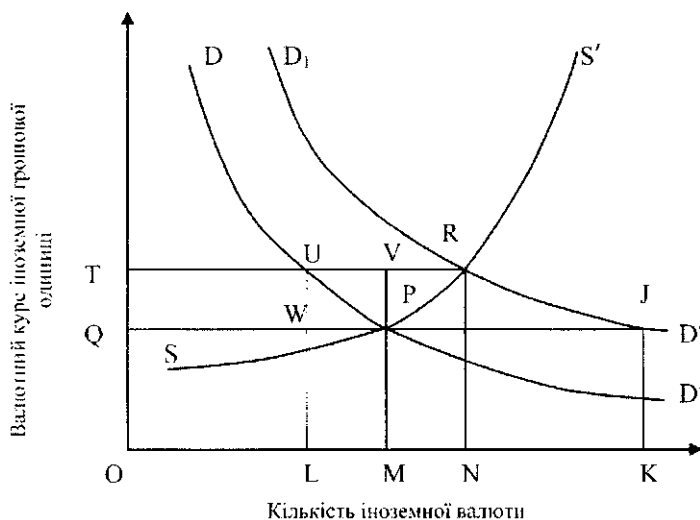
або

$$ONRT = OLUV + LNRU \quad (2)$$

Окрім цього, у праці Ф.Махлупа вагоме місце посідала також проблема еластичності попиту і пропозиції. Вчений наголосив, що сила впливу зміни обмінного

курсу на попит і пропозицію іноземної валюти залежить від еластичності останніх. В результаті проведених досліджень економіст сформулював низку фундаментальних принципів, на яких базуються еластичність попиту і пропозиції на валютному ринку, зокрема:

- чим вища еластичність попиту за кордоном на товари, що експортуються, тим більша еластичність пропозиції іноземної валюти;
- чим вища еластичність пропозиції товарів, які



**Рис. 2. Вплив операцій з капіталом на стан валютного ринку [2, 39]**

виробляються за кордоном і виступають товарами субститутами вітчизняних, тим більша еластичність пропозиції іноземної валюти;

- чим вища еластичність пропозиції товарів, що експортуються, тим більша еластичність пропозиції іноземної валюти;
- чим вища еластичність внутрішнього попиту на товари, надлишок яких може експортуватись, тим більша еластичність пропозиції іноземної валюти;
- чим більша еластичність попиту на товари, що імпортуються, тим більша еластичність попиту на іноземну валюту;
- чим більша еластичність пропозиції вітчизняних товарів, які виступають субститутами товарів, що імпортуються, тим більша еластичність попиту на іноземну валюту;
- чим більша еластичність пропозиції товарів, що імпортуються, тим більша еластичність попиту на іноземну валюту;
- чим більша еластичність попиту за кордоном на товари, що експортуються, тим більша еластичність попиту на іноземну валюту;
- проведення політики обмеження імпорту негативно впливає на еластичність попиту і пропозиції.

Окрім вивчення попиту та пропозиції на валютному ринку, його еластичності й факторів впливу на неї, важливим є вивчення проблеми досягнення загальноекономічної рівноваги за умов плаваючого та фіксованого режимів валютного курсу. Щоправда, сучасні реалії вимагають перегляду праць Роберта Манделла та Маркуса Флемінга, які свого часу заклали фундамент сучасної макроекономічної політики.

Лауреат Нобелівської премії Р. Манделл під економічною стабільністю

розумів досягнення рівноваги на валютному ринку та ринку товарів і послуг. Згідно поглядів вченого, факторами, які впливають на рівновагу вищезазначених ринків виступають: внутрішня відсоткова ставка та умови торгівлі (рівень цін або обмінний курс).

Як правило, відсоткова ставка впливає на стан платіжного балансу, а рівень цін здійснює прямий вплив на сальдо торговельного. Порушення рівноваги на ринку товарів і послуг характеризується надлишковим попитом або пропозицією. Надлишковий попит породжує інфляційний потенціал, а пропозиція - дефляційний, що, у свою чергу, проявляється в зростанні або падінні цін.

На сьогодні загально визнано, що стан платіжного балансу, який характеризує зовнішню рівновагу, є ключовим фактором впливу на рівень обмінного курсу. Приплив або відплив іноземної валюти за різними статтями платіжного балансу змінює співвідношення між попитом та пропозицією валюти і таким чином впливає на динаміку обмінного курсу. Отже, волатильність валютного курсу національної грошової одиниці залежить від стану платіжного балансу і навпаки. Профіцит останнього зумовлює його зростання, а дефіцит - падіння.

Порушення зовнішньої рівноваги при режимі фіксованого валютного курсу зобов'язує уряд та Центральний банк знижувати процентну ставку при позитивному сальдо платіжного балансу і підвищувати при від'ємному. Слід зазначити, що при цьому, в умовах відкритості національної економіки, ціни на ринку товарів та послуг, який характеризує внутрішню рівновагу, вільно реагують на відхилення від рівноважного стану. Динамічна реакція такого типу відображена на рисунку 3.

На рисунку 3 точка О характеризує рівновагу економічної системи. Точки

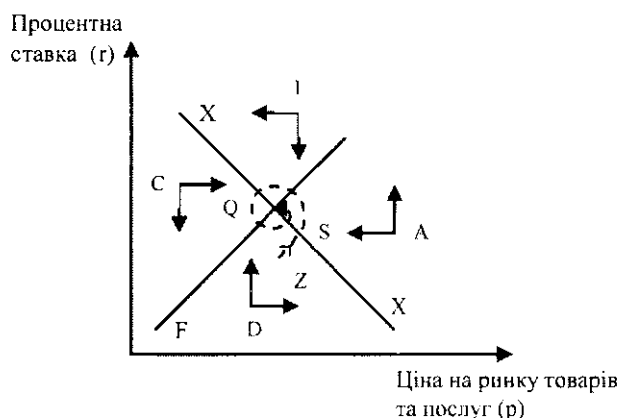


Рис. 3. Макроекономічна динаміка в умовах фіксованого валютного курсу [2, 125]

A, B, C, D відображають можливий стан економіки. У секторах A, D платіжний баланс дефіцитний, що зумовлено низькою відсотковою ставкою або завищеним обмінним курсом національної грошової одиниці. У точках B, C платіжний баланс активний. Сектори A, B, C, D характеризують також і порушення внутрішньої рівноваги. Так, в т. A, B пропозиція товарів перевищує попит, а в секторах C, D – попит перевищує пропозицію.

Якщо економіка країни перебуває в секторі D, держава окрім проведення політики дорогих кредитів змушена підвищувати рівень цін з метою зниження надлишкового попиту та приведення товарного ринку до стану рівноваги. Слід зауважити, що вищезазначені фактори, зростання відсоткової ставки та рівня цін, у секторі D, здійснюють прямий вплив на зменшення надлишкового попиту, тому внутрішня рівновага досягається швидше за зовнішню.

Таким чином, як видно на рис. 3, при фіксованому валютному курсі рух до стану рівноваги характеризується

циклічністю. Одна із стрілок на графіку направлена в бік рівноваги, інша – відображає напрям циклічного руху до економічної стабільності.

Згідно теорії Р. Манделла, якщо Центральний банк проводить політику плаваючого валютного курсу, останній виступає інструментом досягнення зовнішньої рівноваги, а грошово-кредитна політика – внутрішньої.

Так, при режимі плаваючого обмінного курсу, підвищення відсоткової ставки Національним банком спрямовуватиметься на зниження надлишкового попиту, а її зниження – на усунення надлишкової пропозиції товарів. За таких умов валютно-курсова політика Центрального банку залежатиме від стану платіжного балансу. Зростання дефіциту (профіциту) платіжного балансу супроводжуватиметься зниженням (підвищенням) обмінного курсу національної грошової одиниці (див. рис. 4).

На глибоке переконання Р. Манделла ефективність режиму фіксованого чи плаваючого валютного курсу залежить від ступеня мобільності капіталу.

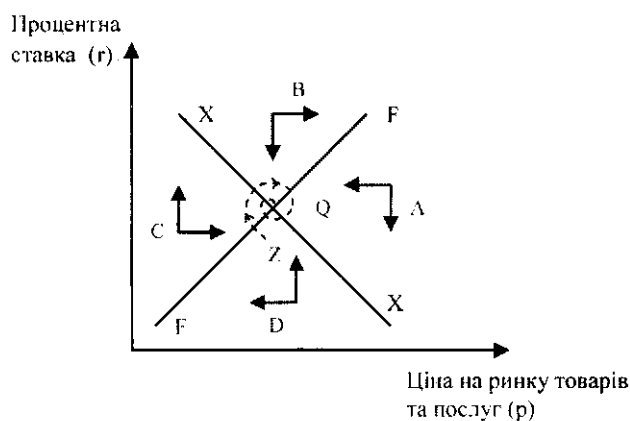


Рис. 4. Макроекономічна динаміка в умовах плаваючого обмінного курсу [2, 127]

Він наголошував, що в умовах абсолютної мобільності капіталу найбільш ефективною є система з фіксованим обмінним курсом, оскільки відсоткова ставка здійснює прямий вплив на ринок, який характеризується нестабільністю. За умов низької мобільності капіталу в системі виникає циклічне коливання, оскільки процентна ставка впливає на платіжний баланс завдяки взаємодії з рівнем цін на товарному ринку. Натомість при плаваючому режимі валютного курсу та високій мобільності капіталу відсоткова ставка безпосередньо впливає на платіжний баланс, а не на ринок товарів та послуг. Якщо ж капітал характеризується низькою мобільністю, режим плаваючого валютного курсу - ефективний.

Отже, із вищепроаналізованого, можна зробити висновок, що система ефективна лише в тому випадку, коли змінні від яких залежить стан ринку безпосередньо впливають на нього.

Р. Манделл зазначав, що політика уряду та центрального банку, яка спрямована на досягнення зовнішньої рівноваги (рівноваги платіжного балансу, стабільності обмінного курсу) залежить і від стану валютних резервів країни. Так, якщо центральний банк країни володіє достатньою кількістю резервів, він може проводити політику накопичення платіжного дефіциту, шукаючи інші шляхи подолання дисбалансу. За умов, коли держава володіє обмеженою кількістю валютних цінностей, існує загроза втрати довіри до національної грошової одиниці, тому основне завдання Центрального банку полягає у підвищенні відсоткової ставки (проведенні політики дорогих кредитів) до накопичення оптимального рівня валютних резервів.

Проте збільшення процентної ставки порушує рівновагу на ринку товарів та послуг, породжуючи надлишкову пропозицію, на ньому (дефляційний потенціал), що зумовлює падіння рівня цін. Звідси

можна зробити висновок, що політика держави, яка проводиться з метою досягнення зовнішньої стабільності призводить до циклічних коливань процентної ставки, валютних резервів та цін.

У праці Р. Манделла вагоме місце посідала також проблема вибору економічної політики для досягнення зовнішньої та внутрішньої рівноваги. На думку вченого, з якою важко не погодитися, досягнення економічної стабільності можливе лише за умов ефективного поєднання грошово-кредитної та бюджетно-податкової політик держави.

Згідно запропонованого ним "правила розподілу ролей" грошово-кредитна політика центрального банку повинна бути спрямована на досягнення зовнішньої рівноваги, а бюджетно-податкова політика уряду - внутрішньої (повної зайнятості, відповідності сукупного попиту пропозиції), оскільки найбільшого ефекту можна досягти лише в тому випадку, коли політика, яка реалізується відповідає лише тим цілям, для досягнення яких вона найбільше пристосована.

Так, центральний банк використовуючи процентну ставку, як інструмент монетарної політики, здійснює прямий вплив на стан платіжного балансу та обмінний курс національної грошової одиниці, а уряд через податки та державні витрати впливає на рівень зайнятості та стан товарного ринку (внутрішню рівновагу).

Припустимо, що монетарна політика спрямована на досягнення внутрішньої рівноваги, а фіскальна - зовнішньої. Використання фіскальної політики як інструмента стабілізації валютного курсу в умовах зростання дефіциту платіжного балансу, вимагає збільшення позитивного сальдо державного бюджету (підвищення податкового тиску та скорочення державних витрат). Підвищення податкового тиску зумовлює рецесійний потенціал (надлишкову пропозицію), а подальше зростання процентної ставки викличе ще більше нагромадження

## Фінансова політика

бюджетного профіциту та відхилення від стану рівноваги. Таким чином, розглянутий тип політики призводить до нестабільності економічної системи і тому неприйнятний для використання на практиці.

Отже, згідно теорії Р. Манделла, лише протилежний тип економічної політики дозволяє досягти стабільності в державі. У випадку позитивного сальдо платіжного балансу, та наявності інфляційного потенціалу зумовленого ним, уряд та центральний банк зобов'язані проводити політику "дешевих грошей" і збільшувати податковий тиск (або знижувати державні витрати). За умови інфляційного тиску та зовнішнього дефіциту перед державою постає необхідність проводити політику "дорогих кредитів" та збільшення бюджетного профіциту. У випадку, якщо стан економічної системи характеризується дефіцитом (профіцитом) платіжного балансу та рецесійним потенціалом, державі необхідно збільшувати (зменшувати) процентну ставку і проводити політику зменшення податкового тиску та збільшення державних витрат.

Дж. Маркус Флемінг досліджував проблему внутрішньої фінансової політики за умов фіксованого та плаваючого валютного курсу. Вчений зазначав, що ефективність впливу бюджетної та грошової експансії на доходи, витрати та платіжний баланс, як один із ключових факторів впливу на обмінний курс залежить від режиму курсоутворення.

Так, бюджетна експансія (зростання державних витрат) за умов фіксованого режиму валютного курсу призводить до зростання доходів, витрат, рівня зайнятості та податкових надходжень до бюджету. Проте, незважаючи на зростання податкових надходжень, зростання доходів зумовлює збільшення витрат приватного сектору (на споживання та інвестиції), що негативно позначається на торговельному балансі у зв'язку із збільшенням обсягу імпорту, а в кінцевому результаті і на платіжному. За умов

незмінності грошової маси, абсолютної мобільності капіталу та його високої чутливості до зміни відсоткової ставки, подолання негативних тенденцій можливе лише шляхом підвищення останньої.

При плаваючому режимі валютного курсоутворення, девальвація національної грошової одиниці (падіння її обмінного курсу) не лише згладжує негативні наслідки бюджетної експансії, але й сприяє подальшому зростанню доходів, витрат та зайнятості за рахунок покращення статей торговельного та платіжного балансу.

Отже, можна зробити висновок, що ефект бюджетної експансії вищий при використанні режиму плаваючого валютного курсу.

Грошова експансія центрального банку при фіксованому режимі валютного курсу проявляється у зростанні доходів, витрат, зниженні відсоткової ставки, яка зумовлює відплив капіталу. Зростання витрат на інвестиції та споживання призводять до подальшого зростання доходів, виробництва, попиту на імпорт. Проте, темпи збільшення грошової маси перевищують зростання доходу, що негативно позначається на відсотковій ставці, а в подальшому і на платіжному балансі. Слід зазначити, що за даного режиму обсяг грошової експансії обмежений, оскільки виснаження валютних резервів центрального банку, вимагає відмовитись від її проведення. Ефект грошової експансії, як і бюджетної, при режимі вільного плавання вищий, що зумовлено можливістю подолання дефіциту платіжного балансу шляхом зниження обмінного курсу національної грошової одиниці.

Із проведеного дослідження випливає, що при режимах фіксованого та плаваючого обмінного курсу, низької чутливості міжнародних потоків капіталу до зміни внутрішньої відсоткової ставки, реалізація однієї із зазначених політик породжує рівнозначний сумарний ефект.

За умов високої чутливості капіталу до зміни процентної ставки та плаваючому режимі курсоутворення для досягнення рівноваги платіжного балансу, реалізація політики грошової експансії вимагає проведення більшої девальвації національної грошової одиниці, порівняно із бюджетною експансією, що забезпечує і значно вищий профіцит торгового балансу, зростання доходу, виробництва.

Отже, розроблена Р. Манделлом та М. Флемінгом модель дає можливість оцінити вплив грошово-кредитної і податково-бюджетної політики на внутрішню і зовнішню рівновагу національної економіки. З використанням вказаної моделі її автори довели, що ефективність монетарної та фіскальної політики значною мірою залежить і від режиму валютного курсу.

Динамічним аспектам поведінки обмінного курсу велику увагу приділяв Р. Дорнбуш. Ще у 1976 році вчений запропонував спрощену макроекономічну модель, в якій обґрунтував тривалі відхилення валютного курсу від паритету купівельної спроможності (ПКС). Модель ґрунтується на гнучкому обмінному курсі та фіксованих цінах товарного ринку, які повільно реагують на зміну низки факторів. Згідно моделі фіксованої ціни, коливання обмінного курсу за умов незмінності товарних цін, викликає відхилення від паритету купівельної спроможності (ПКС). Як зазначав Р. Дорнбуш непокритий процентний паритет, дотримується завжди, тобто внутрішня процентна ставка є нижчою за іноземну, тому існує потреба еквівалентного подорожчання національної валюти. Це відбувається через досконалий процентний арбітраж на ринках капіталів. У свою чергу, очікування зниження курсу національної грошової одиниці викликає зростання внутрішньої відсоткової ставки [5]:

$$r = r^* + x \quad (3)$$

$r, r^*$  – внутрішня та зовнішня процентні ставки;

$x$  – очікуване знецінення національної грошової одиниці.

Згідно моделі Р. Дорнбуша очікуваний рівень знецінення національної валюти визначається швидкісним параметром  $\Theta$  та різницею між поточним обмінним курсом і його довгостроковим рівноважним значенням:

$$x = \Theta (e^t - e) \quad (4)$$

Головна особливість моделі фіксованої ціни полягає в тому, що паритет купівельної спроможності дотримується лише в довгостроковому періоді.

Так, зростання відсоткових ставок у відповідь на проведення жорсткої грошово-кредитної політики стимулює приплив капіталу, що, в свою чергу, зумовлює ревальвацію номінального обмінного курсу. Таким чином, обмінний курс встановлюється на рівні вищому за рівноважний. Проте у довгостроковому періоді ціни на товари починають знижуватися та їх рівень пристосовується до нових обсягів грошової маси. За даних умов відбувається зростання грошової пропозиції, що призводить до девальвації обмінного курсу і досягнення ним рівноважного значення.

Вагомий внесок у розвиток теорії курсоутворення здійснили Пауль де Грауве та Ханс Девахтер. Вчені на основі монетарної моделі з фіксованими цінами Р. Дорнбуша розробили концепцію, новизна якої полягала в тому, що в умовах стійкості цін, динаміка обмінного курсу визначається не лише відсотковою ставкою, але й спекулятивними операціями чартистів та фундаменталістів на валютному ринку.

Дослідження проблеми волатильності обмінного курсу вимагає вивчення теоретичних основ інтервенцій на валютному ринку.

Пік інтересів науковців до вищезазначеної проблематики припадає на 1985 – 1999 роки, які характеризувались періодичними кризами світового валютного



## Фінансова політика

ринку, масовими інтервенціями центральних банків промислово розвинутих країн.

Проблема валютних інтервенцій та їх впливу на обмінний курс вагоме місце посідала у працях Базоні, Блека, Джаджіка, Йіна, Мессона, Морено, Нейтвіеда, Пауля де Грауве та ін.

Точка зору одного із основоположників сучасної теорії інтервенцій на валютному ринку Блека (1985 р.), полягає в тому, що нестерилізована валютна інтервенція здійснює опосередкований вплив на поведінку обмінного курсу. Згідно поглядів економіста нестерилізована купівля іноземної валюти збільшує грошову базу в країні і зумовлює зниження процентної ставки у зв'язку із збільшенням маси грошей в обігу. Це у свою чергу призводить до зростання цін на ринку товарів та послуг, зростання попиту спекулянтів на іноземні активи, що негативно позначається на обмінному курсі національної грошової одиниці в майбутньому.

У 1981 році Мусе, вивчаючи наслідки проведення інтервенцій запропонував "Сигнальну гіпотезу", згідно якої стерилізована інтервенція виступає джерелом інформації для суб'єктів валютного ринку про цілі монетарної політики, яка проводитиметься в майбутньому. Згідно гіпотези стерилізована купівля національної валюти у приватному секторі свідчить про експансійні орієнтири монетарної політики в майбутньому.

На думку засновника монетарної моделі з фіксованими цінами Р. Дорнбуша, нестерилізована купівля іноземної валюти у короткостроковому періоді зумовлює зростання грошової маси в обігу, зниження відсоткової ставки, а в подальшому і зниження привабливості облігацій номінованих в національній грошовій одиниці, зміну обмінного курсу. При цьому ціни на ринку товарів не реагують на зміни в економічній системі. Таким чином, досліджені фактори спричиняють тривале коливання обмінного курсу, яке зумовлює рух системи до стану рівноваги.

У 1992 році Джаджік та Базоні запропонували модель управління монетарною інтервенцією. Як зазначали вчені, зниження обмінного курсу національної грошової одиниці вимагає від центрального банку зменшення пропозиції грошової маси до величини нижчої за рівень, який відповідав докризовому періоду. Згідно теорії Джаджіка - Базоні, покращення позицій національної грошової одиниці (зростання її обмінного курсу) за рахунок зростання попиту на експорт призводить до стрімкого скорочення останнього до величини нижчої за вихідну (початкову). Відповідно це вимагає обмеження зростання грошової маси в обігу, що призведе до зростання цін, попиту на гроші, а отже і процентної ставки. В кінцевому результаті виникне тиск на грошову масу й необхідність до її збільшення. Згідно переконань Джаджіка та Базоні зменшення маси грошей в обігу у зв'язку із зростанням зовнішньої процентної ставки проводиться у більших масштабах при фіксованому обмінному курсі порівняно з плаваючим.

Досліджуючи модель портфельного балансу та валютні інтервенції, як інструмент стабілізації валютного ринку Морено і Йін дійшли висновку, що зростання обмінного курсу національної грошової одиниці, зумовлюючи збільшення попиту на вітчизняні активи, вимагає від центрального банку проведення нестерилізованої інтервенції, шляхом купівлі облігацій номінованих в іноземній валюті. Як зазначали економісти, це в свою чергу призводить до зростання пропозиції національної валюти, і одночасного падіння пропозиції іноземних активів, які знаходяться у розпорядженні резидентів. У короткостроковому періоді проведення політики зумовлює стабілізацію національної валюти, а у довгостроковому - скорочення валютних резервів, створюючи інфляційний ефект всередині країни.

Бланделл, Мессон, Нейтївед, Стоун виступали прихильниками стерилізованої інтервенції, розглядаючи її як поєднання нестерилізованої купівлі (продажу) іноземної валюти та операцій на валютному ринку, які носять обмежувальний або розширювальний характер. Так, нестерилізована купівля іноземної валюти призводить до зростання маси грошей в обігу, створюючи загрозу девальвації національної валюти, що згідно переконань економістів, вимагає проведення стерилізованої купівлі вітчизняних цінних паперів (облігацій) з метою збереження економічної стабільності.

Вивчення та аналіз поглядів дослідників щодо валютних інтервенцій, дає можливість зробити висновок про те, що як монетарна, так і чиста інтервенція призводять до зниження вартості національної валюти. Девальвація обмінного курсу проявляється у покращенні стану платіжного балансу, а зокрема рахунку поточних операцій. Профіцит балансу, здійснює тиск на національну грошову одиницю, породжуючи її ревальвацію та рух до стану рівноваги.

Отже, аналіз теоретичних концепцій курсоутворення дає можливість зробити висновок про те, що валютний курс, залежно від стратегії грошово-кредитної політики може слугувати як її ціллю, так і інструментом чи індикатором соціально-економічного розвитку. Іншими словами обмінний курс може виступати, як один із важелів макроекономічного регулювання, коливання якого згладжує негативні наслідки реалізації грошово-кредитної та бюджетно-податкової політик, так і виконувати роль "номінального якоря", слугуючи орієнтиром для них.

*В результаті проведеного дослідження можна зробити такі висновки:*

По-перше, ефект макроекономічної політики в цілому, і валютно-курсової зокрема, залежить від режиму курсоутворення, узгодженості останньої із монетарною та фіскальною політиками

держави, адекватності її стратегічних та тактичних цілей.

По-друге, основна перевага фіксованого валютного курсу полягає у його визначеності, що позитивно позначається на обсягах зовнішньої торгівлі і міжнародних потоках капіталу. Незважаючи на те, що даний режим ефективно використовується як важіль антиінфляційної політики, він обмежує можливість грошово-кредитної політики, оскільки основним завданням центрального банку при цьому є підтримка проголошеного рівня валютного курсу (за виключенням політики проведення стерилізації). Проблема загострюється в умовах абсолютної мобільності капіталу, що вимагає відмови від однієї із зазначених цілей: відкритості ринку капіталів, незалежності грошово-кредитної політики, фіксованого обмінного курсу. Хоча, в умовах абсолютної мобільності капіталу та фіксованого режиму курсоутворення, макроекономічна рівновага у часовому інтервалі досягається швидше, ніж при вільному плаванні. Проте, при низькій мобільності капіталу в системі виникають тривалі циклічні коливання, тому режим плаваючого валютного курсу має низку переваг.

По-третє, при плаваючому режимі курсоутворення, валютні курси виконують роль стабілізаторів платіжних балансів не зумовлюючи при цьому виснаження валютних резервів центрального банку. За даного режиму грошово-кредитна політика зорієнтована на вирішення внутрішніх економічних проблем (досягнення повної зайнятості, відповідності сукупного попиту пропозиції на товарному ринку). Слід зазначити, ефект грошової та бюджетної експансії найвищий лише при даному режимі, оскільки коливання обмінного курсу викликає тривале зростання доходів, виробництва та профіциту торговельного балансу. Проте, проведення політики гнучких обмінних курсів має ряд негативних наслідків. Перш за все коливання обмінного курсу породжує ризик і невизначеність

## Фінансова політика

у міжнародних відносинах. Окрім того, регулююча функція не виконується при зростанні внутрішніх цін. Зростання рівня цін в умовах девальвації національної валюти призводить до підвищення реального валютного курсу. Внаслідок номінального знецінення валюти, покращується не платіжний баланс, а посилюється інфляція [3; 7].

По-четверте, жоден із розглянутих режимів не є досконалим, а ефективність його використання залежить від критеріїв, які слід враховувати при виборі. До них слід віднести: ступінь відкритості економіки, темпи інфляції, мобільність капіталу, рівень економічного розвитку.

По-п'яте, динаміка обмінного курсу, як ціни національної грошової одиниці, залежить від низки курсоутворюючих факторів, які призводять до зміни співвідношень попиту і пропозиції на валютному ринку, зумовлюючи його коливання та відхилення від рівноважного значення. Так, ключовими факторами впливу на поведінку обмінного курсу виступають: стан платіжного та торговельного балансів, динаміка експорту та імпорту, темпи інфляції, рівень процентної ставки, ступінь використання національної грошової одиниці в міжнародних розрахунках, величина зовнішніх боргових зобов'язань та валютних резервів, валютна політика.

Таким чином, з метою забезпечення курсової стабільності та стимулювання економічного зростання, валютно-курсова політика повинна вирішувати такі завдання та виконувати функції:

- забезпечення рівноваги платіжного балансу;
- забезпечення надійних джерел надходжень валютних цінностей та їх оптимального рівня;
- підвищення конкурентоспроможності країни на світових ринках;
- збільшення припливу іноземного капіталу;

- забезпечення конвертованості та стабільності вартості національної валюти;
- контроль за обігом іноземної валюти та валютних цінностей.

Це в свою чергу забезпечить не лише досягнення курсової стабільності, але й підвищення довіри до національної грошової одиниці, стримування інфляційних очікувань і доларизації економіки, розвиток зовнішньоекономічної діяльності та досягнення макроекономічної рівноваги в цілому.

### **Література**

1. Валовая Т. Д. Валютный курс и его колебания. - М.: АО "Финстатинформ", 1995. - 92 с.

2. Этот изменчивый обменный курс: Сборник статей: Пер. с англ. - М.: Дело, 2001. - 384 с.

3. Лэттер Т. Выбор режима валютного курса: Перевод на русский С. Романова, 1996. - 40 с.

4. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения: Учебник/ Под ред. Л. Н. Красавиной. - М.: Финансы и статистика, 1994. - 592 с.

5. Овчинников Г. П. Международная экономика: Учеб. пособие. - СПб: Изд-во Михайлова В. А., Изд-во "Полиус", 1998. - 620 с.

6. Попов Е. Значення валютно-курсowego регулювання в економічному зростанні // Формування ринкових відносин в Україні. - 2006. - № 2. - С. 20-24.

7. Холопов А. Валютный курс, как инструмент макроэкономического регулирования//МЭ и МО. - 2004. - № 12. - С. 25-33.

8. Шемет Т. С. Теорія і практика валютного курсу: Навч. посібник / За ред. О. І. Рогача. - К.: Либідь, 2006. - 360 с.