

ФУНДАМЕНТАЛЬНІ ФАКТОРИ КОЛИВАННЯ ВАЛЮТНОГО КУРСУ В УКРАЇНІ

У статті йдеться про особливості зміни основних валютних пар, механізми впливу макроекономічних факторів на динаміку курсу обміну під час економічної кризи в Україні. Аналізуються причини зростання вартості іноземної валюти. Робляться висновки щодо валютної політики в Україні та шляхів виходу із кризового стану.

Ключові слова: валютний курс, прогнозування валютного курсу, фундаментальний аналіз, інфляція, безробіття, ВВП, валютна політика.

В статье идет речь про особенности изменения основных валютных пар, механизмы влияния макроекономических факторов на динамику обменного курса в условиях экономического кризиса в Украине. Анализируются причины роста стоимости иностранной валюты. Делаются выводы относительно валютной политики в Украине и путей выхода из кризисного состояния.

Ключевые слова: валютный курс, прогнозирование валютного курса, фундаментальный анализ, инфляция, безработица, ВВП, валютная политика.

This article is about peculiarities of the main currency pairs change, mechanism of influence of macroeconomic factors on the rate of exchange at the time of economic crisis in Ukraine. Reasons of currency value increase are analyzed. Conclusions about exchange rate policy in Ukraine and crisis way out are made.

Key words: rate of exchange, rate of exchange forecasting, fundamental analysis, inflation, unemployment, GDP, currency policy.

Постановка проблеми. Прогнозування валютного курсу є невід'ємною складовою стабільної макроекономічної політики держави. Достовірний прогноз сприяє оптимізації використання ресурсів, максимізує прибуток приватних підприємств та державних установ, що займаються зовнішньоекономічною діяльністю та пов'язані з валютно-обмінними операціями. На макrorівні прогноз валютного курсу є одним із важливих факторів, що дозволяє утримувати рівновагу в межах всієї економічної системи. Це визначає актуальність аналізу механізму зміни обмінного курсу, динаміки макроекономічних факторів та їх впливу на валютний ринок України. Особливе значення позначені питання мають в умовах економічної кризи. Правильне розуміння процесів, що спостерігаються у валютному секторі, створює підґрунтя для прийняття ефективних антикризових заходів.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Проблематика прогнозування валютного курсу

досліджувалася у роботах багатьох закордонних, російських та вітчизняних дослідників. Так, вплив макроекономічних факторів на динаміку обмінного курсу досліджується у працях Гальчинського А., Горського Н., Козюка В., Дженкінса Г. та інших. Моделі прогнозування курсу за допомогою фундаментального аналізу розглядаються у роботах Костіна Н., Пасічника О., Нісона С. та інших авторів. Класифікація економічних факторів за ступенем впливу на курс обміну є темою дослідження Гренджера С., Швагера Дж., Вільямса Л., Бурлачкова В. [1] та ін.

Однак у роботах як зарубіжних, так і вітчизняних авторів основна увага приділяється класичній моделі прогнозування валютного курсу, де сукупність основних макроекономічних факторів є визначальним елементом у його динаміці. Втім, нинішні світові умови вказують на існування особливостей динаміки валютного курсу, які є малодослідженою сферою економічної науки.

Метою статті є виявлення, на основі аналізу динаміки валютних пар EUR/UAH, USD/UAH, EUR/USD та шляхом дослідження впливу макроекономічних факторів, особливостей зміни валютного курсу в умовах економічної кризи.

Для досягнення цієї мети поетапно розглядаються коливання кожної валютної пари та визначаються причини їх зміни з точки зору фундаментального аналізу. Виявляються залежності між динамікою основних валютних пар та розкривається механізм впливу основних макроекономічних чинників на курс обміну.

Виклад основного матеріалу. Обмінний курс USD/UAH є фіксованим відповідно до політики НБУ щодо стабільності грошової одиниці та загальнодержавних інтересів.

Перша ревальвація гривні відбулася 21 квітня 2005 р., коли гривня відразу зміцнилася на 14 коп, а долар почав коштувати 5,05 грн. Зауважимо, що за оцінками МВФ реальний ефективний курс гривні мав знаходитися у діапазоні 2,2-3 грн за долар [6].

Друга хвиля ревальвації спостерігалася 22 травня 2008 р., коли НБУ встановив офіційний курс долара на рівні 4,85 грн. Зміцнення гривні на 20 коп за кожен долар має вагомий вплив на економічні процеси. В умовах експортно-орієнтованої системи відносин, у першу чергу, постраждають експортери, а більше вигод здобудуть імпортери. Внаслідок ревальвації можуть подешевшати чи, принаймні, перестати рости ціни на імпортні товари, в чому є позитивний споживчий ефект. Вплив такого різкого зниження вартості долара на інфляційні процеси неоднозначний. При цьому, ефект, що здається позитивним для населення, від зниження вартості обслуговування залучених доларових кредитів, насправді, може бути компенсований на організаційному рівні – переглядом процентних ставок, зміна яких передбачена самими кредитними договорами [7].

Політика ревальвації має обов'язково розглядатися у комплексі з іншими заходами. Без системного підходу у вигляді програм стимулювання експорту, розвитку імпортозаміщуючих технологій, впровадження програм енергозбереження, незначний позитивний ефект у короткостроковому періоді обернеться довгостроковими збитками базових галузей економіки.

Перші ознаки незбалансованої валютної політики з'явилися на початку травня 2008 р., коли, незважаючи на фіксованість валютного курсу в Україні (5,05 грн за дол США), комерційні банки встановили власний курс: 4,85 грн – 4,90 грн.

Суттєвий розрив між курсом, що декларується НБУ та курсом від комерційних структур, виник у результаті природної взаємодії на рівні попиту та пропозиції. Центральний банк України (ЦБ) на початку травня 2008 р. значно знизив ступінь своєї присутності на міжбанківському валютному ринку, що відчутно вплинуло на обсяг операцій з іноземними валютами. НБУ припинив викуповувати надлишкову кількість доларів у комерційних банків, що призвело до зростання пропозиції валюти США та до зниження її вартості у гривневому еквіваленті. Збільшення резерву американської валюти (через її надмірне накопичення в країні) змушує ЦБ випускати більший об'єм гривні, що в умовах інфляції не є позитивним ефектом. Крім того, накопичення валюти, яка втрачає свою вартість на міжнародній валютній арені, є ризикованою операцією, яка у довгостроковому періоді може призвести до фінансової кризи.

Після другої хвилі ревальвації, коли обмінний курс офіційно встановився на рівні 4,85 грн за дол США, комерційні банки здійснювали операції, орієнтуючись на ринковий курс – 4,7 грн за долар. Відрив реальної вартості валюти від свого паритету демонструє серйозні проблеми у взаємодії між НБУ та рештою комерційних банків на внутрішньому валютному ринку.

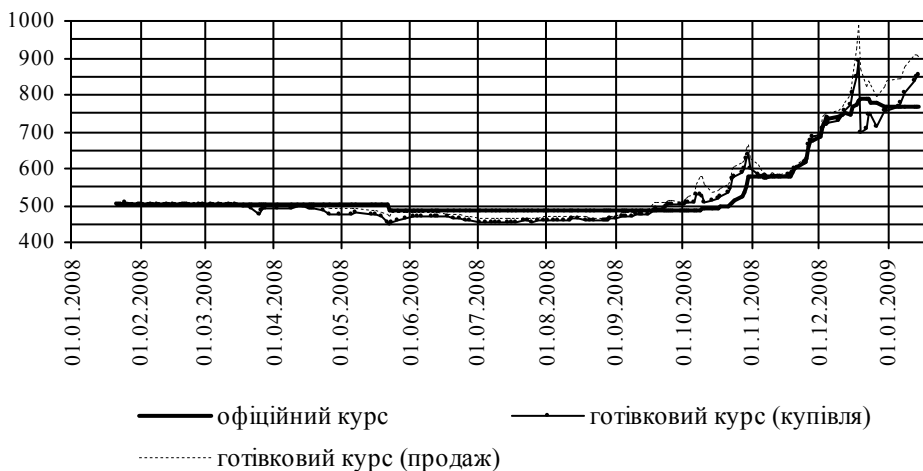


Рис. 1. Коливання валютної пари USD/UAH

Починаючи з вересня 2008 р., реальний курс долара по відношенню до гривні зростає. З цього часу офіційний курс НБУ слідує за комерційним курсом та перестає бути орієнтиром для фінансових установ. З рис. 1 можна побачити, що невелика стабілізація обмінного курсу була досягнута у листопаді 2008 р., але вже невдовзі почав зростати готівковий курс обміну, який потягнув за собою курс долар/гривня.

З цього можна зробити ряд важливих висновків. По-перше, офіційний курс НБУ не є цільовим для комерційних банків, оскільки не відповідає реальній ситуації на валютному ринку. Встановлений курс на рівні 7,70 гривень за 1 долар США є таким, що не відповідає реальним макроекономічним умовам, які склалися у нашій країні. Комерційні банки встановили курс USD/UAH на рівні 8,20-8,90 грн за 1 долар США (дані на 12 січня 2009 р. [6]). В таких умовах прогностична функція НБУ може втратити свою актуальність для суб'єктів валютного ринку. Нездатність головного

монетарного органу об'єктивно та реально оцінювати ситуацію на валютному ринку може призвести до того, що комерційні банки перестануть використовувати курс НБУ як цільовий показник у своїй діяльності.

По-друге, спреди між купівлею та продажем валюти у комерційних банків в деяких випадках перевищують 40-50 коп за 1 дол США, що є ознакою нестабільності та невизначеності щодо майбутньої вартості долара та євро у країні.

Курс EUR/UAH є вільно плаваючим із самого початку, але його річні коливання протягом тривалого часу знаходилися у діапазоні 7,0-8,0 грн за 1 євро (рис. 2). У вересні 2008 р. готівковий обмінний курс EUR/UAH почав зростати. Максимальне значення валютної пари євро/гривня було досягнуте у грудні 2008 р., коли курс продажу євро дійшов рівня 15 грн за одиницю європейської валюти. Швидкість зростання вартості євро вказує на переоцінку ризиків суб'єктами валютного ринку та підвищення попиту на іноземну валюту взагалі.

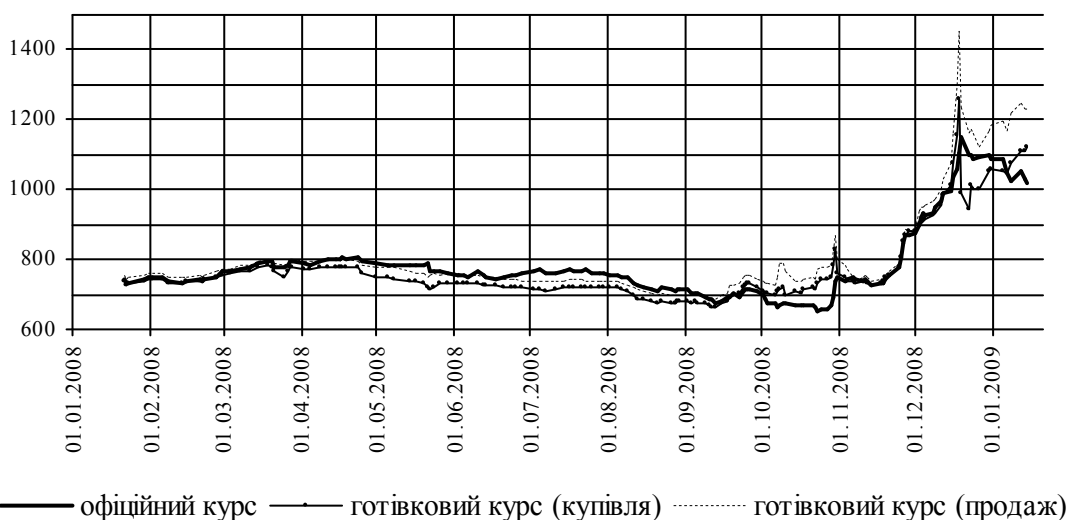


Рис. 2. Коливання валютної пари EUR/UAH

Курси USD/UAH, EUR/UAH та EUR/USD пов'язані між собою співвідношенням (формула 1):

$$\text{EUR/UAH} = \text{EUR/USD} \div \text{UAH/USD} \quad (1)$$

Отже, для визначення курсу EUR/UAH у певний момент часу, НБУ має знати валютний курс по парам євро/долар та гривня/долар.

Курс євро/долар є вільно плаваючим. Зміна його значення має місце під впливом попиту та пропозиції. Національний банк України отримує основні котирування по цій валютній парі з Віденської фондової біржі. Ступінь кореляції по валютним парам EUR/USD та EUR/UAH наближається до одиниці. Це є необхідною умовою, оскільки у протилежному випадку спостерігалася б маса спекулятивних арбітражних операцій, які все рівно призвели б до вирівнювання динаміки обох валютних пар.

З графіку EUR/USD (рис. 3) видно, що вже у березні 2008 р., валютний курс євро/долар

знаходився у вузькому коридорі 1,53-1,59 дол США за один євро. На початку серпня 2008 р. почалося тривале падіння вартості європейської валюти у доларовому еквіваленті.

Більшість експертів очікувало протилежного – падіння долара США по відношенню до інших валют. Зокрема, влітку 2008 р. у США розпочалася іпотечна криза, яка згодом розповсюдилася на інші сектори фінансової системи. Макроекономічні показники досягали своїх найбільших негативних історичних екстремумів. Так, рівень безробіття досяг у 2008 р. 7,2 % (найбільше значення з 1993 р.), ВВП за 2008 р. впав на 0,5 %, торговий дефіцит зростав щомісяця на 50-60 млрд дол США [8].

Отже, сформувався підґрунтя для падіння долара США, оскільки слабкість американської економіки, безумовно, впливає на вартість національної валюти. Але на валютному ринку з серпня 2008 р. почалося масштабне та тривале

зростання вартості долара США у євровому еквіваленті, що, в цілому, не має прецедентів в історії розвитку міжнародної фінансової системи

(рис. 3). Можна зробити висновок про причини, що призвели до такого дисбалансу.



Рис. 3. Динаміка валютної пари EUR/USD [5]

Як видно, зростання вартості долара США вказує на велику роль американського капіталу в міжнародній економіці. Влітку 2008 р. американські інвестори почали виводити свої активи з Європи та Азії, оскільки виникла потреба у додаткових активах для материнських компаній, що знаходяться у Сполучених Штатах Америки. Таким чином, велику роль у зміні вартості та співвідношенні валют відіграли транснаціональні корпорації з американським капіталом, які своїми діями значно вплинули на перерозподіл грошових та валютних активів у міжнародній фінансовій системі.

По-друге, падіння євро можна пояснити й іншими чинниками. Взаємозалежність європейської та американської фінансової системи та їх високий ступінь інтеграції, безумовно породжують єдиний валютний ринок. Глобалізаційні процеси створюють передумови для взаємопроникнення результатів економічного явища з однієї країни в іншу. Зокрема, слабкість американської економіки неодмінно призведе до зниження обсягів європейського експорту в США та зниження рівня американських інвестицій у Європу.

З іншого боку, падіння євро вказує на незадовільний стан економіки у Європейському Союзі. Високий ступінь безробіття у провідних країнах ЄС (Німеччина – 7,6 %, Італія – 6,7 %, Франція – 7,7 %, ЄС – 7,8 %), інфляційні процеси обумовили падіння курсу євро [5].

Падіння обмінного курсу EUR/USD вплинуло також і на Україну. Обсяг прямих інвестицій станом на 01.10.2008 становив 37,6 млрд дол США (приріст з 01.07.2008 – 3 %, у той час як приріст з 01.04.2008 до 01.07.2008 був більше 10 %).

Виведення капіталів основних інвесторів з економіки нашої країни значно скоротило обсяг

валютних ресурсів всередині країни. Економічна криза, яка спостерігається у США, що прямо та опосередковано призвела до зменшення іноземних валютних активів в Україні, є скоріше передумовою важкої ситуації на валютному ринку, ніж її причиною.

Глобальним фактором та причиною кризи на валютному ринку можна вважати однополярність нашої економічної системи у зовнішньоекономічній діяльності та значну залежність притоку валюти від експортних операцій. Зокрема, частка експорту у структурі ВВП у 2006 р. була на рівні – 46,6 %, у 2007 р. – 45,3 %, за перше півріччя 2008 р. – 48,3 % [4]. Такий високий ступінь інтегрованості у світову економіку, безумовно, робить нашу країну залежною від економічної кон'юнктури закордоном. Наприкінці 2008 р. більшість розвинувих держав, що споживали продукцію експорту України, зменшили обсяги своїх закупівель, що відразу вплинуло на рівень доходності експортно-орієнтованих підприємств та приток валюти.

Аналіз динаміки валютних пар EUR/USD, UAH/USD та EUR/UAH демонструє деякі закономірності, що дозволяють краще зрозуміти зміни на валютному ринку.

Так, валютний курс UAH/USD був фактично стабільним та закріпленим на рівні 5,05 грн/дол США до середини травня 2008 р. Пара EUR/USD протягом цього періоду зростала та досягла свого історичного максимуму 1,6 дол США. Використовуючи формулу 1 розраховано курс євро/гривня, який мав забезпечувати НБУ: 8,08 грн за 1 євро. Отже, з початку 2008 року за 5 місяців курс EUR/UAH зріс з 7 грн/євро до 8 грн/євро (на 14,3 %). Вже на цьому етапі спостерігалася невідповідність між офіційним курсом НБУ та готівковим курсом обміну, що є ранніми ознаками валютного дисбалансу.

Після другої ревальвації 22 травня 2008 р. курс UAH/USD тримався на рівні 4,85 грн/дол США (до кінця вересня 2008 р.). За цей час EUR/UAH дещо знизився, оскільки на міжнародному валютному ринку курс EUR/USD був відносно стабільним.

Починаючи з жовтня 2008 р., мало місце зростання як офіційного, так і обмінного курсу UAH/USD. Курс євро/долар у цей час падав та досяг свого мінімуму на рівні 1,23 дол США за 1 євро. Це значить, що зростання EUR/UAH відбувалося повільнішими темпами, ніж зростання UAH/USD (виходячи з формули 1).

Після невеликої стабілізації, що спостерігалася на європейському валютному ринку в листопаді 2008 р., офіційний курс НБУ знову стає орієнтиром для комерційних банків, оскільки він попав у межі спреда між готівковим курсом купівлі та продажем валюти, що є ознакою стабілізації. Призупинення зростання долара та євро у гривневому еквіваленті в цей період можна пояснити зменшенням економічної активності наприкінці року, скороченням обсягів фінансових операцій (особливо у зовнішніх розрахунках), тимчасовим зменшенням внутрішнього попиту на валюту.

На початку 2009 р. зростання UAH/USD та EUR/UAH продовжилося. Причинами до зростання вартості долара США та євро є більшою мірою збільшення попиту населення на валюту всередині країни, зростання потреби великих компаній та фінансових установ у валютних коштах. Зокрема, значно збільшився попит НАК «Нафтогаз України» для розрахунку за спожитий Україною газ, який, враховуючи поточну ситуацію, буде зростати й далі. Наприклад, лише 17 грудня 2008 р. «Нафтогаз» придбав 800 млн дол США за ринковим курсом на міжбанківському валютному ринку, що є близько 2,5 % від валових міжнародних резервів НБУ станом на кінець 2008 р. [7]. Комерційні банки також потребують валютних коштів для розрахунків по кредитах перед зовнішніми кредиторами.

До зростання вартості валюти призводить й спекулятивний фактор. Так, банки намагаються збільшити резерви валюти для забезпечення попиту зі сторони населення та підприємств. Значна частка людей купує іноземну валюту для погашення власних кредитів. Спостерігається виведення з банківської системи значної частки депозитів в іноземній валюті. Ці кошти не беруть участі в обслуговуванні економіки. Вони будуть введені у банківську систему тільки після появи чітких та прозорих ознак стабільності фінансової системи та відносної прогнозованості динаміки макроекономічних показників.

З огляду на результати проведеного аналізу, можна запропонувати два типи заходів, що сприятимуть виходу валютного сектору із кризового стану. Короткострокові заходи:

1. Створення Національним банком рівних умов забезпечення симетричності інформації. В наш час очікування (інфляційні, валютні) відіграють

вагому роль в економічних відносинах. Інформаційна функція НБУ має вказувати суб'єктам економічних відносин вектор подальшого розвитку подій.

2. Узгодження з боку НБУ та міжнародних фінансових компаній, зокрема НАК «Нафтогаз України», графіку купівлі-продажу іноземної валюти, оскільки об'єм разової закупівлі доларів США такими організаціями складає значну величину від обсягу операцій на валютному ринку.

3. Створення можливостей для населення, малого та середнього бізнесу погашати кредити в іноземній валюті з використанням гривні. Цей фактор дозволить знизити рівень технічного попиту на валюту.

4. Використання золотовалютних резервів НБУ у період найбільшого дисбалансу між попитом та пропозицією на валютному ринку. Центральний банк має достатньо великий запас валюти, враховуючи обсяг торгів міжбанку. Його своєчасне використання дозволить підтримувати рівень пропозиції валюти на сталому рівні. НБУ часто «пересиджує» з валютною інтервенцією, що підштовхує курс UAH/USD вгору.

Довгострокові заходи:

1. Впровадження виробництва імпортозаміщуючих товарів, розвиток національного виробництва для зменшення залежності країни від експорту на зовнішні ринки.

2. Постійна й узгоджена програма співпраці між Національним банком та урядом. Чітка стратегія співпраці дозволить стабілізувати не тільки валютний ринок, але й зменшити рівень інфляції у країні.

3. Стабільна політична ситуація.

4. Виконання цих основних цілей дозволить стабілізувати валютний ринок та створить передумови для виходу держави з валютної кризи.

Висновки.

1. Валютні курси, що встановлюються НБУ, працюють за принципом *ex post*, тобто скоріше ринкова ситуація впливає на валютну політику Центрального банку, ніж навпаки. Режим валютного курсу під впливом економічних обставин змінився. Фіксований курс UAH/USD перетворився на керований фіксований курс.

2. НБУ не виконує належним чином інформаційну функцію. Відсутність доступу до симетричної інформації з боку населення та підприємств призводить до ситуації невизначеності та нестабільності як у валютному секторі, так і в економічній системі.

3. Динаміка основних макроекономічних показників у країні вказує на можливе зростання вартості долара та євро у гривневому еквіваленті на початку 2009 р. й далі, оскільки жоден з фундаментальних факторів не змінився у кращу сторону. Кінець 2008 р., коли курси UAH/USD та EUR/UAH дещо знизилися, можна вважати періодом ринкової корекції на валютному ринку.

4. Світова економічна криза є скоріше передумовою падіння національної валютної одиниці. Значна відкритість української економіки, виведення

іноземних активів з України, недовіра населення до банківської системи стали важливими факторами проблем у валютному секторі.

5. Відсутність чіткої лінії співпраці між урядом та Національним банком, а також існування політичного фактору значно ускладнюють стабілізацію валютного курсу найближчим часом.

Враховуючи високий ступінь залежності між валютним сектором та усіма іншими, прогнозованість

валютного курсу є важливим фактором стабільності фінансової системи. Відсутність різких коливань на валютному ринку, співпраця між урядом та НБУ створюють умови для нормалізації економічних процесів та забезпечують можливість ефективного використання економічних ресурсів.

Саме тому питання прогнозованості валютного курсу для НБУ має бути на сучасному етапі пріоритетним у наукових дослідженнях.

ЛІТЕРАТУРА

1. Бурлачков В. Современные проблемы теории валютного курса // Вопросы экономики. – 2002. – № 3. – С. 17-18.
2. Келасев В. Движение цен: случайность или закономерность // Валютный спекулянт. – 2008. – № 9. – С. 63-69.
3. Холопов А. Валютный курс как инструмент макроэкономического регулирования // Международная экономика и международные отношения. – 2004. – № 12. – С. 25-33.
4. Офіційний сайт Держкомстату, <http://www.ukrstat.gov.ua>.
5. Сайт Forex, <http://www.dailyfx.com>.
6. Офіційний сайт НБУ, <http://www.bank.gov.ua>.
7. Український фінансовий сервер, <http://www.ufs.com.ua>.
8. Офіційний сайт Бюро економічного аналізу США, <http://www.bea.gov>.
9. Офіційний сайт Міністерства праці США, <http://www.bls.gov>.

Рецензенти: Семенов В.Ф., д.е.н., професор;
Нетудихата К.Л., к.е.н., доцент.

© Довгань О.В., 2008

Надійшла до редакції 09.12.2008 р.