

УДК 336.74:339.7

**Г. В. Веріга**, канд. екон. наук, доц.,  
Донецький державний університет управління

## МЕХАНІЗМ ВАЛЮТНОГО КУРСОУТВОРЕННЯ В СИСТЕМІ ТАРГЕТУВАННЯ ІНФЛЯЦІЇ НА ОСНОВІ КОШИКА ВАЛЮТ

*Надано критичну оцінку механізму валютного курсоутворення відносно долара США та інших валют, охарактеризовано стан і динаміку обсягів торгів на міжбанківському валютному ринку, визначено принципові зміни у посткризовий період. Виявлено тісний кореляційний зв'язок руху обмінного курсу долара США з кумулятивними темпами інфляції, а також стійкість характеристик валютного кошика "долар США – євро". Обґрунтовано етапи визначення середньозваженого валютного курсу. Формалізовано режим регулювання валютного курсу в системі таргетування інфляції на основі кошика валют.*

*Ключові слова:* валютне курсоутворення, механізм, таргетування інфляції, кошик валют.

**Постановка проблеми.** Розбалансованість валютного ринку, негативне сальдо торговельного балансу, високі темпи інфляції свідчать про те, що на сьогодні залишається невирішеною проблема проведення ефективної валютно-курсової політики та визначення оптимального рівня валютного курсу [3, с. 159]. Банківські дисбаланси на валютному ринку породжують нестабільність американського долара, його девальвацію, посилюють дефіцит зовнішньої торгівлі, імпорتنе засилля іноземних товарів і ведуть до некерованої деструкції української економіки [11, с. 194]. Актуальність проблеми підсилюється в умовах зростання відкритості національної економіки, коли збільшується ймовірність впливу зовнішніх шоків на внутрішній валютний ринок. Так, Божидарнік Н. В. указує на те, що спекулятивні потоки євровалют посилюють нестабільність національної економіки, утруднюють її вихід з кризи [2].

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Питання валютного курсоутворення в Україні досліджуються у працях відомих вчених – фахівців із зазначеної проблеми – О. І. Береславської [1], С. Ю. Михайличенка [4], О. І. Петрика [8], І. В. Співак [17]. А. О. Скнар обґрунтовує моделі короткострокового прогнозування валютних курсів в умовах недостатньої інформації [16]. Досліджуючи взаємозв'язки основних валютних пар ринку *FOREX* методом крос-рекурентного аналізу, О. В. Піскун і С. О. Піскун визначили міру ламінарності валют світу: валютні пари *GBP/CHF*, *GBP/JPY*, *USD/JPY* взагалі не корелюють

з іншими парами. Валютна пара *EUR/CHF* у деякі проміжки часу корелює з парами *AUD/USD*, *EUR/USD*, *EUR/JPY* та *USD/CHF*. Досить висока кореляція спостерігається між валютними парами *AUD/USD*, *EUR/USD*, *EUR/JPY*, *USD/CHF*, *USD/CAD*, *GBP/USD* [9, с. 141]. Цими ж авторами та М. П. Овчаруком [7] розглянуто основні методи виявлення й оцінки довгої пам'яті валютних курсів і впливу початкових параметрів на динаміку котирувань основних валютних пар.

Високо оцінюючи науковий доробок авторів, які займаються проблемами валютного курсоутворення, слід наголосити, що в наукових публікаціях бракує системного, комплексного підходу до вирішення проблеми узгодження механізмів валютної та грошово-кредитної політики.

**Метою статті** є обґрунтування методичного підходу до валютного курсоутворення в системі таргетування інфляції на основі кошика валют.

**Виклад основного матеріалу.** Національний банк України проводить монетарну стратегію таргетування обмінного курсу, використовуючи як валюту-якір долар США. Валютна інтеграція до ЄС породжує питання про перегляд оптимальної валютної зони. Постає завдання необхідності переорієнтації прив'язки обмінного курсу від долара США до євро через більшу відповідність монетарної інтеграції до блоку євро цілям технологічного розвитку й економічного зростання України.

Починаючи з 2000 р. валютний курс гривні став плаваючим. Беручи до уваги макроекономічні прогнози торгового та платіжного балансів, наявні резерви міжнародної ліквідності та інші фактори, Кабінет Міністрів, Національний банк України вирішили, що він найбільшою мірою відповідатиме стану інтеграції України у світову економіку, сприятиме збалансуванню попиту на іноземну валюту з її пропозицією, забезпечить компенсацію внутрішньої інфляції, підтримає конкурентоспроможність українських товарів, рентабельність підприємств і збереження валютних резервів [15].

Національним банком України з квітня 2009 р. було започатковано встановлення офіційного курсу гривні до долара США на рівні середньозваженого курсу продавців і покупців на міжбанківському валютному ринку України за попередній робочий день з можливим відхиленням  $\pm 2\%$ . Офіційний курс гривні до іноземних валют і банківських металів устанавлюється: щоденно – для вільно конвертованих валют (1-ша група Класифікатора іноземних валют і банківських металів), для іноземних валют інших країн, які є головними зовнішньоекономічними партнерами України, і для банківських металів; один раз на місяць – для інших іноземних валют; один раз на місяць повторно – для спеціальних прав запозичення [10].

Для ряду іноземних валют (за переліком) офіційний курс встановлюється на підставі інформації про курс гривні до долара США та щоденний фіксинг курсів валют до євро Європейського центрального банку. Якщо немає щоденного фіксингу курсів зазначених валют до євро Європейського центрального банку, то офіційний курс гривні до іноземних валют розраховується на підставі інформації про курс гривні до долара США та про курси національних валют до долара США, встановлені відповідними центральними (національними) банками держав. Для ряду іноземних валют (за переліком) офіційний курс встановлюється на підставі інформації про курс гривні до долара США та про поточні крос-курси відповідних валют до долара США на міжнародних валютних ринках, у тому числі тих, що публікує газета “*Financial Times*”. Протягом 2011–2012 рр. операції на міжбанківському ринку поживались (табл. 1).

**Таблиця 1 – Обсяг продажу іноземної валюти на міжбанківському валютному ринку України (за інформацією банків)**

Рік	Період	Загальний обсяг продажу іноземної валюти (в доларовому еквіваленті), млн дол. США	Обсяг продажу доларів США, млн дол. США	Частка долара США в загальному обсягу продажу, %
2010	Всього	261 897,1	184 037,2	70,3
	середньоденний обсяг торгів	352,1	234,4	66,6
2011	Всього	930 666,7	683 787,2	73,5
	середньоденний обсяг торгів	717,9	517,4	72,1
2012	Всього	753 081,8	555 319,5	73,7
	середньоденний обсяг торгів	1 095,1	828,0	75,6
Приріст у 2010–2012 рр., млн дол. США	Всього	491 185	371 282,3	3,4
	середньоденний обсяг торгів	743	593,6	9,0
Приріст у 2010–2012 рр., разів	Всього	2,88	3,02	1,05
	середньоденний обсяг торгів	3,11	3,53	1,14

Джерело: побудовано автором за даними [6].

Загальний обсяг продажу іноземної валюти на міжбанківському валютному ринку України за 2010–2012 рр. збільшився на 491,2 млрд дол. США в річному вимірі і на 743 млн дол. США у середньоденному. Обсяг продажу доларів США збільшився на 371,3 млрд дол. США в річному вимірі і на 593,6 млн дол. США у середньоденному. Загальний річний обсяг продажу збільшився у 2,88 раза, у т. ч. доларів США – у 3,02 раза. Середньоденний обсяг торгів зріс у 3,11 раза, у т.ч. доларів США – у 3,53 раза. Частка операцій у доларах США у річному вимірі зросла з 70,3 до 73,7 %, а в середньоденному – з 66,6 до 75,6 %.

За результатами аналізу статистичних розподілень обсягів торгів на міжбанківському валютному ринку України за торговельними днями у 2010–2012 рр. всього і за доларами США зокрема зроблено такі висновки.

Найбільший обсяг спостережень (546, або 76 % від загальної кількості) припадає на інтервал 400–1 000 млн дол. США. На обсяг щоденних торгів від 1 до 2 млрд дол. США припадає 150 спостережень, або 20,86 % їх загальної кількості. Торги, які перевищували 2 млрд дол. США, проводилися рідко, а максимальний щоденний обсяг торгів не перевищував 3,2 млрд дол. США. Найбільш поширеними були обсяги торгів доларами США у розмірі від 200 до 600 млн дол. США на день (352 спостереження, або 48,95 % їх загальної кількості); значним є обсяг дрібних торгів – до 200 млн дол. США (127 днів, або 17,66 %). Загалом, кумулятивно торги до 1 млрд дол. США становили 652 випадки, або 90,68 % загального обсягу спостережень. Частка питомої ваги долара США в загальному обсязі торгів протягом аналізованого періоду була нерівномірною. Найчастіше (у 285 випадках, або у 39,63 % їх загальної кількості) частка долара США коливалася від 70 до 80 %. У 115 випадках (15,99 %) частка долара США у торгах становила менше 60 %. Це свідчить про значний обсяг торгів іншими іноземними валютами, зокрема євро.

За результатами аналізу динаміки курсу гривні (за 100 доларів США) і кумулятивних базисних темпів інфляції (%) за щомісячними даними 1996–2012 рр. побудовано кореляційно-регресійну модель:

$$BK = 0,764 \cdot KI + 212,46 \quad (1)$$

де  $BK$  – валютний курс;

$KI$  – кумулятивні темпи інфляції.

Множинний коефіцієнт кореляції  $R = 0,735$  свідчить про достовірність моделі. Значення коефіцієнта перед змінною  $KI$ , яке менше 1, свідчить про інерційність змін валютного курсу порівняно з інфляцією.

Купівельна спроможність і конвертованість гривні рухаються в різних напрямках з різною швидкістю, що не створює сприятливих умов для розвитку виробництва. Завданням валютного регулювання має стати узгодження темпів девальвації національної валюти з темпами зростання внутрішніх цін, оскільки занижений валютний курс спричиняє відтік капіталу з країни, а завищений – не заохочує експортерів.

Враховуючи викладене вище, підтримуємо У. М. Ніконенко в тому, що на перехідному етапі до впровадження режиму таргетування інфляції доцільно поетапно перейти до подвійного таргетування грошової маси та валютного курсу [5, с. 7].

У щорічному посланні Президента України до Верховної ради В. Янукович рекомендує НБУ розглянути можливість переходу до режиму курсоутворення на основі кошика валют, який буде враховувати структуру розрахунків у зовнішній торгівлі країни [14]. Президент також запропонував владі розширити практику використання гривні в міжнародних розрахунках, для чого необхідно внести зміни до системи валютного регулювання. Правову основу для цього створено шляхом внесення змін до статті 7 Декрету Кабінету Міністрів України “Про систему валютного регулювання і валютного контролю” у частині використання в розрахунках між резидентами і нерезидентами в межах торговельного обороту як засобу платежу іноземної валюти та грошової одиниці України – гривні [13]. Але ситуація ускладнюється довготривалим розглядом законопроекту “Про валютне регулювання і валютний контроль в Україні” [12], прийняття якого забезпечило би належне нормативно-правове регулювання валютного ринку.

Схожість зміни курсів долара США та євро в часі доведена результатами двомірного спектрального аналізу Фур’є. Фазовий спектр і когерентність валютної пари євро/долар США свідчать про узгоджений перебіг у часі та просторі хвилевих процесів курсів долара США та євро. Когерентність виражається в постійності зв’язку між фазами, частотами, поляризаціями й амплітудами хвиль курсів валют долара США і євро, про що свідчить нормальний розподіл когерентності та фазового спектра. Отримані результати дозволяють зробити висновок про стійкість характеристик валютного кошика “долар США – євро”.

Пропонується такий алгоритм розрахунку кошика валют “долар США – євро”:

1. Розрахунок нормалізованих вагових коефіцієнтів:

$$W_{usd}(W_{eur}) = \frac{E_{usd}(E_{eur}) + I_{usd}(I_{eur})}{E_{usd} + E_{eur} + I_{usd} + I_{eur}} \quad (2)$$

де  $W_{usd}, W_{eur}$  – нормалізована питома вага відповідно долара США, євро в обслуговуванні зовнішньоторговельного обороту країни;

$E_{usd}, E_{eur}$  – обсяги експортних операцій, розрахунки за якими здійснюються відповідно в доларах США, євро;

$I_{usd}, I_{eur}$  – обсяги імпортних операцій, розрахунки за якими здійснюються відповідно в доларах США, євро.

2. Розрахунок індексів відносного рівня інфляції:

$$d_{usd}(d_{eur}) = \frac{\pi_{usd}(\pi_{eur})}{\pi} \quad (3)$$

де  $d_{usd}, d_{eur}$  – індекс відносного рівня інфляції відповідно у США, зоні євро;

$\pi_{usd}, \pi_{eur}$  – інфляція відповідно у США, зоні євро;

$\pi$  – інфляція в Україні.

3. Розрахунок середньозваженого курсу кошика валют  $R$ :

$$R = R_{usd0} \cdot W_{usd} \cdot d_{usd} + CR_0 \cdot R_{eur0} \cdot W_{eur} \cdot d_{eur} \quad (4)$$

де  $R_{usd0}, R_{eur0}$  – курси гривні до долара США та євро в базовому періоді,

$CR_0$  – крос-курс долара до євро в базовому періоді.

Використання кошика валют основних торговельних партнерів країни як якоря монетарної політики є позитивним, оскільки в короткостроковій і середньостроковій перспективах долар США, швидше за все, буде дорожчати. Оскільки гривня прив’язана до долара США, то її реальний обмінний курс росте, а дорога валюта для України спричинить зниження попиту на вітчизняну продукцію, падіння конкурентоспроможності та посилення торгового дефіциту.

На рисунку 2 наведено формалізацію моделі регулювання валютного курсу в системі таргетування інфляції.



**Рисунок 1 – Формалізація моделі регулювання валютного курсу в системі таргетування інфляції**

Регулювання валютного курсу в системі таргетування інфляції здійснюється в рамках одночасного впливу на валютний і грошово-кредитний ринки. Причому об'єктами регулювання виступають: валютний курс за кошиком валют “долар США – євро”, який є керовано-плаваючим; інфляція, яка виступає цільовим орієнтиром грошово-кредитної політики; грошовий агрегат  $M1$ , на який впливають шляхом емісії / вилучення національної валюти.

Загальна схема дії моделі така: для регулювання валютного курсу НБУ проводить валютні інтервенції. Якщо дія валютного каналу емісії позначається на зростанні інфляції, проводиться скорочення обсягів грошового агрегату  $M1$  відповідно до динаміки реального ВВП. Таким чином, режим валютних інтервенцій буде ефективним лише за умови тимчасових коливань попиту і пропозиції іноземної валюти, коли вони здійснюються при наближенні ринкового курсу до нижньої чи верхньої встановленої межі, внаслідок чого курс стабілізується. Якщо коливання попиту і пропозиції іноземної валюти мають системний характер, проведення валютних інтервенцій виснажуватиме офіційні валютні резерви і ефективною буде зміна курсового режиму.

### **Висновки**

1. На сьогодні проведення грошово-кредитної політики НБУ ґрунтується на таргетуванні валютного курсу долара США, який визначається за результатами торгів на міжбанківському валютному ринку. Курси інших іноземних валют розраховуються на основі їх крос-курсів до долара США.

2. Зростання обсягів торгів євро на міжбанківському ринку України у посткризовий період створює передумови для визначення курсу євро за результатами торгів на міжбанківському валютному ринку на основі середньозваженого курсу за аналогією до долара США. Запропонований підхід дозволяє визначити ринкову ціну гривні до євро з метою об'єктивізації визначення внутрішнього попиту і пропозиції євро.

3. Тісний кореляційний зв'язок руху обмінного курсу долара США з кумулятивними темпами інфляції, а також стійкість характеристик валютного кошика “долар США – євро” роблять доцільним перехід до одночасного таргетування інфляції та валютного курсу на основі кошика валют “долар США – євро”. Обґрунтовано етапи визначення останнього: розрахунок нормалізованих вагових коефіцієнтів, виходячи з обсягів експортно-імпортних операцій, розрахунки за якими здійснюються відповідно в доларах США, євро; розрахунок індексів відносного рівня інфляції в Україні порівняно з інфляцією у США та зоні євро; розрахунок середньозваженого курсу кошика валют з урахуванням крос-курсу долара до євро у базовому періоді.

4. Формалізовано режим регулювання валютного курсу в системі таргетування інфляції, у рамках якого здійснюється одночасний вплив на валютний і грошово-кредитний ринки. Причому об'єктами регулювання виступають: валютний курс за кошиком валют “долар США – євро”, який є керовано-плаваючим; інфляція, яка слугує цільовим орієнтиром грошово-кредитної політики; грошовий агрегат  $M1$ , на який впливають шляхом емісії-вилучення національної валюти. Механізм таргетування інфляції заснований на інструментарії валютних інтервенцій, якщо коливання попиту і пропозиції іноземної валюти носять тимчасовий характер, і девальвації (ревальвації) національної валюти у разі їх системного характеру.

Перспективи подальших пошуків (розробок) у даному напрямку полягають в уточненні алгоритму розрахунку середньозваженого курсу валюти в рамках кошика.

### **Список літератури**

1. Береславська О. Курсова стабільність і макроекономічні досягнення України / О. Береславська // Вісник НБУ. – 2004. – № 2. – С. 18–21.
2. Божидарнік Н. В. Проблеми функціонування ринку євровалют в умовах кризи [Електронний ресурс] / Н. В. Божидарнік // Економічний форум. – 2011. – № 1. – Режим доступу : [http://www.nbu.gov.ua/Portal/Soc\\_Gum/Ekfor/2011\\_1/22.pdf](http://www.nbu.gov.ua/Portal/Soc_Gum/Ekfor/2011_1/22.pdf).



3. Вірт М. Я. Регулювання валютного курсу та його оптимальний режим для України / М. Я. Вірт, П. О. Куцик // Науковий вісник НЛТУ України. – 2011. – Вип. 21.3. – С. 157–163.
4. Михайличенко С. Механізм курсоутворення та деякі аспекти його застосування до гривні / С. Михайличенко // Вісник НБУ. – 2004. – № 4. – С. 10–19.
5. Ніконенко У. М. Формування монетарної політики НБУ в умовах глобалізації : автореф. дис. канд. екон. наук: 08.00.08 / Ніконенко У. М. ; Ін-т регіон. дослідж. НАН України. – Львів, 2010. – 21 с.
6. Обсяг продажу іноземної валюти на міжбанківському валютному ринку України (за інформацією банків) [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [http : // www.bank.gov.ua/control/uk/allinfo](http://www.bank.gov.ua/control/uk/allinfo).
7. Овчарук М. П. Визначення довгої пам'яті приростів котирувань основних валютних пар / М. П. Овчарук, О. В. Піскун, С. О. Піскун // Вісник Університету банківської справи Національного банку України. – 2009. – № 3(6). – С. 258–261.
8. Петрик О. Перехід до більшої гнучкості обмінного курсу в Україні – вимоги часу / О. Петрик // Вісник НБУ. – 2005. – № 6 – С. 4–11.
9. Піскун О. В. Дослідження взаємозв'язку основних валютних пар ринку Forex / О. В. Піскун, С. О. Піскун // Вісник Черкаського університету. – 2010. – № 177. – С. 139–145. – Сер. Економічні науки.
10. Положення про встановлення офіційного курсу гривні до іноземних валют та курсу банківських металів [Електронний ресурс] : постанова Правління Національного банку України від 12.11.2003 № 496. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/z0355-01>.
11. Портнова Г. О. Перспективи оптимізації операцій на міжбанківському валютному ринку України / Г. О. Портнова // Научные труды ДонНТУ. – 2011. – Вып. 39–2. – С. 192–197. – Сер.: Экономическая.
12. Про валютне регулювання та валютний контроль в Україні [Електронний ресурс] : проект Закону України від 23.11.2007 № 0925. – Режим доступу : [http://www.kbs.org.ua/files/doc\\_112465.pdf](http://www.kbs.org.ua/files/doc_112465.pdf).
13. Про внесення змін до статті 7 Декрету Кабінету Міністрів України “Про систему валютного регулювання і валютного контролю” щодо розширення сфери використання валюти України [Електронний ресурс] : Закон України від 20.12.2011 № 4205-VI. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/4205-17>.
14. Про внутрішнє та зовнішнє становище України в 2013 році : Щорічне Послання Президента України до Верховної Ради України. – К. : НІСД, 2013. – 576 с.
15. Про курсову політику у 2000 р. [Електронний ресурс] : заява Кабінету Міністрів України і Національного банку України від 21.02.2000. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/n0001120-00>.
16. Скарнар А. О. Моделі короткострокового прогнозування валютних курсів в умовах недостатньої інформації : автореф. дис.... канд. екон. наук: 08.03.02 / А. О. Скарнар ; Нац. ун-т ім. Т. Шевченка. – К., 1998. – 20 с.
17. Співак І. В. Вплив режиму валютного курсу на економічне зростання / І. В. Співак // Фінанси України. – 2004. – № 5. – С. 26–29.

Отримано 15.12.2013

*Summary*

A critical estimation of the currency rate fixing mechanism for USD and other currencies was given, condition and dynamics of trade volumes on the interbank currency market was characterized, fundamental changes during a post-crisis period were determined. A tight correlative link between the movement of USD exchange rate and cumulative inflation rate was revealed, as well as stability of characteristics of “USD – euro” currency basket. Currency exchange rate regulations in the frames of inflation-targeting system based on the basket of currencies was formalized.