

государственных органов по вопросам банкротства и финансовой несостоятельности.

Ключові слова: антикризисное управление, государственное антикризисное управление, кризис, банкротство предприятия, антикризисные меры.

Храпкина Валентина Валентиновна, доктор економічних наук, професор, кафедра фінансів, Макіївський економіко-гуманітарний інститут, Україна, e-mail: valentina_31@mail.ru.

Чучко Олена Петрівна, кандидат економічних наук, доцент, кафедра фінансів, Макіївський економіко-гуманітарний інститут, Україна, e-mail: e.p.ch.99@ukr.net.

Храпкина Валентина Валентиновна, доктор економічних наук, професор, кафедра фінансів, Макеєвський економіко-гуманітарний інститут, Україна.

Чучко Елена Петровна, кандидат экономических наук, доцент, кафедра финансов, Макеевский экономико-гуманитарный институт, Украина.

Khrapkina Valentina, Makiiivka Institute of Economics and Humanities, Ukraine, e-mail: valentina_31@mail.ru.

Chuchko Olena, Makiiivka Institute of Economics and Humanities, Ukraine, e-mail: e.p.ch.99@ukr.net

УДК 336.748

DOI: 10.15587/2312-8372.2015.38732

Голуб Р. Р.

ВЗАЄМОДІЯ ВАЛЮТНОГО КУРСУ З ПОКАЗНИКАМИ ПЛАТІЖНОГО БАЛАНСУ ТА МІЖНАРОДНОЇ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ПОЗИЦІЇ КРАЇНИ: ТЕОРЕТИКО- МЕТОДОЛОГІЧНИЙ КОНТЕКСТ

Динаміці валютних курсів, а також теоріям, які пояснюють вказану динаміку, присвячено багато наукових праць, однак, залишається цілий пласт інформаційного потоку, неврахування якого суттєво збіднює розуміння характеру, причин і наслідків волатильності, яка має місце на ринку валютних активів.

Ключові слова: валютний курс, платіжний баланс, поточний рахунок, капітальний рахунок, фінансовий рахунок, міжнародна інвестиційна позиція.

1. Вступ

Дослідження чинників, які визначають динаміку обмінного валютного курсу є важливим об'єктом економічної науки. Платіжний баланс (ПБ) є найбільш загальною економіко-статистичною системою показників, яка відображає зовнішньоекономічну діяльність кожної країни з чіткою прив'язкою до основних внутрішніх макроекономічних агрегатів, які вимірюють рівень економічного розвитку даної країни. Співставлення показників ПБ та ОВК є логічним з огляду на те, що ОВК обслуговує операції, які відображаються у ПБ. З іншого боку, через експортно-імпорتنі операції з товарами, послугами, капіталом та фінансовими активами, ПБ формує розміри притоку і відтоку валюти (попиту і пропозиції на валюту). Впливаючи на співвідношення попиту на валюту та на її пропозицію, операції, відображені у ПБ, впливають на ціну валюти (на її обмінний курс).

Дослідження залежності динаміки валютного курсу від динаміки складових рахунків платіжного балансу країни є, на погляд автора, головним об'єктом уваги в контексті розуміння макроекономічних основ валютного курсоутворення.

Відтак, важливі завдання сьогодення: виявити взаємозв'язки валютного курсу з показниками платіжного балансу та міжнародної інвестиційної позиції

країни, а також окреслити теоретико-методологічні основи аналізу чинників ревальвації та девальвації національної грошової одиниці, виходячи з аналізу трансмісійних механізмів між секторами національної економіки з основним акцентом на показниках зовнішнього сектору економіки, відображених у платіжному балансі та міжнародній інвестиційній позиції. При написанні статті використані загальнонаукові та спеціальні методи пізнання економічних процесів: методи аналізу і синтезу, абстрагування, індукції та дедукції, пояснення, мисленого експерименту та графічний методи.

2. Аналіз останніх досліджень та публікацій

Теоретико-методологічним засадам і практичним аспектам реалізації політики валютного курсоутворення присвячено наукові праці відомих зарубіжних учених: М. Блеєра, М. Скреба [1], Р. Карданеллі, А. Ребуччі [2], А. Зенкер [3], Г. Хау [4] та інших.

Вагомий внесок у дослідження проблем реалізації валютно-курсової політики, а також методологічних та інституційних аспектів валютного курсоутворення, забезпечений працями таких українських вчених, як Я. Белінська [5], О. Береславська [6], В. Шевчук [7], А. Холопов [8] тощо.

3. Об'єкт, мета та задачі дослідження

Об'єкт дослідження — валютний курс та показники платіжного балансу і міжнародної інвестиційної позиції країни.

Метою статті є виявлення взаємодії валютного курсу з показниками платіжного балансу та міжнародної інвестиційної позиції країни.

Для досягнення поставленої мети необхідно виконати такі задачі:

1. Виокремлення ключових індикаторів валютного курсоутворення у системі макроекономічних показників держави.
2. Виділення структурних компонентів платіжного балансу країни.
3. Виявлення взаємозв'язку між основними макроекономічними агрегатами, валютою та рахунками платіжного балансу країни.
4. Розгляд впливу девальвації та ревальвації валюти на стан платіжного балансу.
5. Обґрунтування впливу режиму валютного курсу на міжнародні резерви.

4. Результати дослідження динаміки валютних курсів

У міжнародній торгівлі і фінансах головними є три блоки питань [1]:

- 1) проблема вимірювання потоків товарів, послуг і капіталів;
- 2) визначення чинників, які спрямовують вказані потоки і визначають їх інтенсивність;
- 3) встановлення механізму регулювання цін, по яких країна продає і купує товари на міжнародному ринку (умов торгівлі).

До найважливіших макроекономічних індикаторів відносяться валовий внутрішній продукт (ВВП) і валовий національний продукт (дохід) (ВНП(Д)).

Відомо, що: $\text{ВНП(Д)} = \text{ВВП} + \text{факторні платежі, одержані від нерезидентів (зазвичай, громадян нашої країни)} - \text{факторні платежі відправлені нерезидентам (зазвичай, громадянам іншої країни)} = \text{ВВП} + \text{чисті факторні платежі, які надходять з-за кордону від нерезидентів}$ [9].

Ще одним макроекономічним агрегованим показником системи національних рахунків (далі — СНР) є валовий національний наявний дохід (ВННД). $\text{ВННД} = \text{ВНД} + \text{поточні трансферти від нерезидентів} - \text{поточні трансферти нерезидентам} = \text{ВНД} + \text{чисті поточні трансферти}$.

Для аналізу чинників валютного курсоутворення вирішальними є рахунки зовнішнього сектору в СНР. У свою чергу, є два різновиди рахунків зовнішнього сектору — платіжний баланс (ПБ) та міжнародна інвестиційна позиція (МІП) країни.

На погляд автора даної роботи, транзакції економіки з рештою світу відображають два типи макрорівневих управлінських рішень:

- 1) міжчасові рішення (скільки брати у борг від решти світу? По-суті, скільки економіка може спожити чи інвестувати понад той обсяг, який вона виробила сьогодні, шляхом запозичення надлишку із-за кордону та сплати за надлишкове споживання/інвестування в майбутньому? Або ж скільки економіка може заощадити чи позичити решті країн світу сьогодні з тим,

щоб одержати додаткову фінансову вигоду від такої позики в майбутньому?);

- 2) внутрічасові рішення (де купувати/виробляти (в межах національної юрисдикції чи за її межами) ті товари і послуги, які країна споживає чи ті об'єкти, в які вона інвестує?).

Необхідно також встановити наскільки статичними мають залишатися відповіді на два вищевказані запитання? І власне аналіз рахунків зовнішнього сектору допомагає відповісти на поставлені запитання, що й обумовлює його особливе значення у виробленні макроекономічної політики, у тому числі й в контексті валютного курсоутворення у певній країні.

Рахунки зовнішнього сектору складаються з наступних компонентів [10]:

- 1) ПБ — включає всі економічні транзакції (потоки) національної економіки з рештою світу. В ПБ включаються лише транзакції між резидентами і нерезидентами, причому за чітко окреслений період часу (рік, квартал, місяць), тобто ПБ є відображенням потоку (транзакцій), а не запасу;

- 2) МІП — це статистичний звіт, який на визначений момент часу відображає вартість фінансових активів резидентів країни (у т. ч. резервних), які по суті є вимогами до нерезидентів а також зобов'язання резидентів країни перед нерезидентами. Різниця між активами і зобов'язаннями країни на певну дату є чистим сальдо МІП, яке свідчить або про чисті вимоги, або ж про чисті зобов'язання країни перед рештою світу;

- 3) рахунки інших змін у фінансових активах і зобов'язаннях — звіт, який відображає інші потоки (наприклад, зміни викликані переоцінкою) і дозволяє узгодити дані ПБ з даними МІП за певний період часу.

Важливими структурними компонентами ПБ країни є: рахунок поточних операцій, рахунок операцій з капіталом і фінансовий рахунок.

Сальдо РПО показує різницю між сумою експорту і доходу до отримання та сумою імпорту і доходу до виплати. Величина сальдо РПО рівна різниці між заощадженнями та інвестиціями в економіці країни. Таким чином, дані про сальдо РПО є важливими для макроекономічного аналізу та розуміння суті операцій всередині країни, оскільки показують грошові кошти, які країна одержує від нерезидентів в обмін на свій чистий експорт, включаючи чистий прибуток від використання її факторів виробництва за кордоном [10].

РОК — це потік фінансових і нефінансових активів та зобов'язань, які виникають за межами транзакцій, що мають місце в рамках рахунку поточних операцій. На даному рахунку реєструються придбання і продаж невироблених нефінансових активів (*продаж земельної ділянки нерезидентів, оформлення договорів оренди з нерезидентами, видача нерезидентам ліцензій на використання радіочастот, купівля/продаж прав власності*), які не обліковуються у РПО. Ще однією складовою РОК є *капітальні трансферти* (операції, в межах яких решта світу надає нашій країні ресурси для здійснення інвестицій, однак взамін не одержує нічого з того, що має економічну вартість — натуральні трансферти нефінансових активів, списання зовнішнього боргу, компенсації, тощо) [10].

Зазначимо, що сумарне сальдо РПО і РОК може свідчити або про чисте кредитування (профіцит), або

ж про чисте запозичення (дефіцит) в економічних взаєминах нашої країни з рештою світу. З концептуальної точки зору, дана сума дорівнює чистому залишку фінансового рахунку (далі – ФР). ФР показує як витрачається профіцит (наскільки швидко ростуть фінансові активи, якими володіє наша країна і які акумулюють у собі вимоги до решти світу – чисте придбання фінансових активів) або ж як фінансується дефіцит (наскільки швидко ростуть наші боргові зобов'язання – чисте зростання боргових зобов'язань) у взаєминах із рештою світу. Інакше кажучи, ФР поділяється на дві класифікаційні групи, що охоплюють операції з фінансовими активами (активи) та операції з фінансовими зобов'язаннями (пасиви) [11].

Найважливішою складовою ФР, яка відноситься до складу активів є така категорія, як резервні активи (міжнародні резерви – монетарне золото, спеціальні права запозичення, резервна позиція в МВФ, активи в іноземній валюті, що складаються з готівкових коштів, депозитів цінних паперів та інших вимог). Операції ФР відображаються в платіжному балансі, а також, з огляду на те, що дані операції впливають на залишки по активах і зобов'язаннях – в інтегрованому звіті про міжнародну інвестиційну позицію країни (МІП). ФР разом із рахунком інших змін у фінансових активах і зобов'язаннях (РІЗ) дозволяє пояснити зміни в МІП за певний період часу.

У РПО і РОК операції відображаються на валовій основі, у той час як в ФР операції відображаються на чистій основі, окремо по фінансових активах і зобов'язаннях (тобто, операції з активами відображаються як придбання активів мінус вибуття активів, а не як активи за мінусом зобов'язань).

Потрібно зазначити, що рахунки зовнішнього сектору (права сторона схеми на рис. 1 показує основні рахунки платіжного балансу) перебувають у тісному взаємозв'язку із рахунками внутрішнього сектору національної економіки (ліва сторона схеми на рис. 2 показує основні елементи національного доходу/виробництва).

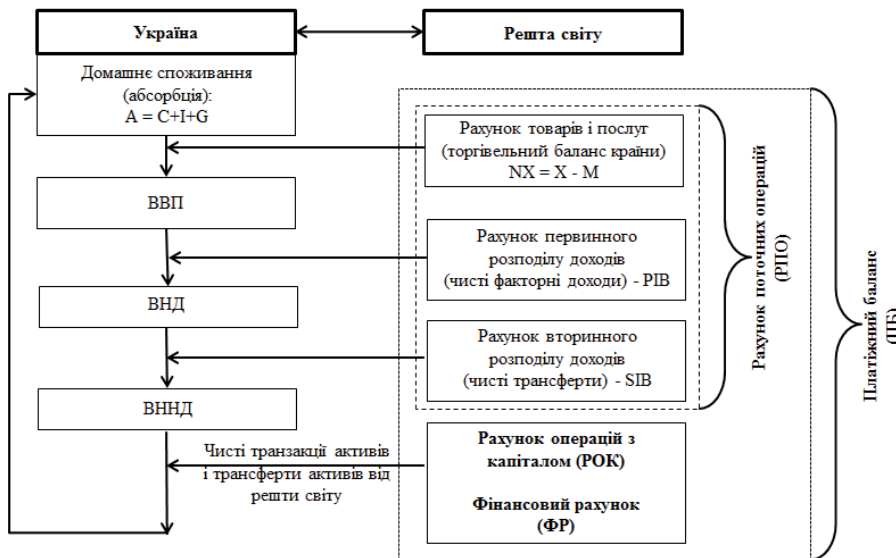


Рис. 1. Взаємозв'язок між основними макроекономічними агрегатами та рахунками платіжного балансу країни (власна розробка автора)

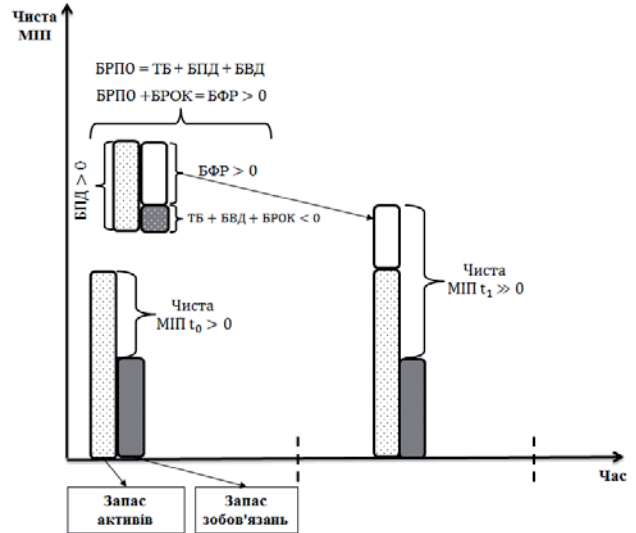


Рис. 2. Динаміка акумуляції міжнародних активів країни (власна розробка автора)

У ПБ факторні доходи (заробітні плати працюючих, виплати відсотків, рентні платежі, доходи від участі у капіталі, доходи від оренди чи продажу землі та інших активів) відображаються на рахунку первинних доходів. Баланс первинних доходів (Primary Income Balance – PIB) показує величину чистих факторних доходів країни – є різницею між факторними доходами, які економіка одержує від решти світу та тими факторними платежами, які вона здійснює решті світу.

На рахунку вторинних доходів ПБ обліковуються трансферти (допомоги, гранти, грошові перекази заробітчани). Баланс вторинних доходів (Secondary Income Balance – SIB) є різницею між трансфертами одержаними від решти світу і тими трансфертами, які здійснені резидентами на користь решти світу – показує величину чистих трансфертів країни.

Всі висновки, які виводяться з аналізу рахунків зовнішнього сектору, базуються на відсутності офіційних та неофіційних обмежень на міжнародні

і внутрішні операції, а також на тому, що ділові одиниці ринку вільно реагують на цінові сигнали і на заходи макроекономічної політики. Крім того, передбачається, що країна, зовнішній сектор якої є об'єктом аналізу, не впливає на глобальні відсоткові ставки (відноситься до категорії «малих відкритих економік» (SOE – Small Open Economy), тобто є прайс-тейкером, а не прайс-мейкером, має незначну частку світового обсягу експорту та імпорту товарів і послуг) [12].

Аналіз фінансування платіжного балансу країни є відмінною демонстрацією дії фундаментальних макроекономічних механізмів та взаємодій, які у свою чергу є фундаментальними чинниками обмінного курсу національної валюти.

Розглянемо економіку, яка за станом на певний момент часу володіє певним запасом активів і зобов'язань, рівень і склад яких описується у МІП (рис. 3). Вказані активи і зобов'язання генерують потік доходів і потік платежів, які відображаються у рахунку первинних (факторних) доходів, що входить у склад РПО. Сумарне значення вказаних потоків формує баланс первинних доходів РПО. У свою чергу, баланс первинних доходів, разом із торговельним балансом та балансом вторинних доходів визначають баланс РПО. Якщо після цього ми просумуємо баланс РПО і баланс РОК — отримаємо баланс ФК, який є різницею між чистим придбанням активів та чистим прийняттям зобов'язань (результат останніх, у свою чергу, збільшує запас або активів, або зобов'язань країни перед рештою світу). Таким чином працює механізм циркуляції активів та зобов'язань між МІП, РПО, РОК та ФР.

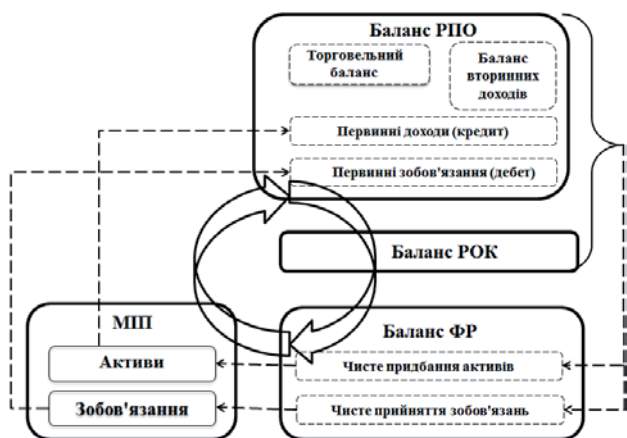


Рис. 3. Механізм циркуляції активів та зобов'язань країни перед рештою світу (власна розробка автора)

Окреслений на рис. 3 механізм циркуляції активів та зобов'язань країни перед рештою світу доцільно розглянути в динаміці для кращого розуміння наслідків його дії. Для цього розглянемо ситуацію, в якій країна у певний момент часу (t_0) має позитивне сальдо чистої МІП (запас міжнародних активів перевищує запас міжнародних зобов'язань).

Припустимо, що в момент часу (t_0) дана країна має справу із ситуацією за якої сумарне значення торговельного балансу (ТБ), балансу вторинних доходів (БВД) і балансу рахунку операцій з капіталом (БРОК) є негативним. Однак, наявність позитивного сальдо чистої МІП означає, що баланс первинних доходів (БПД) має значне позитивне сальдо. Виходячи з цих припущень, якщо ми просумуємо баланси РПО та РОК, отримаємо позитивний баланс ФР. Позитивний баланс ФР означає, що дана країна спроможна й у подальшому акумулювати активи, або ж зменшувати власні зобов'язання перед рештою світу, або ж робити одне і друге одночасно. Таким чином, у моменті часу (t_1) ми спостерігатимемо ще більше позитивне сальдо чистої МІП відповідної країни (більше на величину позитивного сальдо балансу ФР, сформованого у період часу від t_0 до t_1

за рахунок проаналізованих чинників). Іншими словами, позитивне сумарне сальдо РОП і РОК сприяє посиленню МІП країни. Всі вищевказані міркування показані на рис. 3.

Протилежним випадком є ситуація, в якій країна у певний момент часу (t_0) має негативне сальдо чистої МІП (запас міжнародних зобов'язань перевищує запас міжнародних активів). У даному випадку, навіть позитивного сальдо ТБ, БВД і БРОК може бути недостатньо для того, щоб виплатити всі зобов'язання, які виникають через негативне сальдо чистої МІП. Результат — БПД матиме суттєве негативне сальдо, БРПО буде негативним. Для виходу з даної ситуації країна змушена буде або продавати залишок запасу своїх міжнародних активів або ж нарощувати свої зобов'язання перед рештою світу, або ж робити одне і друге одночасно. На завершення розглядуваного періоду негативне сальдо чистої МІП стане ще більшим у порівнянні з початковим. І навіть якщо у подальших періодах позитивне сальдо ТБ, БВД та БРОК буде зростати, такого зростання може виявитись все ще недостатньо для покриття дефіциту первинних доходів (рис. 4).

Розглянемо ще один важливий взаємозв'язок, який ілюструє спосіб, в який МІП генерує додаткові боргові зобов'язання для країни, або ж стає джерелом фінансування економіки. Для цього концентруємо увагу на проблемі зовнішнього боргу країни. Зовнішній борг породжує прийняття країною зобов'язань щодо майбутніх боргових виплат решті світу. Майбутні виплати відсотків за зовнішній борг будуть обліковуватись у первинних зобов'язаннях рахунку первинних доходів і таким чином негативно впливатимуть на стан БРПО країни. Разом з тим, погашення частини тіла зовнішнього боргу буде здійснюватися з ФР, таким чином зменшуючи позитивне сальдо балансу ФР (зменшуючи чисті зобов'язання, які прийняла на себе країна шляхом продажу активів), або ж нарощуючи його негативне сальдо шляхом прийняття на себе нових міжнародних зобов'язань за рахунок яких погашаються старі (рис. 5).

Чиста МІП, ФР і РПО зв'язані між собою у спосіб, наведений на рис. 6.

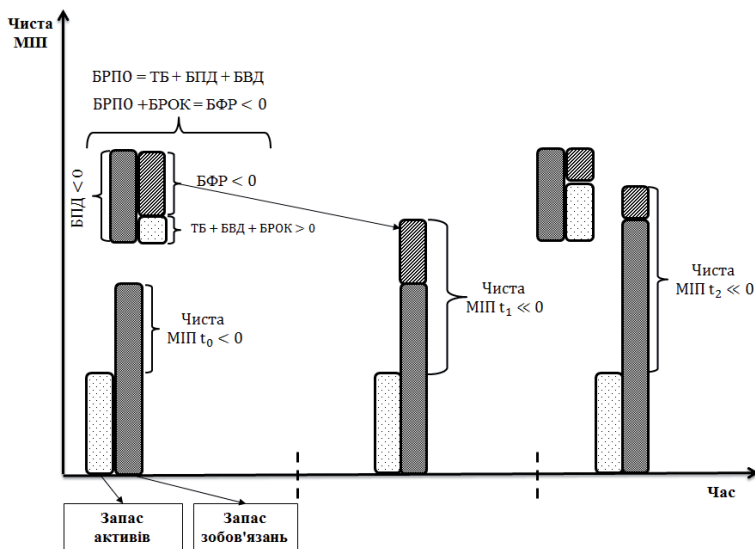


Рис. 4. Динаміка акумуляції міжнародних зобов'язань країни (власна розробка автора)

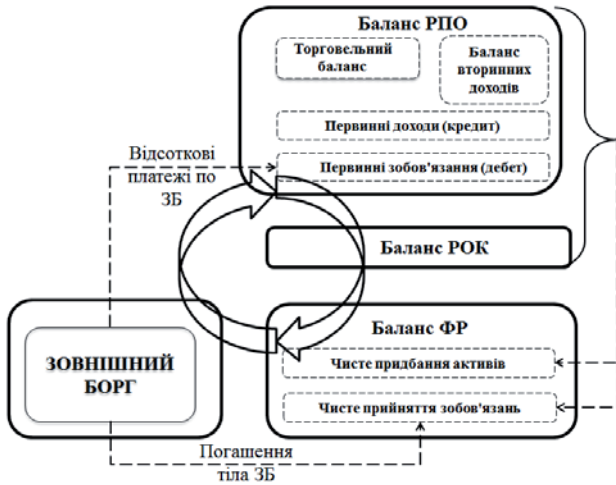


Рис. 5. Вплив зовнішнього боргу на БРПО і БФР (власна розробка автора)

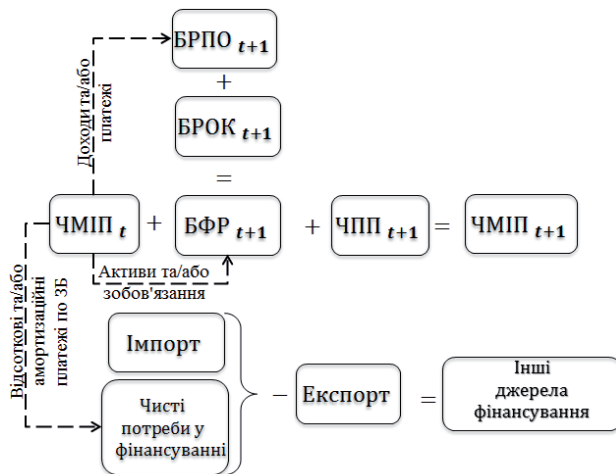


Рис. 6. Взаємозв'язки потреб країни у фінансуванні та їхніх джерел (власна розробка автора)

Якого роду ризики можуть генерувати вищенаведені взаємозв'язки? Основний ризик полягає у тому, що негативна чиста МП може спричинити негативний баланс РПО, який у свою чергу збільшує негативну чисту МП наступного періоду.

Для кращого розуміння проблематики платіжного балансу, доцільно реорганізувати його складові, виокремивши ті з них, які генерують зобов'язання щодо здійснення майбутніх виплат (погашень) та ті, які є джерелами майбутнього фінансування вказаних виплат (погашень). Найважливішим джерелом фінансування є надходження від експорту товарів і послуг (X). В короткостроковому періоді часу вказане джерело фінансування залишається незмінним за обсягом (обмеження накладаються виробничими потужностями економіки і попитом решти світу). Імпорт товарів і послуг (M) є генератором потреби у джерелі фінансування. У короткостроковому періоді часу величина імпорту є також негнучкою (обмеження накладаються смаками, уподобаннями та платоспроможністю споживачів імпорту та нездатністю національної

економіки провести стрімке імпортозаміщення). Крім того, країна має інші чисті потреби у фінансуванні, які походять із стану чистої МП.

Спробуємо ще раз розглянути графічну інтерпретацію взаємозв'язку між ПБ та МП, але на цей раз під іншим кутом зору (рис. 7).

Припустимо, що у певному періоді часу потреби країни у фінансуванні були збалансовані з її джерелами. В наступному періоді, імпорт країни суттєво збільшився, у той час як експорт зменшився. Припустимо, що країна у короткостроковому періоді часу не здатна скоротити наявні потреби у фінансуванні та обсяги власного імпорту, а також не здатна наростити обсяги експорту. Для збалансування різниці у фінансових потребах такої країни, необхідно на відповідну суму збільшити інші джерела фінансування, головними складовими яких є: позики на зовнішніх фінансових ринках та/або прями та портфельні іноземні інвестиції; чистий продаж інших активів країни; продаж міжнародних активів (резервів) країни.

Припущення автора щодо ситуації в країні можна ще більше ускладнити – країні присвоїли найнижчі кредитні рейтинги, в країні нестабільна політична ситуація, частина її території охоплена воєнними діями. Наслідком такого ускладнення є те, що єдиними джерелами фінансування потреб у короткостроковому періоді часу залишаються чистий продаж інших активів та міжнародних резервів країни. Середньостроковою альтернативою для країни є зменшення імпорту з одночасним нарощуванням обсягів експорту.

Іншим наслідком катастрофічно-кризової ситуації для країни є те, що вона не має змоги позичати на зовнішніх ринках, не може продати власні активи з огляду на надвисокі політичні та воєнні ризики інвестування в її активи і вичерпала запаси власних міжнародних резервів. За таких умов розбалансування потреб в ресурсах і джерел їхнього фінансування, обсяг іноземної валюти, яку країна потребує суттєво перевищує наявний в її авуарах обсяг – попит на іноземну валюту суттєво перевищує її пропозицію. Іншими словами відносний попит на національну валюту у порівнянні з іноземною суттєво змінюється (не на користь національної) – суттєво девальвує валютний курс (щоразу більшу кількість одиниць національної валюти слід заплатити за одну одиницю іноземної валюти та/або навпаки).

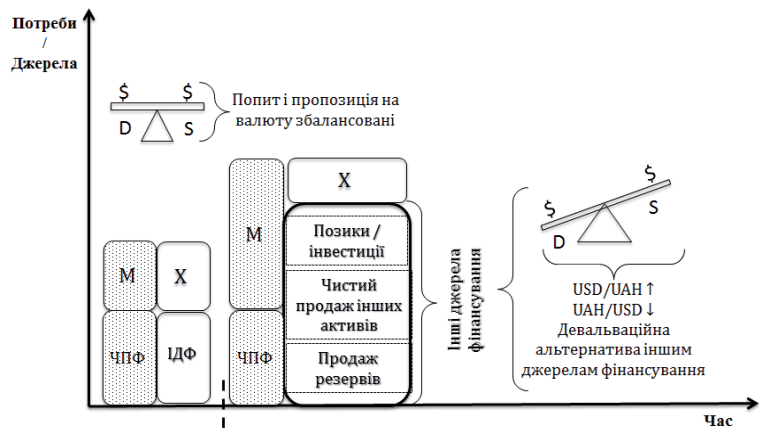


Рис. 7. Девальваційна альтернатива іншим джерелам фінансування (власна розробка автора)

Таким чином, валютний курс є ще одним інструментом «фінансування» дисбалансів, які виникають між потоками доходів в країну і потоками зобов'язань країни відносно решти світу [13]. Приблизно 40 років тому, потоки капіталу (як % від національного ВВП) не були такими значимими як у наш час. В ті часи переважна більшість країн мали по-суті закриті рахунки операцій з капіталом.

У країнах із плаваючим режимом валютного курсу, постійний дефіцит РПО пом'якшувався шляхом тривалого зниження вартості національної валюти відносно іноземних (зміни валютного курсу). У чималій кількості випадків, девальвація (зниження купівельної спроможності національної валюти відносно іноземних валют) мала наслідком високу і тривалу інфляцію, оскільки ціна імпортованих товарів суттєво зростала в одиницях девальвованої національної валюти. В деяких випадках фіксація валютного курсу допомагала утримувати інфляцію під контролем [5].

Разом з тим, у країнах із режимом фіксованого валютного курсу перманентний дефіцит РПО приводив до постійного продажу міжнародних резервів аж до того рівня, при якому центральний банк країни втрачав здатність своїми інтервенціями утримувати валютний курс на зафіксованому раніше рівні. Після цього, національна валюта девальвувала вільно або ж контролювано (за допомогою адміністративних методів). У будь-якому випадку, девальваційні хвилі були раптовими і значними.

У наш час переважна більшість країн мають відкритий РОК. Країни з відкритими рахунками капіталу стали більш вразливими до суттєвих коливань валютних курсів, спричинених суттєвими коливаннями потоків капіталів в країну і за її межі. Вказані зміни у напрямі потоку капіталу можуть бути дуже значними і швидкими, породжуючи суттєві розбалансування у реальному і фінансовому секторах національних економік [6].

Суттєве зростання волатильності валютних курсів може відбуватися дуже швидко. Для прикладу, за останні тридцять років чимало країн відмовились від режиму фіксованого валютного курсу. Після такої відмови, буквально в межах кількох днів після того, як їхня валюта була переведена в режим вільного плавання, відбувалася девальвація аж до 100 % — ціни на імпорт зросли у два рази (нинішній досвід України в даному контексті не є унікальним) [2].

Звичайно, що в таких умовах експорт країни ставав дешевшим для зовнішнього споживача, а експортери одержували більшу виручку у перерахунку на національну валюту. Однак чимало експортерів також залежали від імпортованих цін на паливо, основні засоби для виробництва, напівфабрикати, тощо. Таким чином руйнівні наслідки для експортерів і для реального сектору національної економіки були дуже серйозними [7].

Навіть у тих випадках коли валютний курс знаходиться упродовж довготривалого періоду часу в режимі вільного плавання, суттєві зміни в потоках капіталу є причиною поціновуючого/знецінюючого тиску на національну грошову одиницю, спричиняючи відповідну волатильність на рівні 20 % у межах кількох місяців часу. Такі темпи росту/знецінення валютного курсу є значно швидшими, ніж той період часу, який необхідний діловим одиницями реального сектору економіки для пристосування своїх рішень щодо скорочення обсягу імпортованих закупівель без настання суттєвих і незворотних негативних наслідків для їхнього бізнесу.

Для кращого розуміння чинників валютного курсоутворення, доцільно також розглянути взаємозв'язки між зовнішнім сектором та іншими секторами економіки, а також ті взаємозв'язки, які існують між показниками динаміки розвитку зовнішнього сектору національної економіки і відповідними важелями внутрішньої економічної політики. Почнемо з розгляду взаємозв'язків, які існують між реальним сектором економіки і РПО (рис. 8).



Рис. 8. Міжсекторні взаємозв'язки національної економіки (власна розробка автора)

Внутрішній попит здебільшого асоціюється з обсягом імпорту, принаймні існує пряма залежність між ростом внутрішнього попиту в економіці і схильністю до більшого споживання імпортованих товарів і послуг. Аналогічна залежність існує між обсягом виробництва в країні і обсягом експорту вироблених товарів і послуг з країни.

Інфляція у поєднанні з валютним курсом також відіграють значну роль у розглядуваному нами взаємозв'язку. А це, у свою чергу, означає, що монетарний сектор (монетарна і валютно-курсова політика) прямо впливають на динаміку РПО. Непрямо, монетарна політика впливає на РПО через реальний сектор шляхом встановлення відсоткових ставок, регулювання обсягу кредиту і грошей.

Державний сектор (фіскальна політика) також впливає на динаміку РПО: прямо — через зміну обсягу заощаджень та інвестицій в економіці; непрямо — через оподаткування виробництва і внутрішнього попиту (споживання).

Зовнішній сектор також впливає на виробництво і внутрішній попит реального сектору економіки через зміну співвідношення цін на експортні та імпортовані товари (зміну умов торгівлі). Зовнішній сектор також може впливати і на державний сектор: прямо — через зміну вартості товарів, які імпортує уряд; непрямо — через вплив на показники реального сектору економіки.

На завершення необхідно конкретизувати ту роль, яку відіграє режим валютного курсу, який визначається центральним банком країни, на показники ПБ, МПП, а отже й на всі міжсекторні взаємодії національної економіки. У першу чергу, режим валютного курсу впливає на обсяг міжнародних резервів країни, на монетарну політику, а також на те яким чином зміна кон'юнктури на зовнішніх ринках відбивається на національній економіці [7].

На рис. 9 показані два протилежні режими валютного курсу — фіксований і гнучкий.

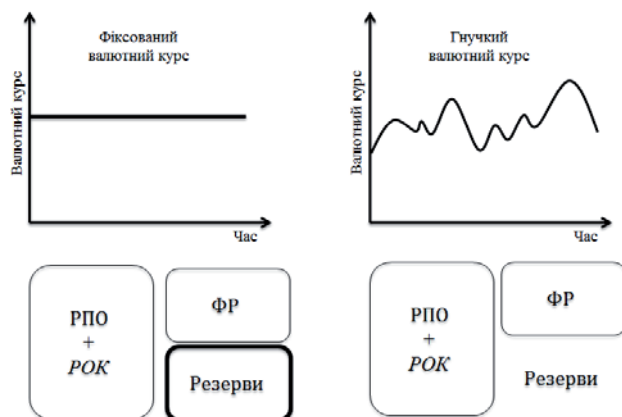


Рис. 9. Режим валютного курсу і міжнародні резерви (власна розробка автора)

Режим фіксованого валютного курсу зобов'язує центральний банк країни підтримувати наперед визначеному рівні співвідношення вартості національної валюти до певної іноземної валюти, або ж до групи (корзини) іноземних валют. У випадку надлишкового попиту на іноземну валюту, центральний банк буде зобов'язаний продавати додаткову її кількість з метою знецінення цієї іноземної валюти до відповідного рівня фіксації валютного курсу (до повного задоволення надлишкового попиту). Надлишковий попит на іноземну валюту генерується показниками ПБ країни. У тому випадку, коли зміни сумарного значення РПО та РОК не збалансовані рівновеликими змінами ФР, для вирішення дисбалансів використовуються міжнародні резерви. У випадку надлишкового попиту на іноземну валюту, центральний банк змушений продавати резерви для відновлення рівноваги (для вирівнювання дисбалансів). За таких умов, графік динаміки валютного курсу матиме вигляд прямої горизонтальної лінії (рис. 9).

У умовах гнучкого валютного курсу центральний банк не здійснює жодних інтервенцій у випадку виникнення аналогічних до вищеописаних дисбалансів, а отже й не витрачає міжнародних резервів на вказані цілі. Негативні дисбаланси, які виникають між РПО та РОК з одного боку і ФР з іншого не вирішуються за рахунок продажу міжнародних резервів. За таких умов, графік динаміки валютного курсу буде мати вигляд хвилястої блукаючої лінії. Іншими словами, центральний банк дає змогу надлишковому попиту і пропозиції іноземної валюти бути абсорбованими відповідною ціновою динамікою. Існують також і проміжні варіанти валютних режимів (режим брудного плавання) — центральний банк здійснює інтервенції для згладжування пікових значень волатильності валютного курсу.

Таким чином режим валютного курсу визначає те, як швидко зміни у решті світу (зовнішній ціл, обсягу і доступності кредиту) будуть відображені в динаміці показників реального сектору національної економіки. Вказане, у свою чергу прояснює ще один канал, через який зовнішній сектор впливає на інші сектори економіки — через фінансовий рахунок (рис. 8). Цей канал є особливо важливим для тих країн, для яких

він є відкритим (вільний доступ до світових фінансових ринків купівлі/продажу активів та зобов'язань). Широкий доступ до міжнародних кредитів, впливає на монетарний сектор національної економіки, а через нього і на реальний сектор, і як наслідок — на РПО. З іншого боку, зміна у монетарній політиці (підвищення відсоткових ставок) буде додатковим чинником залучення капіталу в країну і в такий спосіб впливатиме на фінансовий рахунок. Покращення інвестиційного клімату в реальному секторі сприятиме залученню прямих інвестицій в країну; держава може позичати ресурс на зовнішніх ринках, що також впливатиме на стан фінансового рахунку. Протилежні до розглянутих політики будуть уповільнювати притік капіталу в країну і суттєво зменшувати обсяг фінансового рахунку. Вказане породжуватиме нову хвилю дисбалансів у ПБ, в МП і в економіці в цілому, негативно впливаючи на обсяг міжнародних резервів (за умов фіксованого режиму) та девальвуючи національну грошову одиницю (за умов гнучкого валютного курсу).

5. Обговорення результатів дослідження взаємодії валютного курсу з показниками платіжного балансу та міжнародної інвестиційної позиції країни

Перевагами проведеного дослідження є те, що у ньому, на відміну від існуючих, змодельовано різні варіанти взаємодії валютного курсу з показниками платіжного балансу та міжнародної інвестиційної позиції країни. Зазначені результати будуть корисними на макроекономічному рівні для забезпечення стабільності як валютної системи держави загалом, так і національної грошової одиниці, що особливо важливо в умовах кризи. Одержані результати є продовженням раніше проведених досліджень як автора, так й інших теоретиків і практиків.

6. Висновки

У результаті проведених досліджень одержано низку важливих для теорії і практики результатів, що охарактеризовано нижче.

Важливими структурними компонентами ПБ країни є: рахунок поточних операцій, рахунок операцій з капіталом і фінансовий рахунок. ПБ є відображенням потоку (транзакцій), а не запасу.

Баланс первинних доходів (Primary Income Balance — PIB) є різницею між факторними доходами, які економіка одержує від решти світу та тими факторними платежами, які вона здійснює решті світу — показує величину чистих факторних доходів країни. Баланс вторинних доходів (Secondary Income Balance — SIB) є різницею між трансфертами одержаними від решти світу і тими трансфертами, які здійснені резидентами на користь решти світу — показує величину чистих трансфертів країни.

Величина сальдо РПО рівна різниці між заощадженнями та інвестиціями в економіці країни, показує грошові кошти, які країна одержує від нерезидентів в обмін на свій чистий експорт, включаючи чистий прибуток від використання її факторів виробництва за кордоном.

Сумарне сальдо РПО і РОК може свідчити або про чисте кредитування (профіцит), або ж про чисте запозичення (дефіцит) в економічних взаєминах нашої країни з рештою світу. З концептуальної точки зору, дана сума дорівнює чистому залишку фінансового рахунку.

ФР показує як витрачається профіцит або ж як фінансується дефіцит у взаєминах із рештою світу. Найважливішою складовою ФР, яка відноситься до складу активів є така категорія, як резервні активи. Баланс ФР є різницею між чистим придбанням активів та чистим прийняттям зобов'язань (результат останніх, у свою чергу, збільшує запас або активів, або зобов'язань країни перед рештою світу).

Міжнародна інвестиційна позиція — це статистичний звіт на визначений момент часу (різниця між активами і зобов'язаннями країни на певну дату є чистим сальдо МІП). Посиленню МІП країни сприяє позитивне сумарне сальдо РОП і РОК.

Всі висновки, які виводяться з аналізу рахунків зовнішнього сектору, базуються на відсутності офіційних та неофіційних обмежень на міжнародні і внутрішні операції, а також на тому, що ділові одиниці ринку вільно реагують на цінові сигнали і на заходи макроекономічної політики. Крім того, передбачається, що країна, зовнішній сектор якої є об'єктом аналізу, не впливає на глобальні відсоткові ставки (відноситься до категорії «малих відкритих економік», тобто є прайс-тейкером, а не прайс-мейкером, має незначну частку світового обсягу експорту та імпорту товарів і послуг).

Окрім експортних надходжень, позик, інвестицій, чистого продажу активів та міжнародних резервів, — валютний курс може бути ще одним інструментом вирівнювання дисбалансів, які виникають між потоками доходів в країну і потоками зобов'язань країни відносно решти світу. Здатність валютного курсу виконувати вказану роль в економіці залежить від того, який режим валютного курсу обирає центральний банк країни — фіксований чи гнучкий. Автоматичне вирівнювання дисбалансів, відображених у складових ПБ можливе виключно в умовах режиму гнучкого валютного курсу. Разом з тим, раптова та надмірна волатильність гнучких валютних курсів несе у собі також значні ризики для реального сектору економіки на короткостроковому горизонті часу. Серед іншого, режим валютного курсу визначає те, як швидко зміни у решті світу (зовнішніх цін, обсягу і доступності кредиту) будуть відображені в динаміці показників реального сектору національної економіки.

Валютний курс і його режим у певній країні має суттєвий вплив на показники ПБ, МІП, а отже й на всі міжсекторні взаємодії національної економіки. У першу чергу, режим валютного курсу впливає на обсяг міжнародних резервів країни, на монетарну політику, а також на всі трансмісійні механізми, які мають місце як у сукупності міжсекторних взаємозв'язків в межах національної економіки так і у взаємозв'язках країни з рештою світу (регулює те, яким чином зміна кон'юнктури на зовнішніх ринках відбивається на національній економіці). Дослідження цього виступатиме перспективою подальших досліджень у цьому напрямку.

Література

1. Blejer, M. I. Balance of payments, exchange rates, and competitiveness in transition economies [Text] / M. I. Blejer, M. Skreb. — Boston: Kluwer Academic Publishers, 1999. — 487 p. doi:10.1007/b102495

2. Cardarelli, R. Exchange Rates and the Adjustment of External Imbalances [Text] / R. Cardarelli, A. Rebucci // Spillovers and Cycles in the Global Economy. — Washington, D. C., 2007. — P. 81–118.
3. Zenker, A. Theories of Currency Speculation in Fixed Exchange Rate Regimes [Text] / A. Zenker // Currency Speculation in Fixed Exchange Rate Regimes. — Springer Science + Business Media, 2014. — P. 23–71. doi:10.1007/978-3-658-04829-7_3
4. Hau, H. The Exchange Rate Effect of Multi-Currency Risk Arbitrage [Electronic resource] / H. Hau // Swiss Finance Institute Research. — February 14, 2012. — Paper № 12-07. — Available at: \www/URL: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2006483>
5. Белінська, Я. В. Вплив коливань валютного курсу на динаміку і напрями потоків капіталів [Текст]: зб. наук. пр. / редкол.: Л. К. Безчасний (відп. ред.) та ін. // Фактори економічного зростання. — К.: Інститут економіки НАН України, 2001. — С. 21–32.
6. Береславська, О. Курсова політика в умовах припливу іноземного капіталу в Україну [Текст] / О. Береславська // Вісник НБУ. — 2008. — № 2. — С. 16–19.
7. Шевчук, В. Слабка гривня як чинник спаду промислового виробництва і погіршення торговельного балансу [Текст] / В. Шевчук // Вісник НБУ. — 2002. — № 8 — С. 20–25.
8. Холопов, А. Валютный курс как инструмент макроэкономического регулирования [Текст] / А. Холопов // Мировая экономика и международные отношения. — 2004. — № 12. — С. 25–33.
9. System of National Accounts 2008. (European Communities, International Monetary Fund, Organisation for Economic Cooperation and Development, United Nations and World Bank) [Electronic resource]. — Available at: \www/URL: <http://unstats.un.org/unsd/nationalaccount/sna2008.asp>
10. IMF's Balance of Payments and International Investment Position Manual. Sixth Edition (BPM6) [Electronic resource]. — November 2013. — Available at: \www/URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/bopman6.htm>
11. Методичний коментар до складання платіжного балансу України [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Національного банку України. — Режим доступу до ресурсу: http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=44459&cat_id=44464
12. Манків, Г. Н. Макроекономіка [Текст] / Г. Н. Манків. — Київ: ОСНОВИ, 2000. — 588 с.
13. Белінська, Я. В. Визначення необхідної міри гнучкості валютного курсу для підтримання збалансованості економічних процесів у країні [Текст] / Я. В. Белінська // Стратегічні пріоритети. — 2007. — № 3(4). — С. 61–67.

ВЗАИМОДЕЙСТВИЕ ВАЛЮТНОГО КУРСА С ПОКАЗАТЕЛЯМИ ПЛАТЕЖНОГО БАЛАНСА И МЕЖДУНАРОДНОЙ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПОЗИЦИИ СТРАНЫ: ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЙ КОНТЕКСТ

Динамике валютных курсов, а также теориям, которые объясняют указанную динамику, посвящено много научных работ, однако, остается целый пласт информационного потока, неучет которого существенно обедняет понимание характера, причин и последствий волатильности, которая имеет место на рынке валютных активов.

Ключевые слова: валютный курс, платежный баланс, текущий счет, капитальный счет, финансовый счет, международная инвестиционная позиция.

Голуб Роксолана Ростиславівна, старший викладач, кафедра банківської справи, Львівський інститут банківської справи Університету банківської справи НБУ, Україна, e-mail: or.golub@gmail.com.

Голуб Роксолана Ростиславівна, старший преподаватель, кафедра банковского дела, Львовский институт банковского дела Университета банковского дела НБУ, Украина.

Holub Roksolana, Lviv Institute of Banking the University of Banking of the National Bank of Ukraine, Lviv, Ukraine, e-mail: or.golub@gmail.com