

УДК 336.745(075)

С.М. Новак, О.В. Сергієнко

ЕВОЛЮЦІЯ ТЕОРІЙ ВАЛЮТНОГО КУРСУ

В статті дається ретроспективний огляд еволюції теорій валютного курсу, який показує, що валютні теорії розвивалися внаслідок зміни світової валютної системи. На сучасному етапі найбільш перспективним напрямом вивчення валютного курсу є аналіз мікроструктури валютного ринку.

Ключові слова: валютна система, валютний курс, теорії валютного курсу.

Постановка проблеми. В сучасній економічній науці триває дискусія щодо ролі валютної політики в економічному розвитку держави. Постійно відбувається пошук нових методів регулювання валютного курсу і прогнозування його зміни. Важливу роль в цьому процесі відіграють теорії валютного курсу.

Формулювання цілей статті. Метою даної статті є дослідження еволюції теорій валютного курсу.

Виклад основного матеріалу. Момент зародження теорій валютного курсу визначити досить складно. Питання формування обмінних (вексельних) курсів розглядалися в роботах фізіократів та меркантилістів в рамках загального дослідження умов обігу металевих та паперових грошей. Д. Юм та Ш. Монтеск'є вперше здійснили аналіз факторів, що впливають на курси повноцінних металевих грошей. Подальший розвиток валютних теорій нерозривно пов'язаний з розвитком світової валютної системи.

Перша валютна система сформувалася в XIX столітті після промислової революції на базі золотого монометалізму у формі золотомонетного стандарту.

Юридично вона була оформлена міждержавною угодою на Паризькій конференції в 1867 р., яка визнала золото єдиною формою світових грошей.

Паризька валютна система базувалася на наступних структурних принципах:

- її основою був золотомонетний стандарт;
- кожна валюта мала золотий вміст, відповідно до якого встановлювалися їх золоті паритети;
- валюти вільно конвертувалися в золото, яке використовувалося як загальновизнані світові гроші.

Перша світова війна призвела до кризи валютної системи, золотомонетний стандарт перестав функціонувати. В умовах невизначеності гостро постало питання щодо оцінки реальної вартості іноземної валюти. У 1918 році шведський економіст Г. Кассель сформулював так звану теорію паритету купівельної спроможності (ПКС). Він теоретично обґрунтував твердження про те, що обмінний курс визначається співвідношенням вартості кошика товарів в двох країнах.[2] Однак розбіжності в ціноутворенні, структурі виробництва і споживання у різних країнах не дозволяють розрахувати точний паритет купівельної спроможності між валютами. Для більш точних результатів розраховується відносний паритет купівельної спроможності, що розглядає не співвідношення абсолютних рівнів цін між країнами, а їх зміни.[7]

Криза Паризької валютної системи призвела до появи другої валютної системи, яка була оформлена міждержавною угодою, на Генуезькій міжнародній економічній конференції в 1922 р.. Основним нововведенням даної системи було запровадження девізів – національні кредитні гроші стали використовуватися як міжнародні платіжно-резервні засоби.

Внаслідок використання національних кредитних грошей як міжнародних платіжно-резервних засобів було виявлено, що значний вплив на валютний курс здійснюють зміни в монетарній політиці. Зростання національної процентної ставки звичайно тягне за собою підвищення вартості національної валюти, а падіння – призводить до знецінення національної валюти. Ці ідеї було

положено в так звану теорію паритету процентних ставок, положення якої були розвинуті Дж. М. Кейнсом в 1923 році, для того щоб поєднати валютний курс, процентну ставку та інфляцію.[5] Теорія має дві форми: покритий та непокритий паритет процентних ставок.

Покритий паритет процентних ставок описує відносини валютних курсів спот ринку та форвардного ринку з процентними ставками за облігаціями у двох економіках. Непокритий описує взаємовідносини між спот і очікуваним валютним курсом з номінальними процентними ставками за облігаціями.

В цей же час виникають перші теорії валютного регулювання. Найбільш значимими серед них є: теорія регульованої валюти, теорія «еластичних» паритетів, теорія нейтральних курсів.

Основоположниками теорії регульованої валюти є Дж. М. Кейнс, Р.Дж. Хоутрі, Дж. Пленге, І. Фішер. Відповідно до даної теорії, регулювання валюти повинне здійснюватися майже незалежно від золота і включати регулювання грошового обігу і кредиту з тим, щоб забезпечити стійкість цін, та регулювання валютних курсів за допомогою дій центральних банків.[11]

Теорія нейтральних курсів розглядає проблему визначення рівноважного курсу, який би об'єктивно відображав розвиток економіки держави.

За визначенням представників даної теорії, «точкою рівноваги» валютних курсів є такий їх рівень, який на певний період забезпечує рівновагу платіжного балансу, не викликаючи помітних змін міжнародних розрахунків. «Нейтральним» вважається такий рівень валютних курсів, який не створює штучних стимулів ні для імпортера, ні для експортера. Такі курси не можуть бути досягнуті за допомогою ринкових механізмів, вони є результатом державного втручання. [13]

Теорія «еластичних» паритетів, або теорія «маневрованого стандарту», є невід'ємною частиною теорії «регульованої валюти». Розробка цього напрямку валютної теорії почалася в 1920-х рр. практично одночасно в США І. Фішером і в Англії Дж.М. Кейнсом.

І. Фішер вважав, що безкризовий розвиток економіки можна забезпечити тільки шляхом створення масштабу цін, який би не піддавався значним

коливанням. Це можливо досягти лише за рахунок зміни офіційного металевого вмісту валюти.

В свою чергу, Дж. М. Кейнс вважав, що країни, які мають протилежні інтереси у валютній сфері, повинні відмовитися від фіксованих паритетів, і дотримуватися «еластичних паритетів», змінюючи їх залежно від економічних інтересів.

Друга світова війна показала недоліки Генуезької валютної системи, тому ще в роки війни почалися розробки проекту нової світової валютної системи, яка була оформлена в 1944 році на валютно-фінансовій конференції ООН в Бреттон-Вудсі (США). Бреттонвудська валютна система базувалася на наступних принципах:

- введено золотодевізний стандарт, заснований на золоті і двох резервних валютах: доларі США і фунті стерлінгів.
- встановлений режим фіксованих валютних паритетів і курсів.

Реформування валютної системи призвело до формування теорії ключових валют. Представники цієї теорії – американські економісти Дж. Вільямі (автор цього терміну, що з'явився в 1945 р.), А. Хансен, англійські економісти Р. Хоутрі, Ф. Грехем – прагнули довести:

- необхідність і неминучість розподілу валют на ключові, тверді і м'які;
- лідируючу роль долара на противагу золоту;
- необхідність орієнтації валютної політики всіх країн на долар і підтримку його як резервної валюти, навіть якщо це суперечить їх національним інтересам.

З кінця 1960-х рр. проявилися недоліки Бреттонвудської валютної системи, що породило велику кількість проектів валютної реформи: від створення колективної резервної одиниці (випуску світової валюти, забезпеченої золотом і товарами), до повернення до золотого стандарту.

Зокрема в економічній думці подальшого розвитку набув підхід до валютного курсу з позицій платіжного балансу. На основі моделі IS-LM двома економістами Р. Манделлом [8] та М. Флемінгом [3], незалежно один від

одного, була розроблена модель, яка показує, що ефективність бюджетної і грошово-кредитної політики залежить від прийнятого режиму валютного курсу. При припущенні абсолютної мобільності капіталу модель показує неефективність грошово-кредитної політики в умовах фіксованих курсів валют і неефективність бюджетної політики при гнучких курсах валют.[10]

Прихильники монетаризму виступали за ринкове регулювання проти державного втручання, воскрешали ідеї автоматичного саморегулювання платіжного балансу, пропонували ввести режим плаваючих валютних курсів (М. Фрідмен, Ф. Махлуп і ін.). Значний внесок в створення і розвиток монетарної теорії обмінного курсу внесли Дж. Френкель, Дж. Більсон, Р. Дорнбуш.

В монетарній теорії обмінного курсу виділяють два основні напрями залежно від припущень про гнучкість цін: монетарні теорії з гнучкими цінами, монетарні теорії з жорсткими цінами.

Перший напрямок ґрунтується на моделі загальної рівноваги, запропонованої швейцарським економістом Л. Вальрасом. Представники даного напрямку вважали, що рівновага є результатом вирівнювання двох грошових ринків і постійного збереження абсолютного ПКС. Тобто валютний курс визначається відносною пропозицією грошей так як національна пропозиція грошей визначає рівень національних цін.

В зв'язку з тим, що монетарні моделі з гнучкими цінами не пояснювали різких коливань валютних курсів, це привело до висунення монетарних моделей з жорсткими цінами. Найвідомішим варіантом монетарної теорії з жорсткими цінами вважається модель Р. Дорнбуша, яка була запропонована в 1976 р. Вона дозволила переконливо пояснити надмірні коливання обмінних курсів, що спостерігалися на валютних ринках в 80-х рр. ХХ ст., а також парадокс, чому країни з відносно високими процентними ставками звичайно мають валюти, чиї обмінні курси відповідно до очікувань повинні знецінюватися.[9]

В 1977 р. В. Брансоном була запропонована теорія портфельного балансу.[1] Згідно цієї теорії відновлення балансу між попитом на активи і

передбачуваною пропозицією запасів активів відбувається за рахунок зміни валютного курсу.

В 80-х роках ХХ століття Бретонвудська валютна система де-факто перестала існувати. В результаті підписання країнами-членами МВФ в січні 1976 р. угоди в Кінгстоні (Ямайка) та другої зміни Статуту МВФ в квітні 1978 р., були сформовані наступні принципи четвертої світової валютної системи.

- введений стандарт СДР замість золотодевізного стандарту.
- юридично завершена демонетизація золота: відмінена його офіційна ціна, золоті паритети, припинений розмін доларів на золото.
- країнам надано право вибору будь-якого режиму валютного курсу.

Впровадження принципів Ямайської валютної системи стало поштовхом для розвитку моделей валютних криз. Серед них слід виділити модель валютної кризи, яка була створена професором Масачусетського Технічного Інституту Полом Кругманом в 1979 р. [6] Через декілька років, в 1984 р. її дещо спростили економісти ФРС Роберт Флуд і Пітер Гарбер [4]. В основі цієї моделі валютної кризи лежить механізм підтримки ціни на золото. Сутність якого полягала в тому, що ЦБ здійснює неконтрольовану грошову емісію для покриття бюджетного дефіциту і в той же час прагне за рахунок своїх валютних резервів утримати фіксований валютний курс.

В середині 80-х рр. ХХ ст., після невдалих спроб регулювання валютного курсу, найбільш економічно розвинуті країни перейшли до практики «вільноплаваючого валютного курсу». З того часу вважається, що зміни вільноплаваючого валютного курсу відображають процеси, що відбуваються в економіці.

Але ця думка також ставиться під сумнів. Так, у моделі стохастичної рівноваги на конверсійному ринку, зроблена спроба математично описати ціноутворення «вільноплаваючих валютних курсів».[12] Модель встановлює функціональну залежність між волатильністю валютних курсів на заданому

інтервалі часу з величиною спреду валютного котирування, а при певних умовах і відсотковими ставками валют конверсії.

В рамках цієї моделі зміни валютного курсу розглядаються як випадкові мікровідхилення валютних котирувань від попереднього значення, які ініціюються одним з операторів ринку. В якості основної гіпотези моделі виступає те, що ці відхилення так як і дії учасників ринку – незалежні між собою. В цьому випадку валютний курс може розглядатися як випадковий броунівський процес, і описуватися за допомогою статистичного параметру такого як волатильність – середньоквадратичне відхилення за певний період часу.

Між маржею, як джерелом прибутку арбітражера і волатильністю, як основою прибутку спекулянта існує деяка залежність. Отримане узагальнене рівняння стохастичної рівноваги зв'язує волатильність вільно плаваючих валютних курсів з середньо ринковою маржею котирувань наступною залежністю:

$$\sigma(T) = \frac{H + 1}{\mu \cdot p_s} \cdot (\bar{M} - (1 - p_s) \cdot R_\Sigma) \cdot T^H \quad (1)$$

де $\sigma(T)$ – волатильність обмінного курсу(середньоквадратичне відхилення за період T днів);

\bar{M} – середня ринкова маржа валютного котирування;

H – параметр Херста;

p_s – вірогідність закриття спекулятивної позиції;

$$p_s = 0,2261 \quad (2)$$

μ – безрозмірна величина відхилення випадкової величини з нормальним законом розподілу, при вірогідності p_s ;

R_Σ – втрати відсоткових доходів при розрахунках по незакритим позиціям у випадку, якщо ефективний строк валютування менше строку , необхідного для розміщення отримуваних засобів(коштів) по незакритим позиціям минулого дня на депозит з датою валютування рівною даті конверсії.

$$R_{\Sigma} = \begin{cases} P_{Bid} \cdot (R_p + R_b) & \text{якщо } T_v < T_{lim} \\ 0 & \text{якщо } T_v \geq T_{lim} \end{cases} \quad (3)$$

де R_p – відсоткова ставка одноденного депозиту валюти котирування;

R_b – відсоткова ставка одноденного депозиту базової валюти.

Для окремого випадку класичного броунівського процесу $H = 0,5$, а вираз (1) перетворюється в рівність

$$\sigma(T) = 8,82 \cdot (\bar{M} - 0,77 \cdot R_{\Sigma}) \cdot \sqrt{T} \quad (4)$$

Якщо припущення даної моделі є адекватними то можна зробити наступні висновки:

- в динаміці курсів основних валют значну роль відіграють випадкові процеси, які виникають в ході торгів;
- стохастичні зміни валютних курсів, накопичуючись, створюють значний вплив на економіку;
- коливання валютних курсів є не лише наслідком змін в економіці, але і їх причиною.

Врахування того факту, що курси валют піддаються випадковим змінам, дозволяє по-новому поглянути на невідповідності між класичними валютними теоріями та практичними спостереженнями, а також створює підстави для серйозної критики методів технічного аналізу, що домінують у даній області.

Висновки з даного дослідження і перспективи подальших праць у даному напрямку. Таким чином можна зробити висновок, що теорії валютного курсу розвивалися разом зі змінами валютних систем. Спостерігається тенденція переходу при вивченні обмінних курсів з макро- на мікроекономічний рівень.

Список використаних джерел

1. Branson, W. Asset Markets and Relative Prices in Exchange Rate Determination [Текст] / W. Branson. – Sozialwis-senschaftliche Annalen, 1977.

2. Cassell, G. Abnormal Deviations in International Exchange [Текст] / G. Cassell // Economic Journal. – 1918. – Vol. 28. – P. 413-415.
3. Fleming, J.M. Domestic Financial Policies under Fixed and Floating Exchange Rates [Текст] / J.M. Fleming // IMF Staff Papers. – 1962. – Vol. 9. – P. 369-379.
4. Flood, R.P., Garber, P.M. Collapsing Exchange Rate Regimes. Some Linear Examples [Текст] / R.P. Flood, P.M. Garber // Journal of International Economics. – 1984. – № 17.
5. Keynes, J.M. 1923, A Tract on Monetary Reform [Текст] / J.M. Keynes // Macmillan and St. Martin's Press for the Royal Economics Society. – 1971.
6. Krugman, P. Model of Balance of Payments Crises [Текст] / P. Krugman // Journal of Money Credit and Banking. – 1979. – № 11.
7. Maeso-Fernandez, F. Econometric methods and purchasing power parity: short- and long-run PPP [Текст] / F. Maeso-Fernandez // Applied Economics. – 1998. – Vol. 30. – Issue 11. – P. 1444.
8. Mundell, R. A. The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy for Internal and External Stability [Текст] / R. A. Mundell // IMF Staff Papers. – 1962. – № 9. – P. 70-79.
9. Rogoff, K. Dornbusch's Overshooting Model After Twenty-Five Years [Текст] / K. Rogoff // IMF Working Paper. – 2002. – P. 40.
10. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения [Текст]: учебник. 2-е изд., перераб. и доп. / под ред. Л.Н. Красавиной. – М.: Финансы и статистика, 2000. – 608 с.
11. Новейший номинализм и его предшественники: очерки из истории денежных теорий [Текст] : 2-е изд., доп. и переработ. / Эйдельмант А.Б. – М. : Госфиниздат, 1948. – 270 с.
12. Сучасні та перспективні методи і моделі управління в економіці [Текст]: монографія: у 2 ч. / за ред. д-ра екон. наук, проф. А.О. Єпіфанова. – Суми: ДВНЗ «УАБС НБУ», 2008. – Ч. 1. – С. 129-143 с.

13. Эйдельмант А.Б. Буржуазные теории денег, кредита и финансов в период общего кризиса капитализма [Текст] / А.Б. Эйдельмант. – М., 1958. – 263 с.

Новак С.Н., Сергиенко А.В. Эволюция теорий валютного курса

В статье дается ретроспективный обзор эволюции теорий валютного курса, который показывает, что валютные теории развивались в результате изменения мировой валютной системы. На современном этапе наиболее перспективным направлением изучения валютного курса является анализ микроструктуры валютного рынка.

Ключові слова: Валютная система, валютный курс, теории валютного курса.

Novak S.M., Sergienko O.V. The evolution of exchange rate theories

The article contains a retrospective review of the evolution of exchange rate theories, which shows that development of exchange theory was a result of changes in world monetary system. Nowadays the most perspective direction of exchange rate's research is the analysis of the microstructure of foreign exchange market.

Keywords: monetary system, exchange rate, exchange rate theories.

Новак Сергій Миколайович – кандидат технічних наук, завідуючий кафедри економічної кібернетики, ДВНЗ «Українська академія банківської справи Національного банку України».

Сергієнко Олексій Володимирович – викладач-стажист кафедри економічної кібернетики, ДВНЗ «Українська академія банківської справи Національного банку України».