

DOI: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2024-70-9>

УДК 330, 336.74, 338.2

# ОСОБЛИВОСТІ ФОРМУВАННЯ ПОПИТУ ТА ПРОПОЗИЦІЇ НА ВАЛЮТНОМУ РИНКУ В УМОВАХ "М'ЯКОЇ" ВАЛЮТИ

## FEATURES OF THE FORMATION OF SUPPLY AND DEMAND ON THE FOREIGN EXCHANGE MARKET UNDER THE CONDITIONS OF A SOFT CURRENCY

Маршавін Дмитро Юрійович

аспірант,

Академія праці, соціальних відносин і туризму

ORCID: <https://orcid.org/0009-0009-9561-0445>

Marshavin Dmytro

Academy of Labour, Social Relations and Tourism

У статті досліджується теоретична модель взаємодії попиту та пропозиції на валютному ринку країн з "м'якою" національною валютою, включаючи Україну. Доведено, що у випадку цих країн крива пропозиції іноземної валюти має специфічну конфігурацію та складається з двох відрізків із протилежним вигином. Визначено, що попит та пропозиція валюти в економіці з "м'якою" валютою знаходяться в діалектичній єдності, отже засобами курсового таргетування можливо забезпечити стабільне зростання експортних галузей без надмірної інфляції або входження у "Голландську хворобу". З'ясовано, що використання запропонованої моделі рівноваги валютного ринку дозволить точніше прогнозувати ситуацію на ньому та більш ефективно здійснювати стратегічне планування заходів валютно-курсової політики – як у випадку валютної кризи, так і з метою забезпечення сталого зростання економіки.

**Ключові слова:** рівновага на валютному ринку, графік попиту та пропозиції валюти, крива пропозиції валюти, валютно-курсова політика, таргетування валютного курсу, валютна криза, "Голландська хвороба".

In accordance with the goal set by the author, the article develops a theoretical model of the interaction of supply and demand in the foreign exchange market of countries with a soft currency. This model can significantly improve the accuracy of exchange rate forecasting and the effectiveness of exchange rate policy, and therefore will be useful to participants in the FX market and monetary authorities. The article uses both general scientific and special research methods: dialectical, analysis and synthesis, abstract-logical, generalization, graphic-analytical. Western economics analyzes the currency market according to the standard Marshallian cross scheme, where the main factor influencing the dynamics of supply and demand is the ratio of interest rates. However, this model is only valid for a situation in which two hard currencies are traded. The article examines the FX market of a country with a soft national currency, where foreign currency performs a different set of functions than in the case of a developed country. It has been revealed that the main suppliers of foreign currency to the market of a country with a soft currency are exporters, and not international investors or traders focusing on interest rates. Exporters usually do not sell all foreign currency earnings, but only that part of it that is needed to meet production needs. Consequently, in the event of a sharp increase in the exchange rate of foreign currency, the volume of its sales will decrease in proportion to the increase in the rate. Therefore, according to the author's concept, the configuration of the currency supply curve has two segments with opposite bends. It has been established that an increase in export currency earnings to a developing country leads to an increase in domestic income. A significant part of this additional income is usually spent on the purchase of imported goods and services, which causes an increase in the demand for foreign currency. Consequently, the demand and supply of currency are in a dynamic relationship, so the exchange rate can remain at approximately the same level, despite the constant increase in foreign exchange earnings from exports. With a proportional increase in the monetary base through targeting the exchange rate, this will ensure sustainable economic growth and increased well-being of the population. The practical value of the article lies in the need formulated by the author to take into account, when planning an exchange rate policy strategy in a country with a soft currency, the non-standard nature of the demand curve, as well as the specific dynamic interaction of supply and demand.

**Keywords:** equilibrium on the foreign exchange market, currency supply and demand schedule, currency supply curve, exchange rate policy, exchange rate targeting, currency crisis, Dutch disease.

**Постановка проблеми.** Побудова теоретичної моделі функціонування валютного ринку є необхідною як для прогнозування курсів валют, так й для науково обґрунтованого планування заходів з валютно-курсової політики. Але розроблені в західній економічній літературі моделі попиту та пропозиції валютного ринку, що спираються на співвідношення відсоткових ставок або паритет купівельної спроможності, на нашу думку не підходять для аналізу ринків країн з "м'якими" валютами, включаючи Україну.

"Тверда" валюта (англ. *hard currency*) – валюта, купівельна спроможність і обмінний курс якої є відносно стабільним протягом тривалого часу. До "твердих" валют відносять резервні, вільно конвертовані та деякі інші. "М'яка" валюта (англ. *soft currency*) характеризується постійним або різкими знецінюванням, значним щодо "твердих" валют, та суттєвими обмеженнями у конвертації; проте на відміну від "сміттєвих" валют її девальвація не є катастрофічною. Точні критерії класифікації валют відсутні, тому межа між "твердими", "м'якими" та "сміттєвим" валютами є нечіткою.

Проблемою дослідження теорії та практики валютно-курсової політики є те, що у країн з найбільш розвинутою економічною наукою (США, Канада, Великобританія, країни ЄС) валюти є "твердими". Станом на 2024 рік серед нобелівських лауреатів з економіки частка науковців з країн, валюта яких на сьогодні є резервною, дорівнює 93%, а вільно конвертованою – 98%. У цих країнах імпортні товари складають незначну долю у споживанні, в якому домінує сфера послуг. Наприклад, у 2023 році співвідношення імпорту до ВВП для США становить 14,0%, для ЄС – 15,9% (без врахування торгівлі між країнами Союзу), для Японії – 19,1%. Для порівняння, у України цей показник в 2019 році дорівнював 49,3%. Отже, значення валютно-курсової політики для населення, науковців та економічної влади розвинутих країн є другорядним, а сама ця політика є побіжним елементом грошово-кредитної.

Водночас країни, що розвиваються, часто мають "м'які" валюти та слабо розвинену фінансову систему. Керування відсотковими ставками й інші тонкі монетарні методи тут використовуються обмежено, а соціально-економічна ситуація у цих країнах надміру залежить від зовнішньої торгівлі, та, відповідно, валютного курсу. Через це валютно-курсова політика в цих країнах є самостійним

потужним компонентом економічної політики, що займає провідне місце поряд з грошово-кредитною політикою або переважає її. Проте економічна теорія в країнах з "м'якою" національною валютою здебільшого базується на західних напрацюваннях, які для аналізу валютного ринку цих країн часто є малокоорисними. Отже, не спираючись на теоретичне підґрунтя, валютно-курсова політика в країнах з "м'якою" валютою формується не науковими засобами, а емпірично, наосліп, методом спроб і помилок; причому через регулярні політичні пертурбації ці помилки дуже часто залишаються невідрефлексованими і тому приреченими на повторення.

Все це обумовлює необхідність розроблення оригінальної теоретичної моделі ринкової рівноваги, що актуальна саме для валютних ринків країн з "м'якими" валютами. Вона здатна значно підвищити як точність прогнозування курсу, так і ефективність валютно-курсової політики, а тому стане у пригоді учасникам валютного ринку та монетарній владі.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Розроблений Альфредом Маршаллом (1842-1924) метод аналізу ринкової динаміки через взаємодію попиту та пропозиції розглядається сучасною економічною наукою як центральний інструмент теоретичного моделювання. Ситуацію на валютному ринку також можна аналізувати з цього погляду: економічною місією валютного курсу є врівноваження обсягу попиту та пропозиції іноземної валюти. Звідси валютно-курсова політика зводиться до керування попитом й пропозицією валюти, відповідно до загальних цілей економічної політики. Але, на нашу думку, як характер кривої пропозиції валюти, так й її взаємодія з кривою попиту, у випадку країн з "м'якими" національними валютами мають свою специфіку та принципово відрізняються від стандартної конфігурації "Хреста Маршалла". І це потрібно враховувати при плануванні стратегій валютно-курсової політики.

Сучасна західна економічна наука розглядає форму графіків попиту та пропозиції валютного ринку як наближену до класичної (низхідна крива для попиту та висхідна для пропозиції). При цьому обидві валюти в парі, що досліджується, є "твердими", а основним фактором, що впливає на зрушення кривих, визначаються відсоткові ставки. Такий графіки можна побачити, наприклад, в [1 с. 292] чи у [2]. Те ж саме стосується й напрацювань вітчизняних вчених, наприклад [5, с 83, 428] або [6, с.294]. Серія

підручників "Міжнародна економіка" нобелівського лауреата з економіки П. Кругмана та співавторів взагалі не використовує у графіку рівноваги на валютному ринку криву попиту на валюту, замінюючи її кривою попиту на активи [2, с. 436]. Але у країн з "м'якою" національною валютою фінансові ринки в економіці грають меншу роль, а валютний – більшу. В результаті, динаміка відсоткових ставок є протилежною до країн з "твердою" валютою (наприклад, у кризові періоди вони збільшуються). При цьому, як і в Україні, облікова ставка центрального банку може не грати помітної ролі в економічній політиці та бути проявом своєрідного "карго-культу".

В контексті "м'яких" валют проблема абстрактного моделювання динаміки досягнення валютним ринком рівноваги майже не досліджувалась. В економічній публіцистиці країн, що розвиваються, включаючи Україну, постійно присутній ситуативний аналіз валютного ринку, зосереджений на емпіричних даних та використанні історичних аналогій. Але без адекватної теоретичної бази цей підхід, на нашу думку, не може забезпечити коректність курсового прогнозування і планування заходів з валютно-курсовою політики.

**Ціллю статті** є розроблення оригінальної конфігурації динамічної моделі взаємовідношення попиту та пропозиції на валютному ринку країн з "м'якими" валютами та обґрунтування її практичної корисності для прогнозування курсоутворення й підвищення ефективності заходів валютно-курсової політики.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** Для країн з "м'якою" валютою ми виділяємо основні джерела пропозиції іноземної валюти:

1. Продаж валюти експортерами та надходження від трудових мігрантів.

2. Фінансові надходження з-за кордону – приватні та державні валютні позики, вкладення іноземних компаній в національні філії та дочірні підприємства, транскордонні переміщення валюти.

3. Продаж валюти з внутрішніх джерел (з накопичень домогосподарств, фондів підприємств та фінансових установ).

Джерела попиту на іноземну валюту:

1. Купівля валюти підприємцями з метою імпорту товарів та послуг.

2. Фінансові платежі за кордон – вивіз капіталу, платежі по приватним та державним позикам, виплата доходів від участі в капіталі дочірніх підприємств, транскордонні переміщення валюти фізичними особами.

3. Купівля валюти як засобу збереження чи інвестування домогосподарствами, підприємствами й фінансовими установами.

У випадку країн з "м'якими" національними валютами ці джерела мають особливості, які й визначають специфічний характер кривих попиту і пропозиції та їх взаємодії. Так, частина виручки від експорту не потрапляє на національний валютний ринок (про що свідчить наявність в багатьох з цих країн спеціальних норм обов'язкового продажу валютної виручки). Значну частку валютних надходжень становлять перекази трудових мігрантів своїм рідинам. Зовнішній валютний/відсотковий арбітраж розвинений слабо, тому на пропозицію валюти майже не впливають відсоткові ставки. До того ж підвищення відсоткових ставок означає не тільки збільшення доходності активів в національній валюті, але й інфляційних очікувань та, відповідно, курсових ризиків. Отже, міжнародні інвестиції чи керрі-трейд не є суттєвим фактором попиту та пропозиції валюти, на відміну від країн з вільно конвертованими валютами. Але всередині країни іноземна валюта широко використовується домогосподарствами, підприємствами, та фінансовими установами як засіб накопичення та захищений актив, що в певні періоди може стати суттєвим фактором впливу на валютний ринок. При цьому, як можна побачити на прикладі України, в загальному масштабі експорт є основним джерелом надходження валюти в країну, а основним джерелом її відтоку (та, відповідно, попиту на валюту) є імпортні операції (рис. 1).

Валютний ринок більшості країн з "м'якими" валютами відноситься до ринків з досконалою конкуренцією. Він має безліч продавців та покупців, повністю стандартизований товар та відсутність репресивних обмежень на купівлю, продаж чи володіння іноземною валютою. Навіть в разі прямого державного втручання у ринковий механізм (що може відбуватися у періоди валютних криз), частина ринку миттєво уходить в тінь, при цьому виникає розгалужений досконало-конкурентний "чорний ринок". Але у випадку країн з "м'якими" національними валютами складність аналізу валютного ринку класичними інструментами "Хреста Маршалла" в тому, що іноземна валюта, крім забезпечення зовнішньоторговельного обміну, виконує функції засобу накопичення, засобу фінансових платежів та, частково, внутрішнього обміну. При цьому співвідношення цих функцій

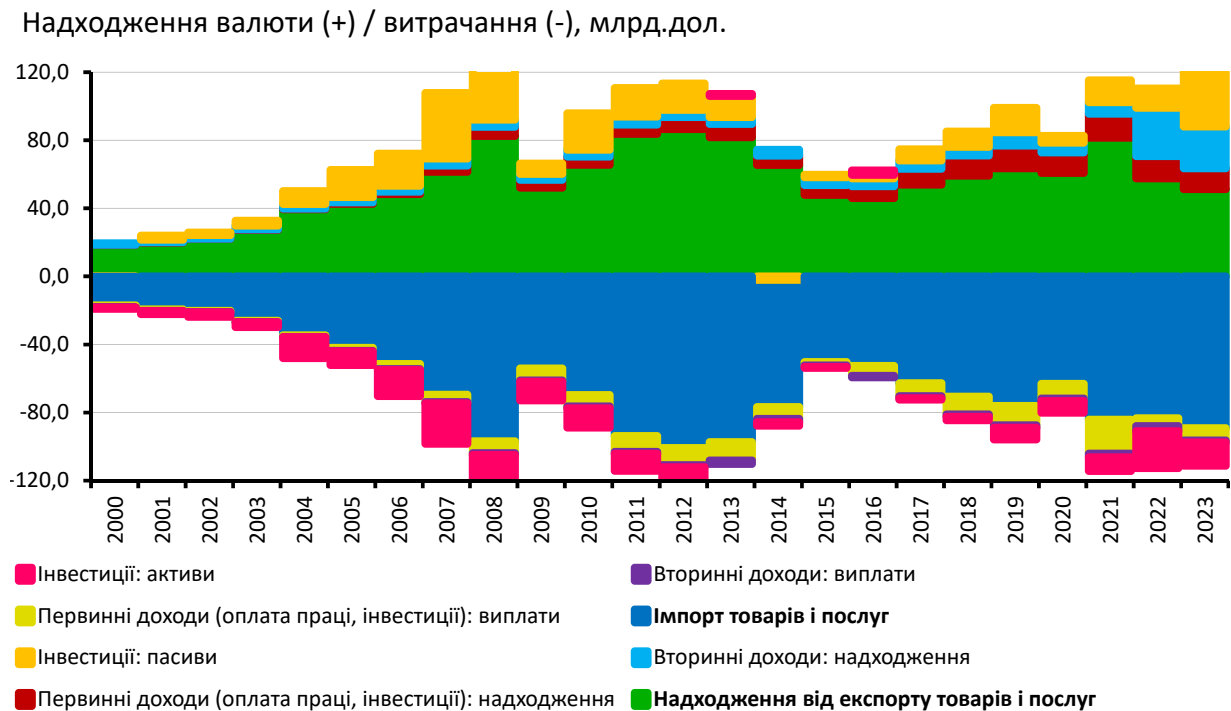


Рис. 1. Динаміка платіжного балансу України у 2000–2023 роках

Джерело: складено автором за даними [3]

помітно відрізняється у різні фази ділового циклу.

Для країн з "м'якими" валютами основним фактором попиту на валюту є імпорتنі операції. Для їх домогосподарств характерна фрустрація у споживанні імпортних товарів в порівнянні із стандартами розвинених країн. Тому попит на імпортні товари є еластичним, тобто зменшується зі збільшенням їх ціни, й навпаки. Це пояснюється ефектом доходу (за інших рівних умов, чим вище ціна імпорту – тем менше продуктів споживачі можуть купити) та ефектом заміщення (при здорожчанні імпортних товарів і послуг споживачі частково відмовляються від них на користь вітчизняних). Отже, конфігурацію кривої попиту на валюту для країн з "м'якими" валютами можна прийняти як класичну криву Маршалла – низхідна помірно вигнута крива, що демонструє зворотну залежність показників (рис 2).

Оскільки в країнах з "м'якою" національною валютою іноземна валюта виконує функцію активу-сховища, у кризові періоди там відбувається вибухове зростання попиту на валюту з боку як населення, так й бізнесу, які намагаються захистити реальну цінність своїх грошових капіталів та фондів. Це призводить до зміщення кривої попиту вправо, але вона в цілому зберігає свою форму ( $D_2$  на рис. 3). Збереження характеру кривої відбувається

тому, що попит на імпортні продукти навіть у часи економічної кризи залишається суттєвим та продовжує знаходитися в зворотній залежності від їхньої ціни. Попит на іноземну валюту як засіб збереження вартості теж падає із зростанням її курсу, оскільки з кожним підвищенням ціни збільшуються ризики наступної корекції.

Конфігурація кривої пропозиції валюти у випадку країн з "м'якою" валютою, на нашу думку, відрізняється від тієї, що характерна для країн з резервними валютами через те, що головним фактором формування пропозиції є експортери (рис. 4). Нижня частина графіку пропозиції валюти буде мати той же характер, що й у випадку "твердих" валют (далі – "твердий" відрізок), оскільки при падінні ціни валюти частина підприємств, що працюють на експорт, стають збитковими та зменшують обсяги виробництва. І навпаки – збільшення курсу іноземної валюти підвищує рентабельність експортних підприємств, спонукаючи їх до розширення виробництва, а потенційні трудові мігранти отримують додатковий стимул для виїзду за кордон через зростання різниці іноземних та внутрішніх заробітних плат.

Але, на нашу думку, після певної точки, верхня частина графіку пропозиції валюти змінить свій характер. Зазвичай, у країнах з "м'якими" валютами експортери продають не

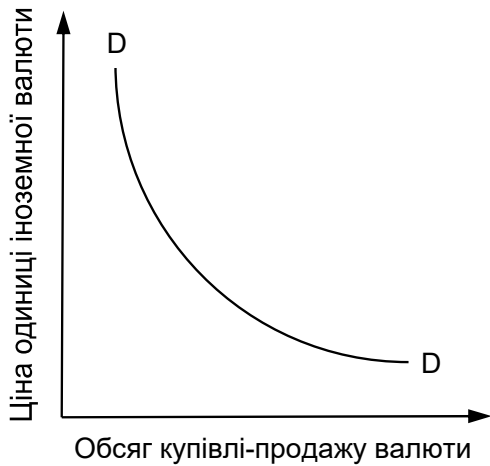


Рис. 2. Крива попиту на валюту

Джерело: розроблено автором

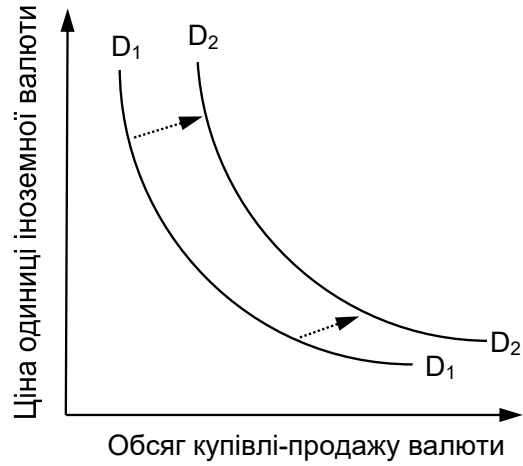


Рис. 3. Зміна в попиті на валюту

всю валютну виручку, а лише ту її частину, яка потрібна для задоволення виробничих потреб й розширення виробництва. Більшість виробничих витрат (заробітна плата, платежі підрядникам, податки тощо), як правило, безпосередньо не прив'язані до курсу іноземної валюти та не підвищуються синхронно із ним. Отже, в разі суттєвого зростання курсу експортерам буде потрібно продати істотно менше іноземної валюти, щоб відшкодувати виробничі витрати. Також в цій ситуації експортерам немає сенсу одразу продавати "зайву" валютну виручку, а доцільно дочекатися остаточного підвищення курсу. Те ж саме стосується й домогосподарств, які для задоволення життєвих потреб регулярно продають валюту з накопичень або з надходжень від родичів, працюючих за кордоном: в разі зростання курсу вони зменшать обсяги продажу. Отже, після деякого порогу пропозиція іноземної валюти стає нееластичною, чи навіть зворотно-еластичною ("м'який" відрізок на рис. 4).

Таку нестандартну форму кривої пропозиції валюти можна проілюструвати умовним прикладом. Уявимо українське підприємство, яке працює на експорт та отримує за місяць 1 млн. дол. експортної виручки при виробничих витратах у 30 млн. грн. Припустимо, що виробничі витрати не залежать від валютного курсу, а власник бізнесу обмінює на гривню лише ту суму валюти, яка потрібна для відшкодування цих витрат (30 млн. грн.) та тримає весь прибуток в іноземній валюті (табл. 1).

Відповідно до усталеного визначення, пропозиція – це шкала, яка показує різні кількості продукту, які виробник/продавець запропонує до продажу на ринку по кожній конкретній ціні протягом певного періоду часу. В нашому умовному прикладі при курсі нижче 30 грн. за долар підприємство, скоріш за все, призупинить виробництва, фінансовий результат яких суттєво нижче рівня рентабельності. Воно, відповідно, отримає валютну виручку значно меншу за 1 млн. дол. й буде вимушено

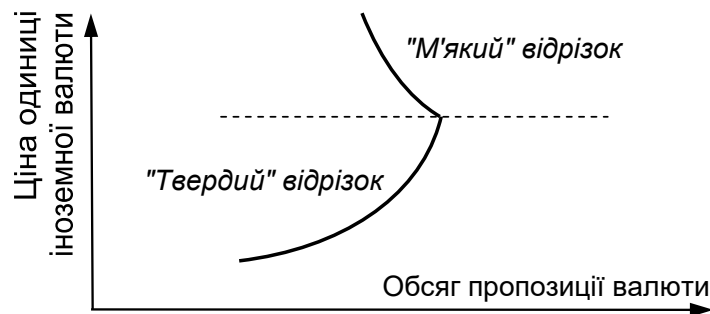


Рис. 4. Крива пропозиції іноземної валюти на валютному ринку країни з "м'якою" валютою

Джерело: розроблено автором



Таблиця 1

**Залежність фінансових результатів підприємства-експортера від валютного курсу (дані умовні)**

Курс, грн. за дол.	Валютна виручка	Виробничі витрати	Продаж валюти $= (3) \div (1)$ але не $> (2)$	Прибуток/збиток $= (1) \times (2) - (3)$
10	\$1 млн.	30 млн. грн.	\$1 млн.	-20 млн. грн.
20	\$1 млн.	30 млн. грн.	\$1 млн.	-10 млн. грн.
30	\$1 млн.	30 млн. грн.	\$1 млн.	0
40	\$1 млн.	30 млн. грн.	\$0,75 млн.	10 млн. грн.
50	\$1 млн.	30 млн. грн.	\$0,6 млн.	20 млн. грн.
60	\$1 млн.	30 млн. грн.	\$0,5 млн.	30 млн. грн.

*Джерело: розроблено автором*

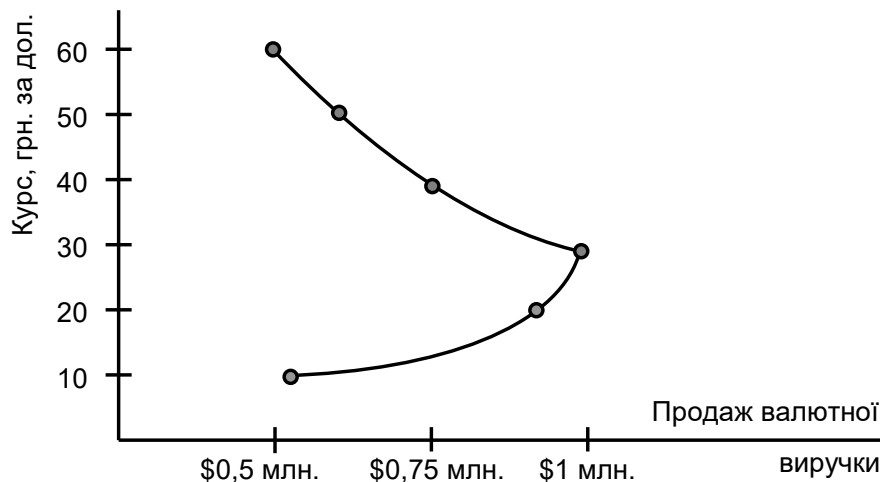
всю її продати. Тому, до цього рівня крива пропозиції валюти буде стандартною висхідною (рис. 5). Що стосується відрізка вище 30 грн./дол., то він буде мати характер рівнобічної гіперболи  $x=30.000.000/y$ . Отже, конфігурація графіку рішень щодо продажу валютної виручки цим умовним підприємством повністю справджує наші теоретичні припущення. При цьому нижній відрізок відповідає ситуації неповної завантаженості підприємства, а всі точки верхнього – повній.

В реальній ситуації верхній "м'який" відрізок буде більш вертикальним (як на рис. 4), ніж в нашому уявному прикладі, оскільки певну частину виробничих потреб експортерів становлять імпортні товари (енергоносії, сировина, обладнання, комплектуючі). Їх ціна швидко підвищиться разом з курсом іноземної валюти і це зумовить зростання виробничих витрат, що потребуватиме збільшення обсягів продажу валютної виручки. Те ж саме

стосується й пропозиції іноземної валюти домогосподарствами: вони не зможуть скоротити її продаж пропорційно зростанню курсу, оскільки мають у споживанні певну долю імпортних товарів та послуг.

Конфігурація запропонованої нами кривої пропозиції для валютного ринку країни з "м'якою" валютою в цілому схожа за формою на криву пропозиції валюти в абстрактній моделі рівноваги валютного ринку закритої системи з двох економік [5, с. 430]. Така конфігурація обумовлена раціональною функцією, виведеної геометричним методом з лінійної функції пропозиції. Проте це є збігом, оскільки методи виведення, математичні моделі та вихідні припущення, що лежать в їх основі, є повністю відмінними.

Аналіз динаміки валютного ринку країн з "м'якими" валютами з погляду попиту та пропозиції показує наявність ще однієї специфічної риси, яку потрібно враховувати



**Рис. 5. Залежність обсягу продажу валютної виручки підприємством-експортером від валютного курсу (дані умовні)**

*Джерело: розроблено автором*

при здійсненні валютно-курсової політики. Як показано на рис. 6-а, в стандартній моделі за інших рівних умов збільшення у пропозиції товару (з  $S_1$  до  $S_2$ ) має спричинити зниження його ціни (з  $P_1$  до  $P_2$ ). Проте у випадку валютних ринків країн, що розвиваються, це правило не працює. Це можна добре побачити на прикладі КНР. За 2000–2022 рік китайський експорт (та, відповідно, надходження валюти в країну) збільшився у 10 разів. Проте це не призвело до радикального здорожчання китайського юаня, який за цей період майже не зміцнівся. Причина в тому, що поряд з експортом симетрично (в 11 разів) підвищувався й імпорт, який поглинав зростаючі обсяги валютної виручки.

На нашу думку, на валютних ринках країн з "м'якою" валютою, на відміну від більшості інших ринків, попит та пропозиція валюти знаходяться не в опозиції, а в динамічній єдності. В країнах з недостатньо розвинутою економікою головна причина продажу валюти експортерами – це оплата виробничих витрат (зарплатня, устаткування, комплектуючі, податки тощо) та інвестиції у розширення виробництва. Як наслідок, переважна частина отриманих від продажу експортної валюти національних грошових одиниць переходить до споживачів. Далі, враховуючи високий рівень споживання імпорту у цих країнах, ця національна валюта знову повертається на валютний ринок – через задоволення попиту на імпорتنі продукти та задля формування накопичень. У такій ситуації майже всі додаткові надходження експортної валюти, стаючи чиймись додатковими доходами, підвищують попит на валюту. При цьому потрібно врахувати, що у небагатій економіці вітчизняні

товари та послуги формують первинне споживання (їжа, базові послуги), а от "надлишкові" доходи витрачаються на "продукти не першої необхідності", які зазвичай є імпортними (електроніка та інші іноземні споживчі товари, автомобілі, закордонні подорожі тощо).

Таким чином, в разі збільшення пропозиції експортної валюти за інших рівних умов на графіку відбувається зсув вправо як кривої попиту на валюту (з  $D_1$  на  $D_2$ ), так й кривої пропозиції (з  $S_1$  на  $S_2$ ). Наслідком, зростання обсягу валютного ринку майже не спричиняє зміни валютного курсу  $P_{1,2}$  (рис. 6-б).

Якщо у фактори пропозиції валюти додати надходження від іноземних інвестицій (які у випадку більшості країн з "м'якими" валютами є дуже помірні в порівнянні з експортними надходженнями), діалектичний зв'язок графіків попиту та пропозиції принципово не зміниться, оскільки збільшення інвестицій буде урівноважено підвищенням (за їх рахунок) закупівель імпортного обладнання, витрат домогосподарств на імпорتنі продукти та вивозу капіталу за кордон.

Для розуміння стратегій валютно-курсової політики автор розробив модель сукупної пропозиції валюти. Оскільки головним фактором пропозиції іноземної валюти в країні з "м'якою" валютою є експорт, модель фактично відображає обсяг сукупного експорту, що буде запропонований виробниками. Тобто крива покаже не всі потенційні рішення в окремий момент, а найбільш раціональні рішення протягом тривалого часу.

Розмір економіки більшості країн з "м'якими" валютами є суттєво меншим за розмір світового ринку. Тому, за наявності сприятливих інституційних умов ці кра-

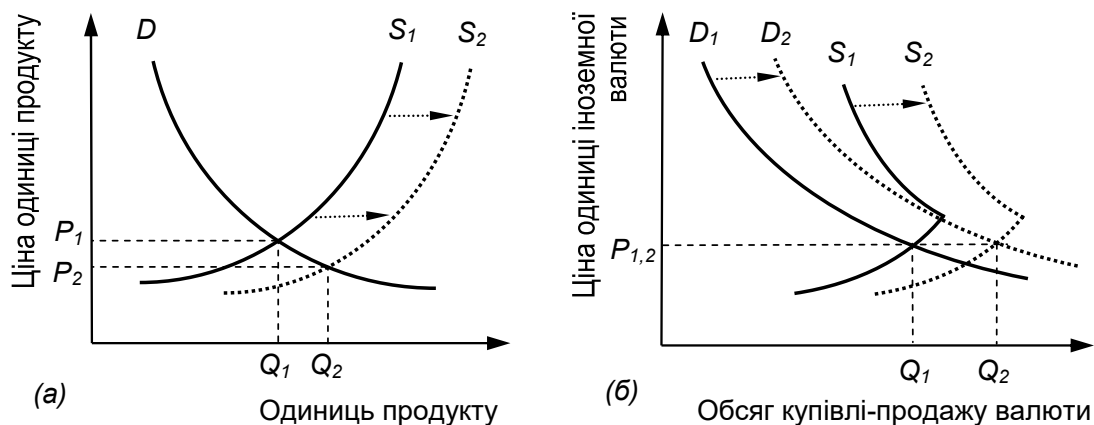


Рис. 6. Динаміка ринкової рівноваги в залежності від зміни в пропозиції: звичайний ринок (а) та валютний ринок (б)

Джерело: розроблено автором

їни мають можливість майже безмежно посилювати свої експортні потужності за рахунок залучення незадіяних виробничих ресурсів та підвищення продуктивності праці до сучасних стандартів. А після ситуативного досягнення повної зайнятості всіх ресурсів – продовжувати нарощувати експорт через розвиток структури економіки у бік більш доходних галузей. На графіку невпинне зростання експорту постійно зміщатиме криву пропозиції валюти "в моменті" вправо, але через діалектичний зв'язок експорту та імпорту майже симетрично буде зсуватися й попит на валюту, як показано на рис. 7. Унаслідок, точки перетину графіків будуть залишатися приблизно на одному рівні. Отже, лінія сукупної пропозиції валюти AS матиме характер горизонтальної прямої, тобто курс зафіксується на певному рівні. При цьому верхня частина графіку пропозиції AS із "м'яким" відрізком буде залишатися як потенційно можлива. Але в разі її ситуативного досягнення підприємства, що виробляють продукцію на експорт, з високою вірогідністю спрямують курсові надприбутки на розширення виробництва. Це призведе до збільшення експорту, й на графіку відбудеться подальше зміщення кривої пропозиції валюти вправо (рис. 7).

Отже, після встановлення "комфортного" для експортерів валютного курсу, експорт починає невпинно збільшуватися навіть без збільшення ціни валюти. Подальшому зростанню курсу іноземної валюти будуть перешкоджати дедалі більші валютні надходження, а падінню – зупинення низькорентабельних виробництв. Тому, у періоди економічного зростання, за умови збільшення грошової бази помірними темпами, пропозиція валюти експортерами буде близька до абсолютно еластичної. Але обов'язковою умовою встановлення такої довготривалої рівноваги є пропорційне економічному зростанню збільшення грошової бази, оскільки саме вона є граничним обмеженням попиту на валюту. І навпаки: стабілізація грошової бази при зростанні експорту призведе до зміцнення національної валюти, зупинення частини експортних виробництв та припинення росту економіки.

Таким чином, після виходу економіки на траєкторію сталого розвитку, валютно-курсова політика має зосередитись на підтриманні валютного курсу на певному рівні, не допускаючи суттєвого зміцнення національної валюти. Цього можна досягти шляхом викупу "зайвої" валюти у міжнародні резерви країни за рахунок грошової емісії. Ця емісія поглинеться потребами економіки, що зростає разом з експортними виробництвами, та не спричинить істотного збільшення інфляції. Тобто таргетування валютного курсу має стати важливим інструментом економічної політики, тим більше, що цей засіб є чи не найдоступнішим для монетарної влади країни з "м'якою" валютою. Природно, розвиток експортних галузей країни буде супроводжуватись зростанням зарплат та доходів у національній валюті, що на фоні стабільності курсу означатиме підвищення добробуту населення.

Запропонований нами характер кривої сукупної пропозиції валюти підтверджується емпіричними даними на прикладі України. На рис. 8 видно, що у 2000–2008 та у 2016–2021 роках відбувалося кратне зростання експорту українських товарів та послуг на фоні відносно стабільного курсу гривні.

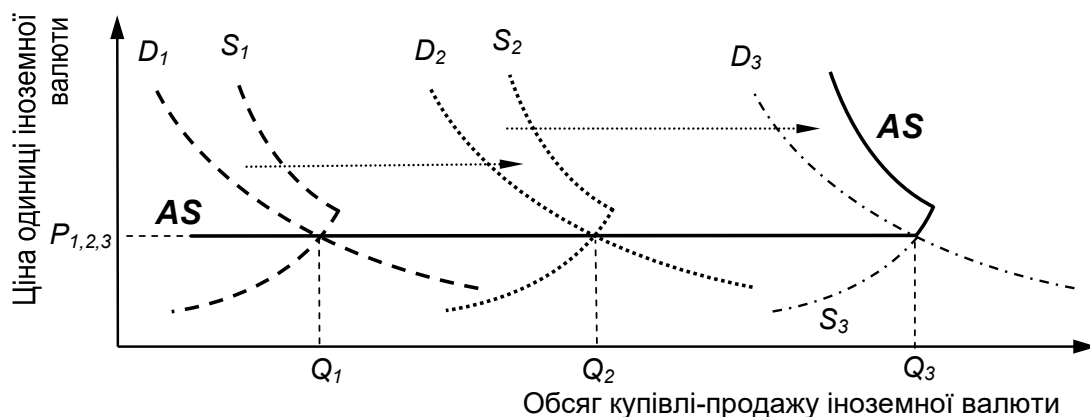
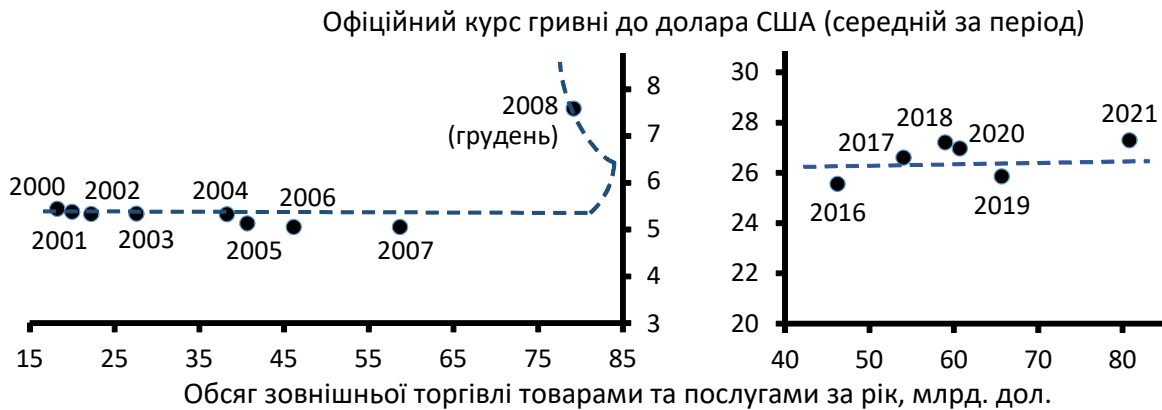


Рис. 7. Формування кривої сукупної пропозиції валюти

Джерело: розроблено автором





**Рис. 8. Курс гривні та експорт у періоди економічного зростання (2000–2008 та 2016–2021 рр.)**

*Джерело: складено автором за даними Державної служби статистики України та Національного банку України*

На рис. 8 видно, що навіть шокове скорочення українського експорту у 2020 році, пов'язане з епідемією COVID-19, не призвело до помітного послаблення курсу гривні, що підтверджує тезу про абсолютну еластичність пропозиції валюти поза ситуаціями валютної паніки (у 2020 році монетарній владі вдалося її не допустити, а антикризова гривнева емісія була частково "знерухомлена" на депозитах банків в НБУ). І навпаки: у 2008 році, незважаючи на рекордний обсяг експорту, через неконтрольовану валютну паніку крива попиту на валюту вийшла на "м'який", зворотно еластичний відрізок кривої пропозиції, в результаті гривня знецінилась на 60%.

Розроблена автором конфігурація кривої пропозиції добре пояснює так звані "стрибки" курсу "м'яких" валют – різкі знецінення, що відбуваються після періодів багаторічної стабільності. Стандартна помірно висхідна конфігурація кривої пропозиції не може пояснити кардинальні, на десятки відсотків, падіння вартості "м'яких" валют за короткі проміжки часу. Навіть якщо валютна паніка має під собою реальне підґрунтя на кшталт світової економічної кризи, експортні надходження мають інерцію 3-6 міс, оскільки поставки по укладеним контрактам здійснюються через певний час, а розрахунки по ним – ще пізніше. Але на прикладі України та багатьох інших країн можна побачити, що у 2008 році курсові падіння відбулися у вересні-жовтні – майже відразу після надходження тривожних новин зі світових фінансових ринків. Такі ривки курсу добре пояснює наявність "м'якого" відрізка кривої пропозиції, більш вертикального та зворотно еластичного.

З початком валютної паніки до звичайного попиту імпортерів додається панічний попит з боку домогосподарств, підприємств й фінансових установ на іноземну валюту як засіб збереження вартості грошових активів. В результаті цього відбувається зсув кривої попиту вправо з  $D_1$  на  $D_2$  (рис. 9).

Цей зсув не є критичним за масштабом, але він порушує діалектичну єдність попиту та пропозиції валюти як засобу зовнішньоторговельних операцій. Наслідком, крива попиту зміщається вправо та починає перетинати криву пропозиції  $S$  на "м'якому" відрізку. Навіть якщо змін у пропозиції валюти не відбулося (тобто валютна паніка не має економічного підґрунтя), нова точка рівноваги поєднає більший курс  $P_2$  з меншим обсягом торгів  $Q_2$ , чого не могло статися при стандартній конфігурації "Хреста Маршалла".

Запропонована нами модель графіку пропозиції показує стратегії подолання монетарною владою валютної паніки. Це можуть бути валютні інтервенції, що компенсують надмірний попит на валюту ( $Q_3 - Q_1$ ) без зміни курсу  $P_1 - ERPM-1$  (від *exchange rate policy measures*) на рис. 9. Це можуть бути заходи з "розпрямлення" "м'якого" відрізка кривої пропозиції валюти з  $S$  до  $S'$ , що спонукатимуть експортерів продавати більше валюти ( $ERPM-2$  на рис. 9). Такими заходами можуть бути підвищення нормативу обов'язкового продажу валютної виручки, зменшення нормативного строку такого продажу, зменшення строків уплати податків експортерами, призупинення компенсації ПДВ тощо. Тоді, на фоні помірного зростання курсу до  $P_4$  пропозиція валюти може збільшитись або навіть повер-

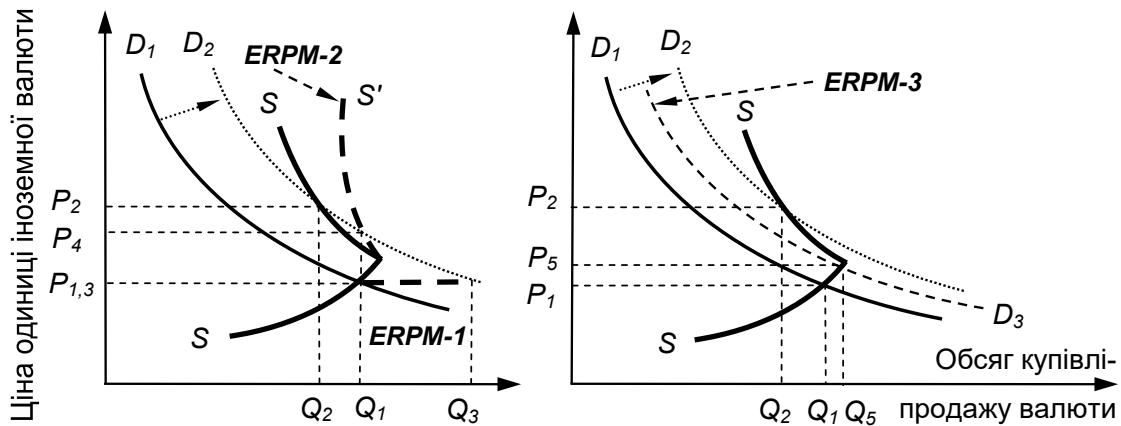


Рис. 9. Графічне моделювання валютної паніки та стратегій її подолання

Джерело: розроблено автором

нутися до передпанічного рівня  $Q_1$ , поступово заспокоюючи ринок. Монетарна влада також може безпосередньо вплинути на панічний попит – наприклад, обмеживши вилучення банківських депозитів або провівши "вербальні інтервенції" щодо своїх намірів втримати курс ( $ERPМ-3$  на рис. 9). В результаті, крива попиту зсунеться лише до  $D_3$ , може навіть не доходячи до точки перелому кривої пропозиції. Через це підвищені обсяги продажу валюти ( $Q_5$ ) задовольняють залишковий панічний попит, після чого точка рівноваги повернеться до передпанічного рівня. Звісно, монетарна влада може вдаватися до застосування комбінації цих заходів.

В разі, якщо валютна паніка має під собою об'єктивне підґрунтя (значне зменшення експортних надходжень, необґрунтоване зростання грошової бази, військові шоки тощо), монетарній владі потрібно змиритись із падінням курсу національної валюти, проте воно має бути контрольованим, щоб панічний фактор відділити від об'єктивного. Тоді відбудеться зміна масштабу вертикальної осі гра-

фіку, проте його конфігурація залишиться тою ж самою, як й обумовлені нею антикризові стратегії валютно-курсової політики.

Діалектична модель взаємодії попиту та пропозиції на валютному ринку також добре показує механізм виникнення так званої "Голландської хвороби" – скорочення внутрішнього виробництва через зміцнення курсу національної валюти [4]. При "Голландській хворобі" відбувається надходження на ринок країни значної кількості валюти з невикористаних джерел (фінансових або від сировинної ренти), через що крива пропозиції валюти зміщується право та стає нееластичною ( $S_2$ ), й обсяг продажу валюти зростає до  $Q_2$  (рис. 10). Проте оскільки ця валюта є "незаробленою", вона не перетвориться у прямі доходи та не спричинить зсув кривої попиту  $D$  вправо. Через це національна валюта зміцниться до  $P_2$ . Але конфігурація кривої пропозиції валюти нерентними експортерами  $S_1$  залишиться попередньою, й рівнем рівноваги на ній при новому курсі стає  $Q_3$ . Тобто виключно по курсовим причинам відбудеться скорочення екс-

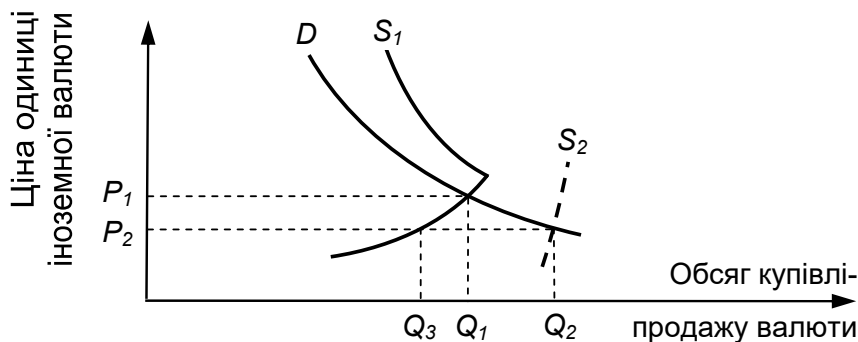


Рис. 10. Механізм виникнення "Голландської хвороби"

Джерело: розроблено автором

портних виробництв на суму  $P_1 \times Q_1 - P_2 \times Q_3$ , а споживання імпорту зростає на  $Q_2 - Q_1$ , заміщуючи внутрішнє виробництво.

**Висновки.** Теоретичні моделі аналізу валютного ринку країн з "м'якими" національними валютами мають специфіку, яка обумовлена іншим набором функцій, що їх виконує іноземна валюта в порівнянні із ситуацією у розвинених країнах.

В умовах "м'якої" валюти, експортери (основні постачальники валюти на ринок) зазвичай продають не всю валютну виручку, а лише ту її частину, що потрібна для задоволення виробничих потреб. Отже, в разі різкого зростання курсу іноземної валюти обсяги її продажу будуть зменшуватися пропорційно збільшенню курсу. Тому на графіку конфігурація кривої пропозиції валюти має два відрізка із протилежним вигином.

Збільшення надходжень експортної валюти у країну, що розвивається, призводить до зростання внутрішніх доходів. Значна частина цих додаткових доходів буде витрачатися на купівлю імпортованих товарів та послуг, що обумовить зростання попиту на валюту. Отже, попит та пропозиція валюти знаходиться у діалектичній єдності, через що курс

може триматися на приблизно одному рівні, незважаючи на постійне зростання валютних надходжень від експорту. За умови пропорційного збільшення грошової бази шляхом таргетування валютного курсу це забезпечить стале зростання економіки та підвищення добробуту населення.

Властиві для країн з "м'якими" валютами нетиповий характер кривої попиту та її специфічна взаємодія з кривою пропозиції мають бути враховані при стратегічному плануванні валютно-курсової політики, оскільки стандартні для розвинених економік антикризові заходи можуть не дати очікуваного результату. Водночас, поза кризовим періодом монетарна влада може утримувати курс іноземної валюти стабільним шляхом контролю за обсягом грошової бази та недопущення паніки на валютному ринку.

Напрямом подальшого дослідження має стати математичний апарат, який на основі теоретичних концепцій досягнення рівноваги на валютному ринку дасть змогу у кожній конкретній ситуації робити відносно точні прогнози та приймати обґрунтовані рішення щодо стратегії та заходів валютно-курсової політики.

#### СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ:

1. Caves R., Frankel J., Jones R. World Trade and Payments: an Introduction – 10th ed. Pearson Education, 2007. 693 p.
2. Krugman P., Obstfeld M., Melitz M. International Economics: Theory and Policy. Addison-Wesley, 2012. 727 p.
3. Динаміка платіжного балансу України. Національний банк України. URL: [https://bank.gov.ua/files/ES/BOP\\_u.xlsx](https://bank.gov.ua/files/ES/BOP_u.xlsx) (дата звернення: 01.12.2024).
4. Маршавін Д.Ю. Вплив "Голландської хвороби" на конкурентоспроможність економіки: українська практика. *Економіка та суспільство*. 2024. №65. DOI: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2024-65-67>.
5. Савельєв В.П. Міжнародна економіка. Київ : Знання, 2008. 622 с.
6. Сучасна міжнародна економіка / В.В. Білоцерковець та ін. ; за ред. В.М. Тарасевича. Дніпро : ПБП "Економіка", 2019. 386 с.

#### REFERENCES:

1. Caves R., Frankel J., Jones R. (2007) World Trade and Payments: an Introduction – 10th ed. Pearson Education, 693 p.
2. Krugman P., Obstfeld M., Melitz M. (2012) International Economics: Theory and Policy – 9th ed. Addison-Wesley, 727 p.
3. Dynamika platizhnoho balansu Ukrainy [Dynamics of the Balance of Payments of Ukraine]. Available at: [https://bank.gov.ua/files/ES/BOP\\_u.xlsx](https://bank.gov.ua/files/ES/BOP_u.xlsx) (accessed December 1, 2024).
4. Marshavin D. Vplyv "Hollandskoi khvoroby" na konkurentospromozhnist ekonomiky: ukrainska praktyka [The Impact of The Dutch Disease on the Competitiveness of the Economy: Ukrainian Practice]. *Ekonomika ta suspiilstvo – Economy and Society*, vol. 65 (2024). DOI: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2024-65-67>.
5. Saveliev V.P. (2008) *Mizhnarodna ekonomika* [International Economy]. Kyiv: Znannia, 622 p. (in Ukrainian).
6. Bilotserkovets V.V. et al. (2019) *Suchasna mizhnarodna ekonomika* [Modern International Economy]. V.M. Tarasevych (Ed.). Dnipro: Ekonomika, 386 p. (in Ukrainian).