

**УДК 339.743**

## **РІВНОВАЖНИЙ РЕАЛЬНИЙ ЕФЕКТИВНИЙ ОБМІННИЙ КУРС ЯК ОРІЄНТИР ВАЛЮТНОЇ ПОЛІТИКИ НБУ**

*Т.Г. Савченко, канд. екон. наук, доцент,  
ДВНЗ «Українська академія банківської справи НБУ», м. Суми*

Анотація

У статті обґрунтовано методичні підходи до розрахунку показника рівноважного реального ефективного обмінного курсу. Використання Національним банком даного показника сприятиме підвищенню ефективності валютної політики та забезпечить досягнення рівноваги платіжного балансу.

Ключові слова: валютний курс, валютна політика, рівновага платіжного балансу.

Summary

Methodical approach to calculation of the equilibrium real effective exchange rate is studied in the article. Using by National Bank of this indicator will help to increase effectiveness of the monetary policy and will help to ensure achievement of the balance of payments equilibrium.

Keywords: exchange rate, monetary policy, balance of payments equilibrium.

**Вступ.** Як зазначалось у нашій попередній роботі [1], вплив інструментів валютної політики Національного банку України (далі НБУ) на рівновагу платіжного балансу здійснюється переважно через валютний курс. Тобто за допомогою своїх інструментів Національний банк України прямо чи опосередковано впливає на динаміку валютного курсу, яка, у свою чергу, визначає економічну поведінку суб'єктів зовнішньоекономічної діяльності. Останні впливають на збалансованість та стабільність показників платіжного балансу. Таким чином, оцінка НБУ економічної обґрунтованості поточної динаміки валютного курсу визначатиме порядок застосування регулятором своїх інструментів для її коригування. Враховуючи зазначене вище, актуалізується завдання розробки методичних підходів до визначення орієнтирів формування валютного курсу.

**Аналіз останніх досліджень.** Оцінці адекватності валютного курсу гривні, для забезпечення рівноваги платіжного балансу та макроекономічної рівноваги, присвячена робота Юрія Курзи та Федора Рогача [2]. Автори акцентують на неадекватності існуючих методичних підходів до визначення обґрунтованого рівня валютного курсу для слаборозвинених та перехідних економік. Вони пропонують власний підхід до розрахунку реального валютного курсу для м'яких (нестабільних) валют на основі співвідношення пропозиції гривні для імпорту, за мінусом фінансового сальдо платіжного балансу без девізів, до обсягу експорту (у доларах США).

Розробці показників, які б дозволяли адекватно оцінювати поточний рівень валютного курсу, присвячена стаття професора А.А. Задоя [3]. Він пропонує розраховувати валютний індекс, як співвідношення ринкового валютного курсу та паритету купівельної спроможності. Особливості застосування різних режимів валютного курсу у країнах з ринком що формується також досліджуються у роботі закордонних науковців [4].

**Постановка задачі.** Основна мета даної роботи полягає в обґрунтуванні методики розрахунку показника рівноважного реального ефективного обмінного курсу (РІВРЕОК) як одного з орієнтирів для реалізації валютно-курсової політики НБУ.

### **Основний матеріал та результати.**

Нами запропоновано методичний підхід до визначення орієнтиру валютного курсу, що сприятиме урівноваженню показників платіжного балансу та сприятиме формуванню макроекономічної рівноваги. Зазначений підхід ґрунтується на коригуванні показника реального ефективного обмінного курсу (далі РЕОК). Даний показник розраховується і публікується МВФ, а також національними державними органами. В Україні РЕОК розраховується Національним банком та Міністерством економіки. На офіційному сайті НБУ опубліковано «Основні методичні положення розрахунку індексу реального ефективного обмінного курсу (РЕОК) гривні» [5]. У даному документі

наводиться методика розрахунку даного показника, ключовою у якій є формула 1:

$$REER = \prod_{i=1}^n (I_{ER_i} / d_{\pi_i})^{W_i} * 100\% \quad (1)$$

де, REER - реальний ефективний обмінний курс;

$I_{ER_i}$  - індекс номінального курсу іноземної валюти  $i$  до гривні в поточному періоді по відношенню до базового;

$d_{\pi_i}$  - співвідношення рівня інфляції в країні  $i$  – основному торговельному партнері та в Україні;

$W_i$  - нормалізована питома вага країни  $i$  - основного торговельного партнера України в її загальному зовнішньоторговельному товарообороті.

Даний показник прямо пропорційний обмінному курсу та обернено пропорційний внутрішній інфляції. Виходячи із методики розрахунку можна зробити висновок, що РЕОК відображає зміну цінової конкурентоспроможності вітчизняних товарів відносно їх аналогів, що виробляються в країнах-основних торговельних партнерах України.

Зростання даного показника відображає тенденцію до девальвації національної валюти темпами, що перевищують внутрішню інфляційну динаміку. Отже, підвищення реального ефективного обмінного курсу свідчить про зростання цінової конкурентоспроможності вітчизняного експорту та покращення торгового балансу і поточного рахунку платіжного балансу. Зменшення даного показника, при інших рівних умовах, відобразатиме погіршення кон'юнктури для вітчизняного експорту на міжнародних ринках.

Однак, як показує дослідження Тараненка І.В. [6] протягом періодів загострення нестабільності на фінансових ринках та розбалансування макроекономічних показників (1997-1999 рр. та 2008 р.) прямий зв'язок між динамікою експорту та РЕОК змінюється на обернений. Автор приходить до висновку, що девальвація РЕОК не може слугувати індикатором підвищення цінової конкурентоспроможності національного експорту протягом кризових періодів, які характеризуються різким загальним зменшенням попиту на

світових товарних ринках. Помірна девальвація реального ефективного обмінного курсу може забезпечити підвищення конкурентоспроможності національного експорту лише за умови внутрішньої та зовнішньої макроекономічної стабільності, а також прийнятної якості продукції. На думку дослідника, важливою є не лише спрямованість динаміки (девальвація / ревальвація) РЕОК, а також забезпечення його стабільності.

На нашу думку, методика розрахунку РЕОК потребує уточнення: необхідно аналізувати не лише торговий товарооборот між країнами який визначає рівновагу поточного рахунку платіжного балансу, а також враховувати міжнародні грошові потоки що формують сальдо фінансового рахунку. Для вирішення даного завдання методику розрахунку реального ефективного обмінного курсу доцільно доповнити оцінкою цінової конкурентоспроможності національних фінансових ринків. Ми пропонуємо розраховувати рівноважний реальний ефективний обмінний курс (РІВРЕОК) використовуючи формулу 2:

$$REER_{equilibrium} = \prod_{i=1}^n (I_{ER_i} / d_{\pi_i})^{W_i} + (I_{MMR} - CPI) \quad (2)$$

де,  $REER_{equilibrium}$  - рівноважний реальний ефективний обмінний курс;

$I_{MMR}$  - коефіцієнт росту ставки грошового ринку;

$CPI$  – індекс споживчих цін (коефіцієнт росту).

Термін «рівноважний реальний ефективний обмінний курс» використано для того, щоб на етимологічному рівні відобразити призначення даного показника відображати динаміку валютного курсу яка сприятиме урівноваженню як поточного, так і фінансового рахунків платіжного балансу. Як засвідчують результати аналізу платіжних балансів економічно розвинених країн та країн що розвиваються, урівноваження ключових рахунків сприятиме забезпеченню загальної рівноваги платіжного балансу та макроекономічної рівноваги [18].

Як видно із формули 2, рівноважний реальний ефективний обмінний курс розраховується шляхом додавання до РЕОК (наведеного у коефіцієнтах росту) показника цінової конкурентоспроможності національних фінансових ринків ( $I_{MMR} - CPI$ ). Даний показник відображає рівень перевищення росту ставок грошового ринку над зростанням споживчих цін. За економічним змістом він є наближеним до показників реальних процентних ставок. Тобто його позитивне значення відображає підвищення цінової конкурентоспроможності фінансових інструментів національного грошового ринку, що повинно сприяти притоку ресурсів за статтями фінансового рахунку платіжного балансу. Як наслідок, допустимою є певна девальвація курсу національної валюти у межах збільшення показника РІВРЕОК. Потрібно підкреслити, що девальвація є «допустимою», а не «обов'язковою» оскільки даний показник не дозволяє врахувати усі фактори які впливають на процес курсоутворення і дає лише приблизне значення меж (девальвації / ревальвації) курсу національної валюти виходячи із необхідності забезпечення рівноваги платіжного балансу та макроекономічної рівноваги.

Негативне значення показника ( $I_{MMR} - CPI$ ) відображає зниження цінової конкурентоспроможності фінансових інструментів національного грошового ринку внаслідок зменшення їх реальної доходності. Як наслідок, ймовірним є відтік грошових ресурсів за статтями фінансового рахунку платіжного балансу. Від'ємне значення показника ( $I_{MMR} - CPI$ ) спричинятиме зменшення РІВРЕОК (формула 2). Тобто втрата цінової конкурентоспроможності фінансових інструментів повинна компенсуватись ревальвацією (або зменшенням темпів девальвації) курсу національної валюти, що повинно підтримати зацікавленість закордонних інвесторів у вкладенні фінансових ресурсів в національні активи.

Методика розрахунку показника цінової конкурентоспроможності фінансових інструментів переважно зорієнтована на оцінку параметрів фінансового, а не реального секторів економіки. Таким чином, можна зробити

хибне припущення, що даний показник визначає лише динаміку зовнішніх інвестицій які залучаються фінансовими посередниками (переш за все банками). Однак, Урядом або підприємствами реального сектору економіки інвестиції залучаються за допомогою боргових або пайових фінансових інструментів. При визначенні їх ціни враховується динаміка ставок національного грошового ринку та інфляційна динаміка. У свою чергу ціна є основним фактором формування попиту та пропозиції на будь-якому ринку, зокрема у сфері міжнародних фінансових відносин. Ставки грошового ринку та показники інфляції безпосередньо впливають на оцінку будь-якими закордонними інвесторами привабливості вкладання фінансових ресурсів у національну економіку. Отже, показник цінової конкурентоспроможності фінансових інструментів істотно впливає на динаміку усіх видів фінансових інвестицій.

Індекс рівноважного реального ефективного обмінного курсу доцільно використовувати для оцінки обґрунтованості номінального валютного курсу шляхом порівняльного аналізу їх динаміки. Зазначимо, що даний індекс не може бути єдиним орієнтиром для порівняльного аналізу. Його доцільно використовувати поряд із іншими показниками оцінки обґрунтованості валютного курсу, які розглядалися вище. Крім того, важливо також аналізувати рівень стабільності індексу РІВРЕОК. Істотне та різке відхилення поточних значень даного показника від їх середнього рівня може вказувати на формування макроекономічних дисбалансів та збільшення ймовірності настання фінансової (зокрема валютної) кризи.

Міжнародним валютним фондом був розроблений індикатор валютної кризи [7]. Даний індикатор розраховується шляхом врахування динаміки трьох факторів: темпу приросту ефективного валютного курсу, абсолютного росту процентних ставок та темпу приросту валютних резервів. Настанням кризи вважається відхилення індексу більше ніж на два стандартні відхилення від свого середнього значення [8]. Таким чином, два із трьох факторів, які враховуються при оцінці індексу валютного тиску, використовуються при

визначенні індексу РІВРЕОК. Отже, можемо зробити висновок що рівень волатильності останнього може також слугувати індикатором валютної (фінансової) кризи.

Зазначимо, що на необхідність врахування динаміки процентних ставок при визначенні валютного курсу вказувало багато вчених. Наприклад, у роботі Юрія Курзи та Федора Рогача [2] серед теорій, які пояснюють порядок формування валютного курсу, вказується теорія процентних ставок. Її представники [9; 10] вважають, що номінальний валютний курс змінюється переважно внаслідок впливу міжнародних фінансових потоків. Останні, у свою чергу, безпосередньо залежать від рівня процентних ставок. Інші дослідники [11-13], аналізуючи фактори утворення валютного курсу держави, зазначають що підвищення ринкових процентних ставок покращує умови залучення іноземного капіталу та сприяє підвищенню валютного курсу, а зниження призводить до відтоку іноземних інвестицій та спричиняє девальвацію національної валюти.

Зв'язок реальної валютної ставки та валютного курсу також вивчається у роботах закордонних науковців. Наприклад, у роботі аргентинських вчених [14] досліджується вплив режимів обмінного курсу на інфляцію, номінальне зростання грошової маси та реальні процентні ставки. Автори не вивчали вплив реальних процентних ставок на номінальний валютний курсу, а лише оцінювали їх взаємозв'язок з режимами валютних курсів у різних країнах світу. Однак, сам факт включення реальних процентних ставок до переліку ключових макроекономічних параметрів що визначають курсову динаміку опосередковано підтверджує адекватність запропонованого нами підходу до уточнення розрахунку РЕОК. Взаємозв'язок реальних процентних ставок та валютних курсів вивчався також у роботі американських вчених [10]. Вони проводили своє дослідження на прикладі розвинених економік: США, Німеччині, Японії та Великобританії.

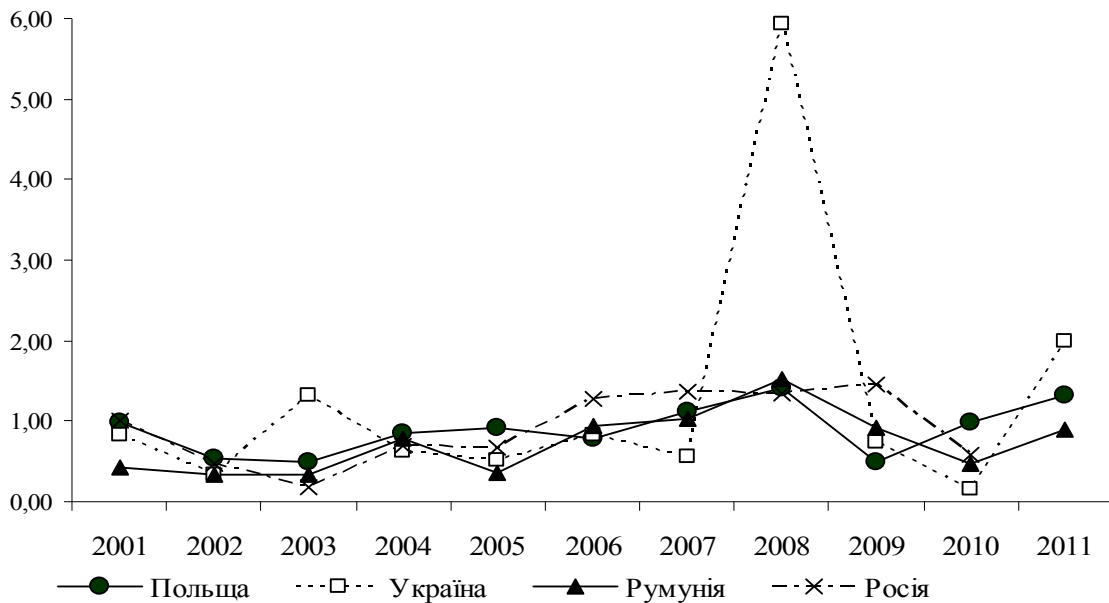
Зв'язок реальних процентних ставок та валютних курсів також вивчався представниками Федеральної резервної системи США [15]. Дане дослідження

проводилось шляхом аналізу показників протягом 1974–1990, тобто починаючи із реформування валютних відносин при впровадженні Ямайської валютної системи плаваючих курсів. Динамічні моделі, які застосовувались авторами, вказують на можливу наявність довгостроковою зв'язку між реальними процентними ставками та валютними курсами. На наявність зв'язку між зазначеними показниками вказують також результати отримані Marianne Baxter (Маріан Бакстер) [16]. На відміну від інших економетричних досліджень, автор враховувала наявність тренду та циклічної складової у часових рядах даних, що дало можливість підтвердити наявність сильних взаємозв'язків між зазначеними макроекономічними параметрами. Таким чином, врахування реальних процентних ставок при оцінці динаміки номінального валютного курсу є теоретично обґрунтованим.

Підтвердимо практичну цінність запропонованої вище методики розрахунку рівноважного реального ефективного обмінного курсу шляхом її апробації на економіках країн з ринком що формується. Також висувалась вимога щодо наявності у базі офіційної статистики МВФ [17] інформації щодо ставок грошового ринку, індексу споживчих цін та показника РЕОК. Розрахунки проводились шляхом коригування РЕОК (розрахованого через індекс споживчих цін та виражено у коефіцієнтах росту) на показник цінової конкурентоспроможності фінансових інструментів (формула 2).

На рисунку 1 наведено динаміку РІВРЕОК за період з 2001 по 2011 роки. Середні значення даного показника коливались у межах від 0,73 до 1,26 (табл. 1). Таким чином, у більшості періодів динаміка РІВРЕОК свідчила про доцільність помірної ревальвації національних валют: Росії та Польщі у межах 10%, а у Румунії до 27%. Зазначимо, що наведені показники розраховані на основі річних даних, які можуть використовуватись для оцінки середньо та довгострокових тенденцій курсоутворення. Для поточного регулювання валютного курсу НБУ доцільно розраховувати декадні або щомісячні показники.





Джерело: розраховано автором на основі офіційної статистики МВФ [17]

Рисунок 1 – Динаміка рівноважного реального ефективного обмінного курсу

Виключенням є показники України, середні значення яких (1,26) формально свідчать про доцільність девальвації гривні. Однак, дане середнє значення отримане за рахунок екстремального РІВРЕОК України (5,94) для 2008 року, що обумовлено шестикратним зростанням ставок грошового ринку у період загострення світової фінансової кризи.

На нашу думку, дана динаміка ставок грошового ринку України у період розвитку кризових явищ є аномальною та свідчить про його незрілість. Виключення показника 2008 року дає більш порівнянні та економічно обґрунтовані результати (табл. 1). Таким чином, середнє значення РІВРЕОК для України, як і для інших країн, свідчить про наявність протягом 2001-2011 довгострокового економічно обґрунтованого тренду до укріплення гривні у межах 21%.

Зазначимо що в Україні показник РІВРЕОК (навіть після виключення екстремального значення 2008 року) характеризувався найбільшою волатильністю та найбільшим кумулятивним відхиленням (за модулем) від відповідних значень офіційного курсу. З іншого боку, Польща характеризується

найбільшою стабільністю рівноважного реального ефективного обмінного курсу та найменшим його відхиленням від офіційного курсу національної валюти. За результатами проведеного нами аналізу платіжний баланс Польщі є найбільш урівноваженим, а платіжний баланс України – найменш. Таким чином, ми підтвердили можливість використання індексу РІВРЕОК як орієнтиру валютного курсу, що сприятиме урівноваженню платіжного балансу та забезпечуватиме збалансування макроекономічних параметрів.

Таблиця 1 – Статистичні характеристики рівноважного реального ефективного обмінного курсу

Країна	кореляція курсу національної валюти		характеристики РІВРЕОК			
	з РЕОК	з РІВРЕОК	стандартне відхилення	середнє значення	коєф. варіації	кумулятивне відхилення (за модулем) від офіційного курсу
Польща	0,56	0,52	0,31	0,90	35%	2,41
Румунія	-0,10	-0,11	0,38	0,73	52%	3,52
<b>Україна</b>	<b>0,67</b>	<b>0,95</b>	<b>1,63</b>	<b>1,26</b>	<b>130%</b>	<b>9,64</b>
<b>Україна</b> (без показника 2008р.)	-	-	<b>0,52</b>	<b>0,79</b>	<b>66%</b>	<b>4,85</b>
Росія	0,48	0,22	0,44	0,90	49%	3,23

Джерело: розраховано автором на основі офіційної статистики МВФ [17]

Між показниками РІВРЕОК та динамікою офіційного курсу у більшості періодів можна простежити пряму залежність. Даний висновок підтверджується показниками кореляції наведеними у таблиці 1. Причому для України даний зв'язок істотно посилюється у порівнянні зі зв'язком офіційного курсу з РЕОК.

**Висновки.** Таким чином, можемо зробити висновок щодо обґрунтованості запропонованої методики розрахунку РІВРЕОК. Однак, методичні підходи до розрахунку даного показника необхідно удосконалювати шляхом дослідження можливості застосування різних індикаторів грошового ринку репрезентативність яких може істотно коливатися у розрізі країн. Також доцільно провести розрахунок квартальних (місячних) показників РІВРЕОК, а

також визначити способи згладжування його значень для періодів фінансової нестабільності.

Ми вважаємо доцільним використання РІВРЕОК Національним банком України при застосуванні інструментів валютної політики. Зазначимо, що валютна та грошово-кредитна політики НБУ нами віднесені до базових елементів механізму впливу банківської системи на рівноважні стани у економіці. На нашу думку, РІВРЕОК може бути одним із індикаторів економічно обґрунтованого орієнтиру валютного курсу, який враховуватиме цінову конкурентоспроможність як товарів, так і фінансових інструментів. Таким чином, використання Національним банком індексу РІВРЕОК у процесі визначення оптимальної динаміки валютного курсу сприятиме урівноваженню платіжного балансу та формуванню макроекономічної рівноваги.

## Список літератури

1. Савченко Т.Г. Загальна характеристика базових елементів механізму впливу банківської системи на рівноважні стани у економіці. // Розвиток фінансових методів державного управління національною економікою: зб. наук. праць / ДонДУУ. – Донецьк: ДонДУУ, 2012. – т. XIII. – 411 с. – (серія — Економіка; вип. 218 ). – С.135-150
2. Юрій Курза Федір Рогач До системи валютних курсів // Вісник НБУ. – 2010. - №8 – С.34-39.
3. А.А. Задоя Валютный индекс и внешнеэкономическая деятельность // Академічний огляд. – 2011. – № 1 (34) – С.107-115.
4. Guillermo A. Calvo and Frederic S. Mishkin The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Market Countries // NBER Working Paper No. 9808 – June – 2003.
5. Основні методичні положення розрахунку індексу реального ефективного обмінного курсу (РЕОК) гривні // <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=51855>
6. Тараненко І.В. Цінова конкурентоспроможність країни через призму реального обмінного курсу: уроки кризи. // Європейський вектор економічного розвитку. – 2009. – №1(6) – С. 169-181.
7. Matthieu Bussiere, Marcel Fratzscher Towards a new early warning system of financial crises // ECB Working Paper WP/05/145, - 2002.

8. Лисенко Р.С. Вплив макроекономічних факторів на стійкість фінансової системи України // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: Збірник наукових праць. Т. 16. – Суми: УАБС НБУ, 2006. – С. 173-181.
9. Jeffrey A. Frankel On the Mark: A Theory of Floating Exchange Rates Based on Real Interest Differentials (pp. 610-622) // The American Economic Review - Vol. 69, No. 4, Sep., 1979
10. Richard Meese and Kenneth Rogoff Was it Real? The Exchange Rate-Interest Differential Relation Over the Modern Floating-Rate Period // The Journal of Finance - Vol. 43, No. 4, Sep., 1988 - P. 933-948
11. Н. Жмурко. Визначальні фактори утворення валютного курсу держави як головного елементу реалізації її валютно-курсової політики // Формування ринкової економіки. – 2009. – Вип. 19. – С. 224–230
12. Журавка Ф.О. Валютно-курсова політика Національного банку України в умовах трансформації економік: Монографія. – Суми: Ділові перспективи; УАСБ НБУ, 2007. – 70 с.
13. Журавка Ф.О., Русаненко І.С. Прогнозування валютного курсу як один із інструментів хеджування валютного ризику // Фінанси України. – 2000. – № 9. – С. 49–58.
14. Eduardo Levy-Yeyati, Federico Sturzenegger Exchange rate regimes and economic performance / UTDT, CIF Working Paper No. 2/01 - February 2001 // [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=263826](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=263826)
15. Hali J. Edison and B. Dianne Pauls A re-assessment of the relationship between real exchange rates and real interest rates: 1974–1990 // Journal of Monetary Economics - Volume 31, Issue 2. - April 1993 - P. 165–187
16. Marianne Baxter Realexchangerates and realinterest differentials: Have we missed the business-cycle relationship? // Journal of Monetary Economics - Volume 33, Issue 1 - February 1994- P. 5–37
17. International Financial Statistics [Електронний ресурс] – International Monetary Fund. May 2012 – 1 електрон. опт. диск (CD-ROM). – Систем. вимоги : 90 MHz, 16 MB RAM; Windows 95 (98, XP).
18. Савченко Т.Г., Ребрик М.А. Оцінка рівноваги платіжних балансів найбільших економік світу // Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії та практики: Зб. наук. праць. – Вип. 1 (10) Ч. II. – Харків: Харківський інститут банківської справи Університету банківської справи НБУ, 2011. – С.111-120.