Інститут економічних досліджень та політичних консультацій

Німецька консультативна група

Серія консультативних робіт [PP/05/2012]

До стійкої валютної політики, яка підтримує зростання в Україні

Роберт Кірхнер, Рікардо Джуччі, Віталій Кравчук

Берлін/Київ, листопад 2012 року

Про Інститут економічних досліджень та політичних консультацій

Інститут економічних досліджень та політичних консультацій (ІЕД) – провідний український аналітичний центр, що спеціалізується на економічних дослідженнях та консультаціях з питань економічної політики. ІЕД був заснований у жовтні 1999 року провідними українськими політиками та Німецькою консультативною групою з питань економічних реформ.
Місія ІЕД - вироблення альтернативного погляду на ключові проблеми суспільного та економічного розвитку України. В рамках місії ІЕД націлює свою діяльність на надання висококваліфікованої експертної оцінки в галузі економіки й економічної політики, на формування громадської думки шляхом організації відкритого публічного діалогу, на сприяння розвитку економічних та суспільних наук і стимулювання розвитку дослідницької спільноти України.

Інститут економічних досліджень та політичних консультацій
Рейтарська 8/5-А,
01034 Київ, Україна
Тел: +38 044 / 278 63 42
Факс: +38 044 / 278 63 36
institute@ier.kiev.ua
http://www.ier.com.ua

Про Німецьку консультативну групу

Німецька консультативна група з питань економічних реформ працює в Україні з 1994 року, консультуючи український уряд та інші державні органи, такі як Національний банк України, по широкому колу питань економічної політики і розвитку фінансового сектору. Наші аналітичні роботи презентуються і обговорюються під час постійних зустрічей з посадовцями високого рангу. Група фінансується німецьким Федеральним міністерством економіки і технологій у рамках програм TRANSFORM та наступних після неї програм технічної допомоги.

Німецька консультативна група
З питань економічних реформ
c/o Berlin Economics
Schillerstr. 59
D-10627 Берлін
Тел: +49 30 / 20 61 34 64 0
Факс: +49 30 / 20 61 34 64 9
info@beratergruppe-ukraine.de
www.beratergruppe-ukraine.de

© 2012 Німецька консультативна група

© 2012 Інститут економічних досліджень та політичних консультацій

Всі права захищені.

До стійкої валютної політики, яка підтримує зростання в Україні

З 2000 до 2008 року Національний банк України (НБУ) утримував прив'язку курсу гривні до долара США. Вплив міжнародної фінансової кризи став відчутним в Україні восени 2008 року і курс гривні було відпущено, що означало суттєве ослаблення національної валюти. У 2009 році НБУ дозволяв певну гнучкість гривні. Однак з січня 2010 року було фактично відновлено прив'язку гривні до долара США на рівні близькому до 8 грн за дол. США.

З січня 2010 року до середини 2011 року курс гривні до долара США залишався фіксованим без особливих потрясінь. Однак з середини 2011 року з'явились проблеми, а в середині 2012 року ці проблеми посилились. Зараз вже очевидно, що прив'язка гривні до долара США не є стійкою валютною політикою. Офіційні резерви швидко скорочуються і на сьогодні вже досягли критичного рівня 3 місяців імпорту. Водночас погіршується дефіцит поточного рахунку, що може досягнути 7,2% ВВП під час порівняно невеликого притоку ПІІ і складного доступу до міжнародних ринків капіталу. Населення відреагувало, різко збільшивши покупки готівкової іноземної валюти, що надалі ослаблює гривню і робить ситуацію навіть менш стійкою.

Крім того, поточна валютна політика має надзвичайно негативний вплив на економічне зростання. Для підтримки переоціненого обмінного курсу монетарна політика є дуже обмежувальною, а відсоткові ставки дуже високими. В деякі дні місячна ставка Київпрайм перевищувала 40% річних за практично нульової інфляції. Високі процентні ставки означають зменшення інвестицій та негативно впливають на коротко- та довгострокове економічне зростання. В цілому, поточний режим валютного курсу не є стійким і обмежує економічне зростання. Тому питання стоїть не в тому, чи варто змінювати систему, а в тому як саме її змінювати.

Потрібно впровадити дві зміни: необхідно змінити рівень обмінного курсу та запровадити новий режим його регулювання. Стосовно оптимального рівня курсу – сьогодні існує відчутна, але не величезна потреба його переглянути в бік ослаблення. В принципі, поступова девальвація гривні може дозволити уникнути деяких труднощів для економічних агентів. Але низький рівень міжнародних резервів не дозволяє поступовий підхід. Отже, країна потребує несподівану девальвацію. Щоб забезпечити впорядкований процес і прив'язати очікування до орієнтиру в майбутньому, несподівана девальвація повинна супроводжуватись запровадженням нового режиму валютного курсу. З одного боку, нова система повинна забезпечувати орієнтир для монетарної політики та очікувань; з іншого боку, вона повинна забезпечувати достатньо гнучкості для адаптації до шоків.

Стосовно орієнтиру для валютної політики, ми пропонуємо використовувати кошик валют, що складатиметься з долара США, євро та російського рубля, які матимуть однакову вагу (тобто з вагою 1/3 кожна). Такі ваги в широкому плані відображають структуру торгівлі України та є зрозумілими. Кошик валют, на нашу думку, буде кращим, ніж прив'язка до долара США, оскільки вона зменшує негативний ефект перехресних коливань між основними валютами. Хоча вибір кошика валют вже збільшує гнучкість курсу, необхідно забезпечити додаткову гнучкість через встановлення порівняно широкого коридору.

Новий режим валютного курсу допоможе відновити макроекономічну стабільність та економічне зростання. Водночас він сприятиме передбаченому переходу до таргетування інфляції в середньостроковому плані. Більша гнучкість курсу гривні особливо відносно окремих валют, таких як долар США, сприятиме розвитку таких інституцій та інструментів, які є необхідними для запровадження інфляційного таргетування в майбутньому.

Нарешті новий перехідний режим обмінного курсу повинен стати частиною загальної корекції макроекономічної політики, що включає відчутну консолідацію фіскальної політики. Необхідну корекцію макроекономічної політики потрібно проводити в рамках нової програми МВФ. Такий крок збільшить довіру до політики уряду та збільшить ймовірність впорядкованого виходу з нестійкої макроекономічної ситуації.

Автори

Роберт Кірхнер	kirchner@berlin-economics.com	+49 30 / 20 61 34 64 0
Д-р Рікардо Джуччі	giucci@berlin-economics.com	+49 30/ 20 61 34 64 0
Віталій Кравчук	kravchuk@ier.kiev.ua	+380 44 / 235 63 42

Зміст

1 ВСТУП 6

2 ВАЛЮТНА ПОЛІТИКА В УКРАЇНІ: ОПИС ТА ОЦІНКА 6

2.1 Чинна валютна політика: Фактична прив'язка до долара США 6
2.2 Оцінка чинної валютної політики: нестійка 7
2.3 Негативний вплив на економічне зростання 11

3 ПРОПОЗИЦІЇ ЩОДО ЗМІНИ ВАЛЮТНОЇ ПОЛІТИКИ 12

3.1 Як скоригувати валютний курс 13
3.2 Як реформувати режим валютного курсу 14
3.3 Підсумок рекомендацій 16
3.4 Попередження надмірного знецінення гривні 17

4 ЗАКЛЮЧНІ СПОСТЕРЕЖЕННЯ 18

1 Вступ

На сьогодні питання валютної політики знову на часі в Україні. Не минає дня без новин на цю тему. Постійний відтік офіційних валютних резервів, стабільні очікування знецінення гривні та нова хвиля адміністративних обмежень, запроваджених владою для збільшення контролю за валютним ринком, змушують задуматись над рядом нагальних питань щодо перспектив чинної політики. Мета цієї роботи—аналіз поточної ситуації та вироблення конкретних пропозицій щодо її зміни.

Структура цієї роботи така: в Розділі 2 представлено огляд та оцінку чинної валютної політики в Україні, зокрема її вплив на економічне зростання. В наступному Розділі 3 розглядаються конкретні рекомендації щодо реформування валютної політики. В Розділі 4 подано перспективи та необхідні зміни до валютної політики в контексті ширшої проблеми вдосконалення макроекономічної політики в Україні

2 Валютна політика в Україні: опис та оцінка

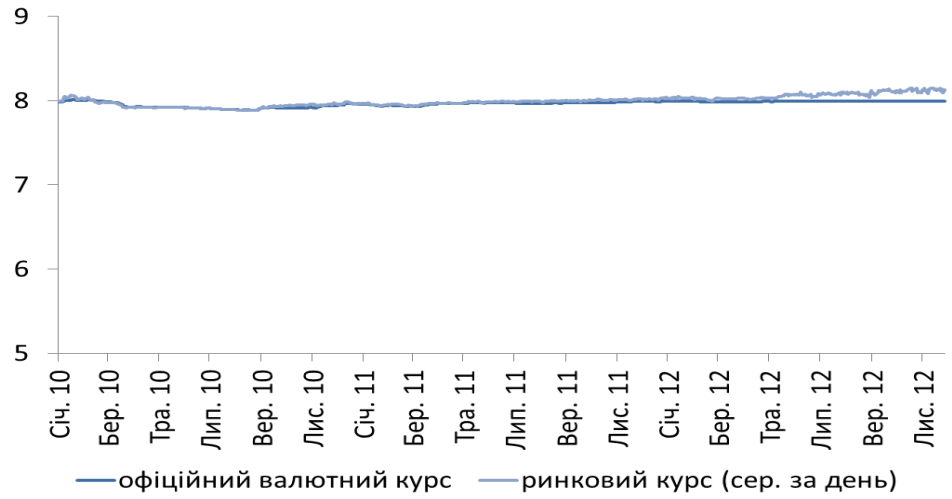
2.1 Чинна валютна політика: Фактична прив'язка до долара США

МВФ зараз класифікує режим обмінного курсу *де-юре* в Україні як "перехід до вільно плаваючого обмінного курсу". МВФ класифікує фактичний режим обмінного курсу як "стабілізована схема до долара" з 1 березня 2010 року і ця класифікація була підтверджена в січні 2011 року. Монетарна політика – це *фактично* "прив'язка до долара США" за даними МВФ.

Справді фактична монетарна політика, впроваджена НБУ, – це жорстка прив'язка гривні до долара США. На Рисунку 1 нижче ми бачимо що обмінний курс був зафіксований на рівні 7,99 грн за дол. США (офіційний обмінний курс), а середньоденний ринковий курс за даними НБУ нещодавно був дещо більшим на рівні 8,15 грн за дол. США.

Рисунок 1

Обмінний курс гривні до дол. США



Джерело: НБУ

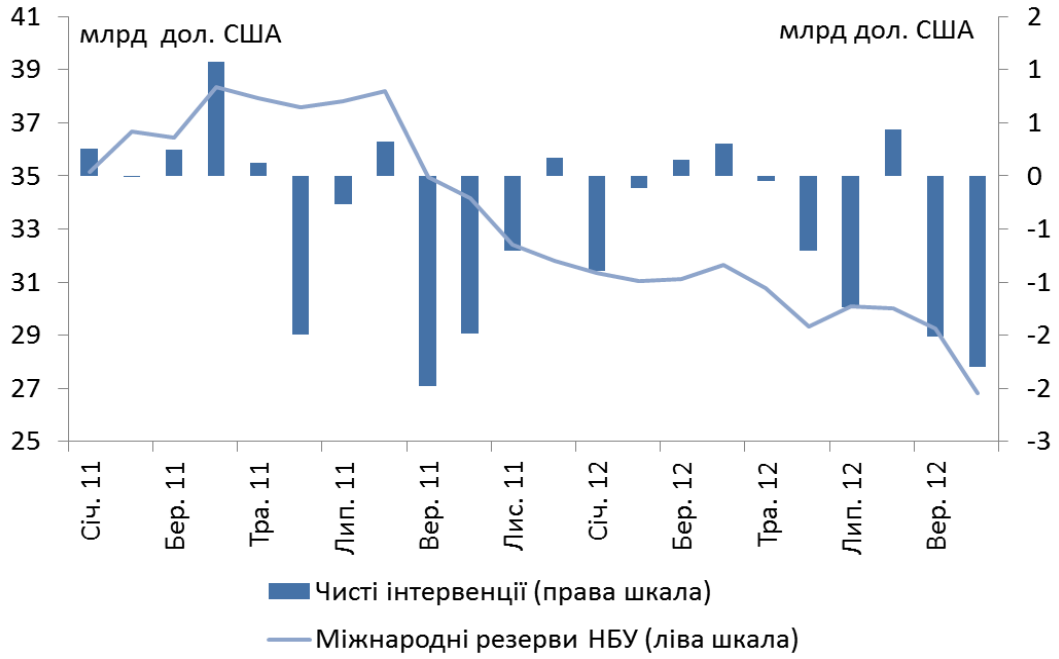
2.2 Оцінка чинної валютної політики: нестійка

На Рис. 1 можна бачити, що НБУ спромігся утримувати зовнішню вартість гривні на рівні, близькому до 8 грн за дол. США вже протягом кількох років. Однак зараз є чіткі ознаки того, що національна валюта переоцінена і ситуація не є стійкою, тобто поточний рівень курсу неможливо утримувати протягом довгого часу. Далі розглядаються відповідні індикатори, що підтверджують наявність постійного тиску до знецінення гривні.

Один з найважливіших індикаторів – це динаміка міжнародних резервів НБУ та відповідно чистих інтервенцій на валютному ринку (Рисунок 2).

Рисунок 2

Міжнародні резерви НБУ та чисті інтервенції



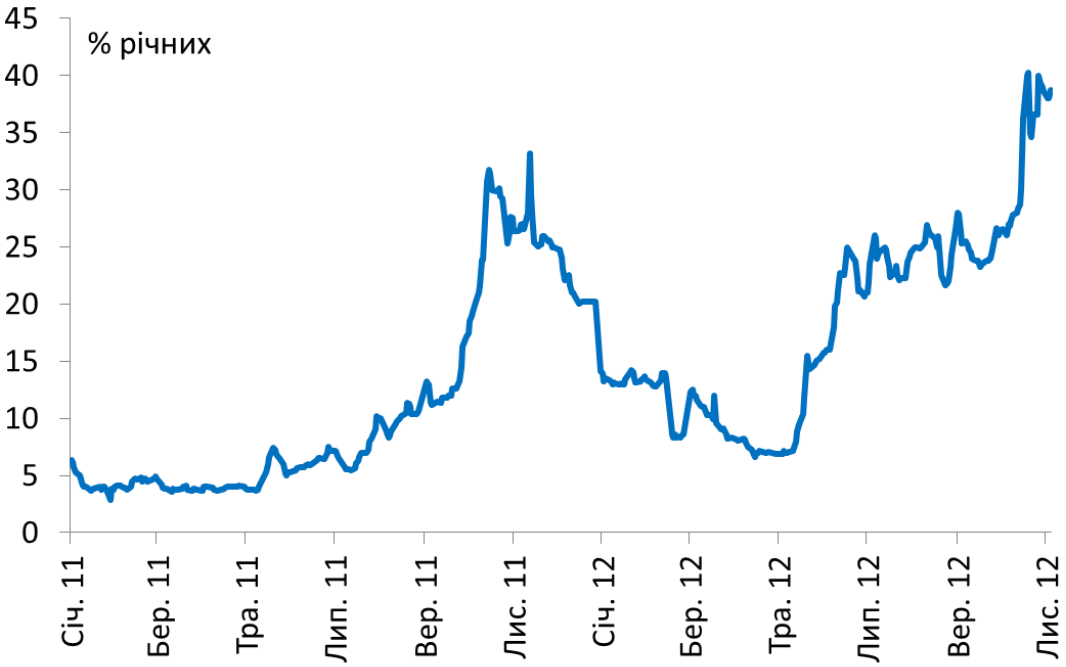
Джерело: НБУ

Постійний тиск на міжнародні резерви був неординарним, оскільки НБУ був змушений постійно проводити інтервенції на валютному ринку. Міжнародні резерви зменшились з 38,2 млрд дол. США в серпні 2011 року до лише 26,8 млрд дол. США в жовтні 2012 року, що відображає падіння на 11,4 млрд дол. США. У вересні та жовтні 2012 року Національний банк витрачав понад 1,5 млрд дол. США на інтервенції щомісяця. Водночас покриття імпорту товарів та послуг резервами зменшилось до 3,1 місяця проти 5 місяців в серпні 2011 року.

Щоб утримувати прив'язку гривні до долара США за несприятливих зовнішніх умов, Національний банк був змушений проводити дуже жорстку монетарну політику, що проілюстровано на Рис. 3:

Рисунок 3

Місячний Київпрайм



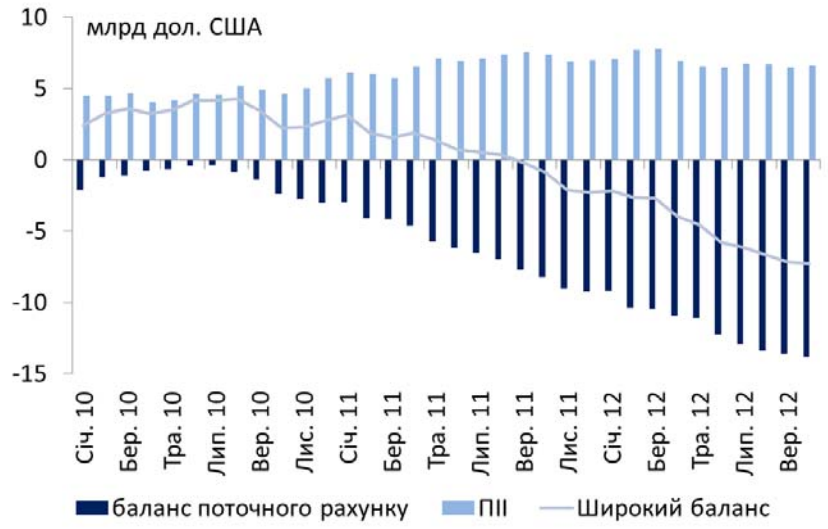
Джерело: AYA securities, Reuters

В результаті ліквідність та відповідно міжбанківські процентні ставки стали надзвичайно нестабільними, що відображає девальваційний тиск. Нещодавно вони досягли понад 40% річних проти менш, ніж 5% річних в першій половині 2011 року. В Україні спостерігаються одні з найвищих та найбільш нестабільних відсоткових ставок в світі.

Причиною для такого тиску стало постійне погіршення зовнішніх рахунків, зокрема дефіциту поточного рахунку (див. Рис. 4):

Рисунок 4

Динаміка складових платіжного балансу



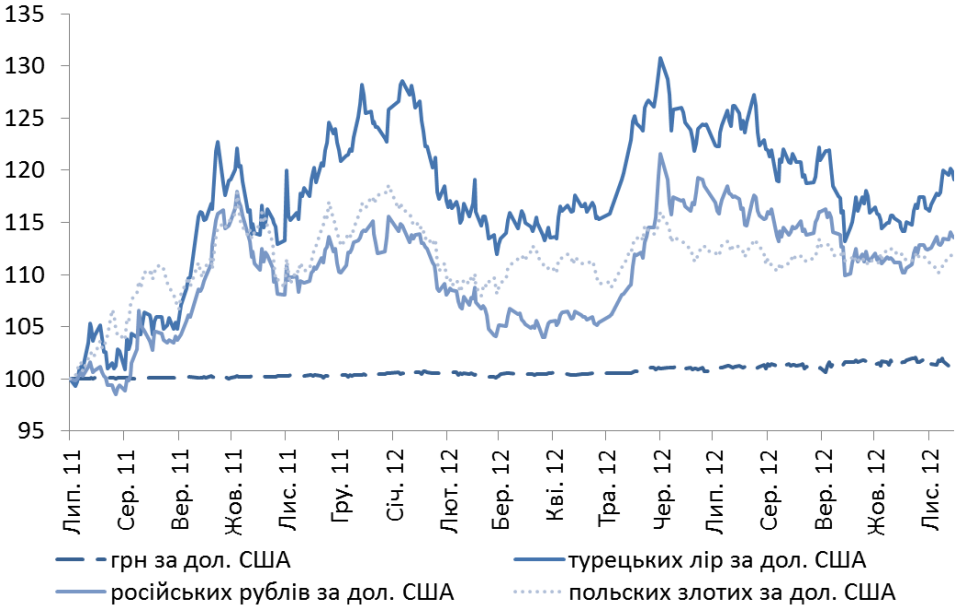
Джерело: НБУ, власні розрахунки

Дефіцит поточного рахунку за весь 2012 рік очікується на рівні 12,9 млрд дол. США (7,2 % від ВВП) у 2012 році після дефіциту 10,2 млрд дол. США (6,2% від ВВП) попереднього року. Млява динаміка ПІІ, що не зберегли темпи зростання , означає, що широкий базовий баланс (баланс рахунку поточних операцій та чистих ПІІ) є від'ємним і надалі погіршується.

Жорстка прив'язка до долара США, що укріпився, напевно була фактором цих негативних явищ, оскільки валюти інших країн регіону відчутно ослабли, як можна бачити на Рисунку 5:

Рисунок 5

Номінальні обмінні курси до долара США (індексовані)



Джерело: власні розрахунки на основі даних НБУ

Примітка: липень 2011 р. = 100, зростання => ослаблення валюти

Крім підтримки національної валюти через продаж міжнародних резервів, влада України провела (і планує провести) ряд пруденційних та адміністративних заходів, щоб стримати попит на іноземну валюту та збільшити пропозицію. Ці заходи були спрямовані на різні сегменти валютного ринку, і передбачають:

- Обов'язковий продаж 50% експортної виручки (діє протягом 6 місяців з 19 листопада 2012 року). Виручка повинна продаватись на наступний день після надходження на рахунок в українському банку (Постанова НБУ № 479);
- Строк повернення експортної виручки зменшено до 90 днів (з 180 днів) (Постанова НБУ № 475);
- Закордонні перекази, що перевищують 150,000 грн на місяць повинні конвертуватись в гривні;
- Зменшення лімітів відкритої валютної позиції банків;
- Вимоги щодо пред'явлення паспорту при обміні готівкової валюти;
- Вимога щодо використання лише одного банку для імпорту;
- Формування резервів за кредитами в іноземній валюті в гривні (постанова НБУ № 109);

- Протекціоністські ініціативи, такі як підвищення митних тарифів до рівня зв'язаних ставок, звернення за ст. XXVIII ГАТТ про перегляд зв'язаних ставок імпортного мита, та проект закону (схвалений в першому читанні) про утилізаційний збір на автомобілі;
- Плани щодо оподаткування готівкових операцій з іноземною валютою (збір до пенсійного фонду у 15% при продажу іноземної валюти); проект закону поки що відкликаний.

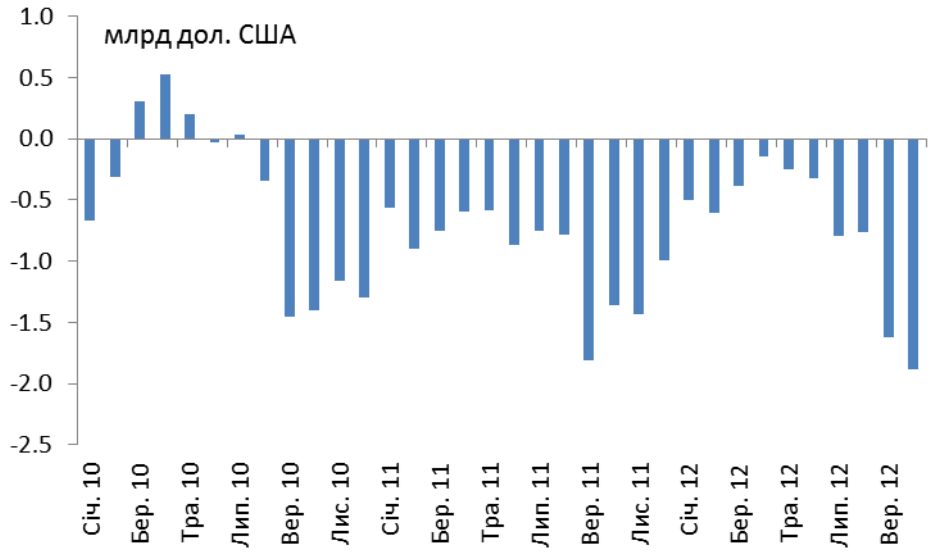
Отже, зараз є чіткі ознаки, що поточний рівень обмінного курсу нестійкий. Цей висновок підтверджується як фундаментальним аналізом, так і сьогоднішнім очікуванням знецінення гривні з боку різних учасників ринку, як чітко можна бачити на основі різноманітних індикаторів.

Фундаментальний аналіз, як наприклад наші власні оцінки в кінці 2011 року, показує що рівноважне значення курсу гривні десь на 5-15% слабше[1], ніж поточний курс. Це не величезна переоцінка, але вона відповідає іншим індикаторам, наведеним вище. Інші індикатори також показують постійні очікування ослаблення гривні учасниками ринку. Безпоставочні форварди (NDF) вказують на обмінний курс 8,83 грн за дол. США через три місяці та 10,35 грн за дол. США на 12 місяців наперед. Опитування професійних аналітиків також показують аналогічні очікування ослаблення гривні. Минулого місяця медіана прогнозів обмінного курсу була 8,4 грн за дол. США на кінець 2012 року та 9,0 грн за дол. США на кінець 2013 року.

Нарешті, якщо розглядати чистий попит на готівкову валюту з боку населення як показник очікувань населення щодо зміни обмінного курсу ми бачимо аналогічні тенденції.

Рисунок 6

Чистий відтік готівкової валюти з банківської системи



Джерело: НБУ

[1] Ці результати відповідають нещодавно опублікованому звіту МВФ про Україну (Country Report 12/315, 2012), що показує переоцінку гривні на 8%-13% на основі схожих даних.

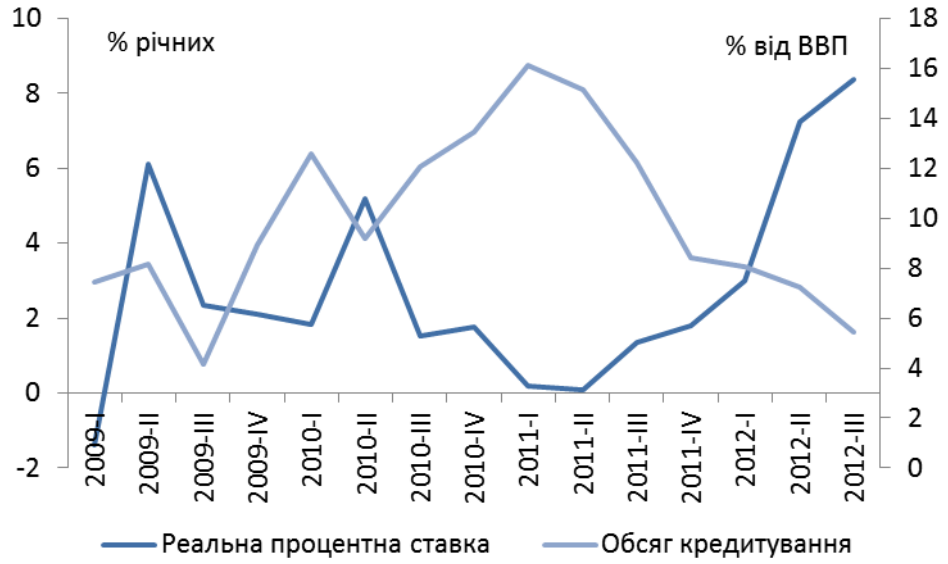
2.3 Негативний вплив на економічне зростання

Утримання фіксованого обмінного курсу, незважаючи на постійний девальваційний тиск, дорого обходиться для економіки. Це повинно враховуватись при розгляді переваг та недоліків можливої зміни режиму валютного курсу.

Переоцінений валютний курс стимулює імпорт і стримує експорт, і у такий спосіб негативно впливає на економічне зростання. Крім того, імпорт додатково стимулюється девальваційними очікуванням, оскільки іноземні товари купуються перед очікуваним подорожчанням. Високі процентні ставки, що спостерігаються через обмежувальну монетарну політику, призводять до зменшення кредитування комерційними банками. (Рис. 7) Отже, зменшуються інвестиції та економічне зростання як в коротко-, так і в довгостроковому плані.

Рисунок 7

Процентні ставки за кредитами та нові видані кредити



Джерело: Власні розрахунки на основі даних НБУ

Примітка: Реальна відсоткова ставка розрахована на основі номінальної відсоткової ставкм за кредитами нефінансовим корпораціям в національній валюті строком на 1-5 років та інфляції минулого періоду, обсяг кредитування – нові видані кредити з аналогічними параметрами за квартал по відношенню до ВВП.

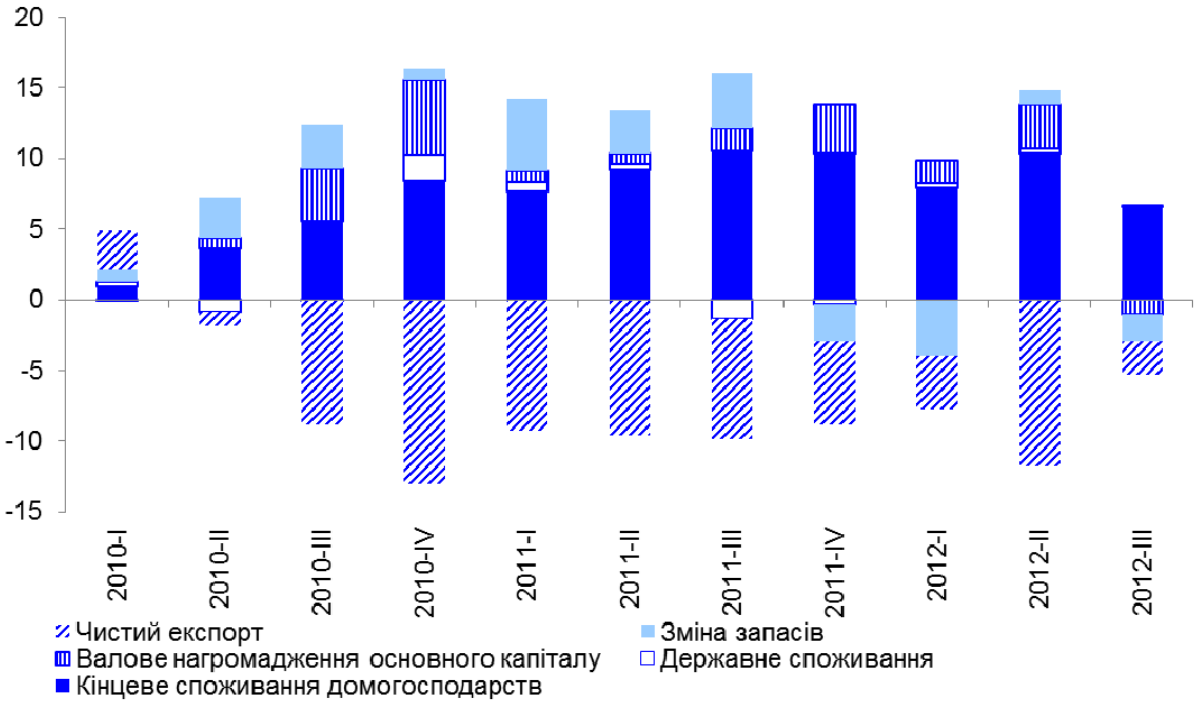
Ця проблема особливо відчутна для тих підприємств, які не мають доступу до міжнародних фінансових ринків, тобто малих та середніх компаній. Отже, чинна валютна політика має і негативні структурні наслідки. Очікування знецінення гривні (див. попередній підрозділ) не сприяють інвестиціям також з іншої точки зору. Багато інвесторів можуть чекати зниження вартості активів після девальвації, і проводити інвестиції лише після цього.

Дані національних рахунків також дають емпіричні докази наслідків чинної валютної політики. ВВП України впав на 1,3% дпр в III кварталі 2012 року, що навряд чи зміниться на краще в близькому майбутньому. В цілому, за 2012 рік економічна активність може стагнувати. Важливою причиною для цього звичайно були

несприятливі зовнішні умови і відповідно зниження попиту на основні експортні товари (наприклад, метали). Однак валютна політика та пов'язана обмежувальна монетарна політика також були важливими причинами сповільнення економіки. Хоча чистий експорт мав від'ємний внесок до зростання ВВП протягом останніх 10 кварталів, інвестиції (валове нагромадження основного капіталу) тепер також стримують економічне зростання.

Рисунок 8

Реальне економічне зростання: внески з боку попиту



Джерело: Держстат, власні розрахунки

Висновок 1: Існує достатньо доказів, що поточна прив'язка гривні до долара США нестійка. Ця політика стримує економічне зростання в час, коли зовнішні умови стають дедалі складнішими. Тому потреба змінити валютну політику є величезною.

3 Пропозиції щодо зміни валютної політики

Як пояснено вище, існує нагальна необхідність змінити валютну політику в Україні в досить короткі строки. Але що саме змінювати? На нашу думку, дві речі: рівень обмінного курсу та режим обмінного курсу. Чому? Новий підхід на основі поточної переоціненої гривні рано чи пізно провалиться, оскільки сьогоднішній рівень обмінного курсу довго не утримати. Але і проста девальвація без змін у системі не має перспектив. Поточна система фіксованого обмінного курсу спричинила наявні проблеми, і немає причин, чому подібні проблеми не з'являться в майбутньому. Вже протягом певного часу більшість міжнародних економістів та консультантів (включаючи Німецьку консультативну групу) критично ставились до фіксованого обмінного курсу. Українська міжнародна торгівля у значній мірі складається з товарів низького ступеня переробки, ціни на які дуже мінливі. Крім того, існує складна ситуація на міжнародних фінансових ринках із відповідними коливаннями

міжнародних потоків капіталу. Наявність таких ризиків як в поточному, так і у фінансовому рахунку платіжного балансу потребує потужного інструменту для адаптації до шоків, тобто гнучкого обмінного курсу.

Стосовно порядку змін, обидва кроки повинні робитись одночасно, тобто бути частиною єдиної реформи валютної політики. І в зовнішніх комунікаціях обидві зміни повинні стати частиною єдиного повідомлення, яке повинно бути чітко донесене до громадськості.

Незважаючи на необхідність проводити зміни одночасно, ці теми повинні бути розділені для цілей аналізу, щоб не переплутати обидва аспекти. Відповідно ми спочатку розглянемо питання зміни рівня обмінного курсу, і пізніше обговоримо майбутній режим обмінного курсу.

3.1 Як скоригувати валютний курс

З фундаментальної точки зору, потреба у коригуванні курсу є значною, але не величезною. Більшість експертів вважають, що гривня переоцінена на 20% або менше. В принципі, необхідне коригування може бути здійснене двома різними шляхами: або з поступовою, або з різкою девальвацією. Питання в тому, який з цих варіантів є можливим та оптимальним у нинішніх умовах.

Погляд на стан офіційних валютних резервів істотно прояснює це питання. Міжнародні резерви НБУ стрімко зменшуються з серпня 2011 року. За цей час рівень достатності резервів для покриття імпорту знизився з 5 місяців до 3 місяців — показника, який вважається критичним. Крім цього, наступного року влада має сплатити борги у іноземній валюті на суму 8,9 млрд. дол. США, у тому числі 5,7 млрд. дол. США боргу перед МВФ, тоді як перспективи доступу до міжнародних ринків капіталу є невизначеними.

У разі поступової девальвації поточний процес «знекровлення» резервів продовжиться і, врешті-решт, НБУ опиниться у ситуації, коли їх рівень стане дуже низьким. Проте НБУ потребує достатніх резервів загалом і, зокрема, для запровадження нової системи валютного курсу (див. Розділ 3.2). Для будь-якої нової системи потрібна достатня «вогнева міць», щоб здійснювати інтервенції на валютному ринку у випадку виходу курсу за визначені межі або інших подій. Без цього буферу нова система не буде викликати довіру і ймовірність її успіху буде дуже обмежена. Тому поступова девальвація надзвичайно ускладнить запровадження нової системи. Оскільки НБУ має одночасно змінити і рівень, і систему валютного курсу, поступова девальвація не підходить.

В принципі, поступова девальвація, прикладом якої є процес зміни валютного курсу у Росії у 2008-2009 роках, безумовно має деякі важливі переваги. Шок для економічних агентів розтягується у часі, вони мають більше часу на адаптацію. Поступова девальвація також має менший негативний вплив на баланси банків, що є важливим для стабільності комерційних банків у сильно доларизованих економіках. Тому поступова девальвація не є неправильним шляхом для коригування курсу сама по собі. Однак цей шлях доступний, лише якщо країна має достатньо валютних резервів. У останньому кварталі 2008 року, коли почався процес поступової девальвації у Росії, розмір резервів становив 556 млрд дол. США, що достатньо для

покриття імпорту протягом 25 місяців. Але ситуація в Україні є зовсім іншою. Валютні резерви вже на критично низькому рівні, девальваційні очікування є величезними, у найближчому майбутньому мають бути здійснені значні зовнішні платежі. До того ж, країна має створити нову систему обмінного курсу, яка викликатиме довіру. В цих обставинах реального вибору між поступовою та різкою девальвацією немає. Єдиним доцільним шляхом є різка девальвація.

Наступним питанням для обговорення у цьому контексті є роль адміністративних заходів. Чи має сенс штучно зменшувати попит на іноземну валюту та збільшувати її пропозицію, щоб забезпечити поступову девальвацію або навіть значно скоротити необхідний масштаб девальвації? Адміністративні заходи спричиняють дуже великі втрати для економічних агентів, включаючи компанії, державний сектор та населення. Крім цього, вони зменшують рівень довіри до влади і у такий спосіб ускладнюють здійснення державної політики. Адміністративні заходи також призводять до утворення схем ухилення від регулювання, включаючи розвиток чорного ринку іноземної валюти та інших складніших схем, які можуть допомогти окремим особам, але безумовно не суспільству в цілому. Це робить ефективність адміністративних заходів, якщо не зважати на короткострокові міркування, дуже сумнівною[2]. Як свідчить міжнародний досвід, наслідком такої політики є економіка, яка неспроможна залучити інвестиції та якій абсолютно бракує динаміки. Замість використання ресурсів для продуктивної діяльності економічні агенти, в основному, переймаються тим, як обійти урядове регулювання. Навряд чи це прийнятний рецепт для майбутнього України.

Останні події в Україні, які стосуються адміністративних заходів, викликають велике занепокоєння. З листопада 2012 року компанії мають повертати валютну виручку у країну протягом 90 днів після її отримання, а також конвертувати 50% цих коштів у гривню. Ще тривожнішими є плани запровадити податок на продаж іноземної валюти населенням у розмірі 15%. Такі дії руйнують довіру до влади. Однією з найбільших економічних проблем України є поганий інвестиційний клімат. Такі заходи ще більше погіршать інвестиційний клімат, навіть обговорення їх є дуже шкідливим.

Висновок 2. Україні необхідна різка девальвація національної валюти. Адміністративні заходи не варто використовувати, тому що вони погіршують загальну економічну ситуацію в країні.

3.2 Як реформувати режим валютного курсу

НБУ вирішив перейти до таргетування інфляції у середньостроковій перспективі — рішення, яке ми повністю підтримуємо. Однак в короткостроковій перспективі країна не готова до таргетування інфляції. Тому потрібно створити перехідну систему

[2] Ця теза виразно ілюструється прикладом Білорусі, в якій у 2011 році влада намагалася побороти (економічно виправдану) девальвацію за допомогою адміністративних заходів. Після кількох місяців гарячкових зусиль, влада врешті-решт була вимушена дозволити валюті вільно коливатися. Економічні втрати, спричинені використанням такої стратегії, а також сила удару по довірі до політики уряду були величезними.

обмінного курсу на наступні кілька років, що прокладе шлях до повноцінного таргетування інфляції.

На наш погляд, нова перехідна система обмінного курсу повинна мати такі риси:

- Належний орієнтир для забезпечення монетарної стабільності;
- Достатню гнучкість для пом'якшення економічних шоків.

Крім цього, нова система має створити стимули для розвитку ринків, інститутів та інструментів, які необхідні для запровадження інфляційного таргетування у середньостроковій перспективі.

Вибір належного орієнтира

Долар США більше не є належним орієнтиром для України. Долар все ще важливий для зовнішньої торгівлі України, але такими ж важливими є євро та російський рубль. Внаслідок прив'язки тільки до долара Україна може стикнутись із сильним зміцненням або послабленням ефективного курсу національної валюти з відповідними негативними ефектами через значну волатильність курсів долара, євро та рубля відносно один одного. Цей аргумент є особливо важливим для економік, які сильно залежать від сировинних товарів - якою і є економіка України - у часи міжнародної нестабільності та високої волатильності валютних курсів.

Водночас визначення інфляції у якості цільового показника економічної політики (тобто впровадження таргетування інфляції) неможливе у короткостроковій перспективі. Для цього ще мають бути створені необхідні інструменти монетарної політики, посилені механізми монетарної трансмісії. Крім цього, інфляція, ймовірно, буде досить волатильною у короткостроковій перспективі, частково через необхідну девальвацію, а також через неминуче коригування регульованих цін в енергетичному секторі.

У таких умовах ми пропонуємо використовувати у якості орієнтира валютний кошик, що складається з долара США, євро та рубля, і в якому кожна з валют має однакову вагу у розмірі 1/3. Пропонований розподіл ваг приблизно відповідає структурі зовнішньої торгівлі України, його легко зрозуміти та пояснити. Валютний кошик забезпечить деяку гнучкість у випадку волатильності перехресних курсів, не втрачаючи свою первісну функцію орієнтира монетарної політики. Крім того, оскільки прив'язка до курсу будь-якої окремої валюти не передбачається, гривня коливатиметься у певних межах по відношенню до всіх важливих валют. Це, у свою чергу, створить стимули для розвитку інструментів хеджування валютних ризиків, що є важливою передумовою для запровадження таргетування інфляції.

Росія пройшла схожим шляхом, успішно запровадивши у 2005 році валютний кошик, що складається з долара США та євро[3]. До глобальної фінансової кризи та подальшої девальвації курс російської національної валюти до кошика підтримувався на досить стабільному рівні. Але в подальшому орієнтир був використаний для поступового збільшення гнучкості обмінного курсу. Зпровадження таргетування інфляції

[3] У випадку Росії частки євро та долара у валютному кошику не були фіксованими, а змінювались час від часу.

очікується у 2014 році. Білорусь також має певний досвід з валютним кошиком, який був запроваджений на початку 2009 року та складався з долара США, євро та російського рубля в однакових пропорціях. Тобто, Україні немає потреби починати з нуля, міжнародній досвід містить достатньо зразків, успішність яких можна повторити.

Як забезпечити достатню гнучкість

Україна є відкритою економікою, при цьому її зовнішня торгівля в значній мірі складається з сировинних товарів. У експорті домінують метали та хімічні продукти з частками відповідно 28% та 8%. У імпорті головну роль відіграють енергоносії, частка яких становить 32%. Оскільки світові ціни на сировинні товари є дуже волатильними, різкі зміни умов торгівлі (тобто, співвідношення індексів експортних та імпортних цін) для України є поширеним явищем. В результаті належна система обмінного курсу повинна мати достатню гнучкість, щоб зменшити вплив шоків умов торгівлі. Але гнучкість також потрібна з огляду на високу волатильність міжнародних ринків капіталу («криза євро» в ЄС та «фіскальний обрив» (fiscal cliff) у США) і невизначені перспективи зростання світової економіки. Крім того, більша гнучкість сприятиме кращому ціноутворенню на ринку валютних ризиків і кращому управлінню такими ризиками, а також стимулюватиме зменшення доларизації економіки у середньостроковій перспективі.

Крім таргетування валютного кошика, що саме по собі означає певну гнучкість по відношенню до окремих валют, необхідно забезпечити додаткову гнучкість через визначення коридору обмінного курсу гривні до валютного кошику. На нашу думку, такий коридор має бути досить широким.

Висновок 3: На перехідний період тривалістю кілька років, до створення умов для запровадження повноцінного таргетування інфляції ми рекомендуємо запровадити режиму валютного кошика. Це дозволить, з одного боку, забезпечити гнучкість, а з іншого, створити орієнтир для формування політики та очікувань.

3.3 Підсумок рекомендацій

Підсумуємо рекомендації. По-перше НБУ повинен припинити інтервенції на валютному ринку і дозволити обмінному курсу стабілізуватись на новому рівні. Такий пошук рівноваги повинен відбуватись в умовах відсутності адміністративних заходів, які зараз викривляють попит/пропозицію іноземної валюти. Після визначення нового рівня обмінного курсу потрібно запровадити новий режим валютного курсу у формі прив'язки до кошика долар/євро/рубль з порівняно широким коридором, наприклад, +/- 10%.

Як правило, НБУ повинен проводити інтервенції лише, коли курс перебуває на межі коридору, а не всередині коридору. Однак, інтервенції будуть доцільними для обмеження впливу на ринок великих валютних операцій, таких як випуск або погашення Єврооблігацій.

Новий режим дозволить НБУ поступово переорієнтувати щоденну монетарну політику на внутрішні цілі, такі як цінова стабільність, і звільнить його від необхідності підтримувати переоцінений обмінний курс. Це стане важливим кроком до збільшення

довіри до монетарної політики. Водночас зберігається важливий орієнтир для очікувань економічних агентів, і НБУ отримує захист від можливого політичного впливу. Відповідно ми рекомендуємо чітко і прозоро повідомити громадськість про нову систему, і підкреслити її переваги порівняно з прив'язкою до долара США, що діяла раніше.

Висновок 4: Важливо дозволити ринку визначити новий рівноважний обмінний курс, який не викривлено адміністративними обмеженнями. Цей рівноважний обмінний курс повинен надалі стати основою для прив'язки гривні до кошика валют з широким коридором для коливань.

3.4 Попередження надмірного знецінення гривні

З теорії і практики добре відомо, що обмінний курс може знецінитись більше, ніж рівноважне значення, після початку плавання. Надмірне знецінення гривні може відбутись на першій стадії переходу до гнучкого курсу, тобто коли НБУ припиняє інтервенції на ринку і дозволяє ринку знайти нову рівновагу. Щоб уникнути шкоди, яку може завдати економіці несподіваний і надмірний стрибок обмінного курсу, НБУ повинен бути готовим до такого варіанту розвитку подій. На нашу думку, НБУ потрібно визначити внутрішній орієнтир "критичного" обмінного курсу, який повинен бути більшим за той курс, який вважається рівноважним (фундаментальним) обмінним курсом. Як тільки цей рівень досягнуто, НБУ варто повернутись на валютний ринок з інтервенціями, оскільки вплив такої зміни обмінного курсу на баланси економічних агентів, особливо банків, може призвести до катастрофічних фінансових та економічних наслідків[4].

Щоб проілюструвати цю думку, припустимо, що НБУ встановив внутрішній орієнтир на рівні 10 грн за дол. США. Після того, як НБУ припиняє інтервенції, ринок може врівноважитись на рівні, наприклад, 9,5 грн за дол. США. В такому випадку цей курс повинен стати центральним рівнем для нового режиму валютного курсу. Однак, може статись, що гривня надмірно знецінюється і обмінний курс перевищує 10 грн за дол. США. В такому випадку НБУ повинен вийти на ринок з інтервенціями, оскільки такий рівень обмінного курсу загрожує фінансовій та економічній стабільності. Як тільки тиск зменшується, і нема причин вважати, що ринок не зможе знайти фундаментально обґрунтований рівноважний курс, НБУ повинен перейти до прив'язки до валютного кошика.

Висновок 5: Щоб уникнути потенційно дестабілізуючого впливу надмірного знецінення гривні НБУ повинен визначити внутрішній орієнтир обмінного курсу, після якого НБУ почне проводити інтервенції на валютному ринку.

---

[4] Потрібно пам'ятати, що банківський сектор має загальну коротку валютну позицію близько 8 млрд дол. США, що робить його вразливим до знецінення гривні. Будь-яке ослаблення гривні буде мати прямий вплив на капітал банків через курсові різниці, не рахуючи непрямого впливу внаслідок досі значних обсягів кредитів в іноземній валюті і можливі проблеми обслуговування таких кредитів багатьма клієнтами.

4 Заключні спостереження

Запропонованим аналізом переконливо доводиться, що чинна валютна політика в Україні нестійка і негативно впливає на економічне зростання. Тому, її потрібно якомога швидше змінювати, і рекомендації щодо зміни, запропоновані в розділі 3.

Водночас валютна політика не повинна розглядатись окремо від загальної макроекономічної політики в країні. А саме, підхід до проведення макроекономічної політики також потрібно змінювати, оскільки поточна модель фіксованого обмінного курсу, обмежувальної монетарної політики та досить експансивної фіскальної політики не змогла забезпечити стійке економічне зростання за негативних зовнішніх умов.

Як може виглядати нова макроекономічна політика? Окрім збільшення гнучкості обмінного курсу, і відповідної зміни орієнтирів монетарної політики на внутрішні (наприклад на цінову стабільність), вона повинна включати консолідацію фіскальної політики. Процес фіскальної консолідації, який почався під час фінансової кризи, і в рамках якого було досягнуто позитивних результатів, опинився під загрозою у 2012 році. Передвиборча кампанія призвела до значного зростання поточних видатків, що збільшило навантаження на бюджет цього року (а також бюджети наступних років). З структурної точки зору квазіфіскальний дефіцит Нафтогазу потрібно вирішувати через підвищення тарифів на газ та опалення, щоб збільшити стійкість фіскальної політики. Додатковим позитивним наслідком такого підвищення тарифів для валютного ринку стане відповідне падіння споживання газу, і відповідно зменшення імпорту.

Відповідно процес збільшення гнучкості обмінного курсу потрібно розглядати як один важливий елемент ширшого пакету реформ для відновлення економічного зростання та макроекономічної стабільності. Відповідно, це завдання не лише для НБУ, а й для всіх відповідальних органів влади в країні.

Ми настійно рекомендуємо проводити запропоновані зміни макроекономічної політики в рамках нової програми МВФ. Кредит МВФ допоможе послідовно підготуватись до таких реформ, і дозволить знизити премії за ризик і відповідно вартість фінансування. Така співпраця також створить важливий зовнішній орієнтир для структурних реформ і відновить довіру до економічної політики.

Перелік останніх Консультативних робіт

- Вдосконалення системи функціонування бюро кредитних історій: основні рекомендації, Роберт Кірхнер, Рікардо Джуччі, Віталій Кравчук, PP 04, травень 2012 року
- Зміни в торговельному режимі Росії та їх наслідки для України, Вероніка Мовчан та Рікардо Джуччі, консультативна робота PP 03, травень 2012 року
- Коригування цін на газ для розкриття економічного потенціалу України, Йорг Радеке, Рікардо Джуччі та Дмитро Науменко, консультативна робота PP 02, березень 2012 року
- Підвищення енергоефективності в Україні: зменшення регулювання та стимулювання енергозбереження, Франк Майсснер, Дмитро Науменко та Йорг Радеке, консультативна робота PP 01, січень 2012 року
- Кількісна оцінка варіантів регіональної інтеграції України: глибока та всеосяжна зона вільної торгівлі з ЄС чи митний союз з Росією, Білоруссю та Казахстаном, Вероніка Мовчан та Рікардо Джуччі, консультативна робота PP 05, листопад 2011 року
- Пропозиції щодо детінізації економіки України, Юрген Ерке, Олександра Бетлій, Роберт Кірхнер, Рікардо Джуччі, консультативна робота PP 04, червень 2011 року
- Регулювання щодо нетрадиційного газу в ЄС: висновки для України, Франк Майсснер та Дмитро Науменко, консультативна робота PP 03, квітень 2011 року
- Банківський сектор в Україні: минулі події та майбутні виклики, Роберт Кірхнер, Рікардо Джуччі, Сайрус де-ла Рубія та Віталій Кравчук, консультативна робота PP 02, березень 2011 року
- Пенсійна реформа в Україні. Коментарі до головних положень проекту закону №7455, Рікардо Джуччі та Олександра Бетлій, консультативна робота PP 01, лютий 2011 року

Перелік останніх Аналітичних записок

- Підняття цін на газ: міжнародний досвід і здобуті уроки, Дмитро Науменко та Йорг Радеке, аналітична записка 03, травень 2012 року
- Соціально-економічні наслідки підвищення тарифів на газ, Олександра Бетлій та Йорг Радеке, аналітична записка 02, травень 2012 року
- Валютна політика в Україні – оцінка і рекомендації, Роберт Кірхнер та Рікардо Джуччі, аналітична записка 01, березень 2012 року
- Рівноважний валютний курс в Україні: Оцінка значення та рекомендації для 2011/2012 років, Енцо Вебер, Роберт Кірхнер та Рікардо Джуччі, аналітична записка 18, листопад 2011 року
- Залучення іноземних інвестицій в Україну: кількісні і якісні аспекти, Рікардо Джуччі та Роберт Кірхнер, аналітична записка 17, листопад 2011 року
- Податковий принцип, органи влади та огляд німецької системи оподаткування, рекомендації для України, Даніела Хайтеле та Томас Оттен, аналітична записка 16, листопад 2011 року
- Основи, методи стягнень та контролю ПДВ та потенційна можливість впровадження в Україну, Даніела Хайтеле та Томас Оттен, аналітична записка 15, листопад 2011 року

Всі роботи є у відкритому доступі на сайті Німецької консультативної групи http://beratergruppe-ukraine.de/?content=publikationen/beraterpapiere (з питань отримання регулярної розсилки, контактуйте info@beratergruppe-ukraine.de) та на сайті Інституту економічних досліджень та політичних консультацій http://www.ier.com.ua/ua/arhives_papers.php (з питань, які виникають, звертайтесь до: institute@ier.kiev.ua)