Інститут економічних досліджень та політичних консультацій
Німецька консультативна група

Серія консультативних робіт [PP/01/2008]

Вчимося «плавати»: рекомендації щодо валютної політики України в період переходу до таргетування інфляції

Рікардо Джуччі, Роберт Кірхнер, Віталій Кравчук

Берлін/Київ, Червень 2008р.

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, бути реальним чинником формування громадської думки шляхом організації відкритого публічного діалогу та сприяти розвитку економічних та суспільних наук, і стимулювати розвиток 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.kiev.ua

Про Німецьку консультативну групу

Німецька консультативна група з питань економічних реформ працює в Україні з 1994 року, консультуючи український уряд й інші державні органи, такі як Національний банк України, по широкому колу питань економічної політики і розвитку фінансового сектору. Наші аналітичні роботи презентується і обговорюється 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
Schillerstr. 59
D-10627 Берлін
Tel: +49 30 / 20 61 34 64 0
Fax: +49 30 / 20 61 34 64 9
info@beratergruppe-ukraine.de
www.beratergruppe-ukraine.de

© 2008 Інститут економічних досліджень та політичних консультацій
© 2008 Німецька консультативна група

Всі права застережено.

Вчимося «плавати»: рекомендації щодо валютної політики України в період переходу до таргетування інфляції

Резюме

Орієнтація на фіксований обмінний курс, характерна для України до початку 2008 року, не дозволила забезпечити цінову стабільність, а тому повинна бути замінена новою монетарною стратегією. У той час як більшість експертів погоджується з необхідністю остаточно встановити режим таргетування інфляції у середньостроковому періоді (тобто приблизно через 3 роки), менше згоди існує з приводу перехідного періоду до нового режиму. У цій роботі ми зосередимося саме на перехідному періоді.

Перехідний період повинен забезпечити виконання двох цілей. З одного боку, він повинен надати Національному банку України (НБУ) достатньо часу для боротьби з поточною високою інфляцією. З іншого, він повинен забезпечити громадськість певним орієнтиром щодо майбутніх змін обмінного курсу. Найкращий спосіб досягти обидві цілі – це встановити коридор для коливань обмінного курсу. Коридор повинен бути визначений у доларах США (не в корзині валют) і бути достатньо широким для ефективної боротьби з інфляцією. Якщо визначений коридор заважає ефективній боротьбі з інфляцією, тоді його слід переглядати. Більш того, ми пропонуємо уточнити роль офіційного обмінного курсу. Він повинен базуватись на ринкових умовах та щоденно встановлюватись НБУ для того, щоб забезпечити громадськість об'єктивним орієнтиром для приватних угод. І наостанок, НБУ повинен вдосконалити спілкування з громадськістю, сприяючи таким чином підготовці до впровадження таргетування інфляції в майбутньому.

Автори

Роберт Кірхнер	kirchner@berlin-economics.com	+49 30 / 20 61 34 64 2
Рікардо Джуччі	giucci@berlin-economics.com	+49 30 / 20 61 34 64 1
Віталій Кравчук	kravchuk@ier.kiev.ua	+380 44 / 235 63 27

Подяка

Автори висловлюють подяку рецензенту Вероніці Мовчан.

Зміст

1. Вступ

2. Стратегічне рішення для НБУ: фіксований обмінний курс чи таргетування інфляції

3. Валютна політика у період переходу до таргетування інфляції

4. Роль офіційного обмінного курсу

5. Гнучкість обмінного курсу і міжнародна конкурентоспроможність

6. Висновки

1. Вступ

З 2000 року гривня була де-факто прив'язана до долара США. До 2005 року долар США добре виконував свою роль номінального якоря монетарної політики, і прив'язка зробила свій внесок у відносно швидке зниження інфляції. Однак з 2005 року притік капіталу в Україну різко зріс, і відтоді система перестала працювати належним чином, що підтверджується останніми даними щодо інфляції у понад 30%[1]. Таким чином, долар США більше не може вважатися номінальним якорем, який гарантує підтримання помірної інфляції[2].

З кінця 2007 року Національний банк України (НБУ) спробував зробити монетарну політику жорсткішою за допомогою кількох інструментів[3], але усвідомив неефективність прив'язки до іншої валюти і у березні 2008 року вирішив зменшити свої інтервенції на валютному ринку та дозволити більшу гнучкість обмінного курсу. У результаті гривня значно укріпилася проти долара США. Пізніше, 21 травня, Правління НБУ вирішило змінити офіційний обмінний курс гривні з попереднього 5,05 грн./дол. США до 4,85 грн./дол. США, щоб наблизити його до ринкового. Пізніше новий офіційний курс щоденно корегувався на дуже маленькі значення. Однак, окрім цих дій, чіткої картини щодо майбутньої монетарної і валютної політики країни не з'явилося.

Ми виступали на користь запровадження більшої гнучкості обмінного курсу в попередніх роботах [4] а тому вітаємо перші кроки НБУ у цьому напрямку. У даній роботі ми обговорюємо і надаємо рекомендації відносно майбутньої монетарної і валютно-курсової політики в Україні. У частині 2 ми аналізуємо стратегічний вибір між фіксованим обмінним курсом і таргетуванням інфляції. У частині 3 зупиняємося на періоді переходу до таргетування інфляції та надаємо рекомендації щодо валютно-курсової політики в цей період. У частині 4 досліджується роль офіційного обмінного курсу. У частині 5 ми обговорюємо наслідки більшої гнучкості обмінного курсу для міжнародної конкурентоспроможності, що дуже важливо для українського бізнесу. Частина 6 підсумовує роботу.

2. Стратегічне рішення для НБУ: фіксований обмінний курс чи таргетування інфляції

Економічна теорія стверджує, що неможливо успішно підтримувати обмінний курс і забезпечити цінову стабільність за умов вільного руху капіталу («неможлива трійця»). Нещодавній досвід України є ще одним емпіричним доказом цієї теорії. До 2005 року, у період дуже обмеженого притоку капіталу в Україну, НБУ був спроможний утримувати інфляцію, фіксуючи обмінний курс до долара США. Однак з 2005 року Україна стала важливим об'єктом вкладень для іноземних інвесторів, і притік капіталу значно зріс. У результаті цілі зовнішньої та внутрішньої стабільності гривні більше не могли поєднуватись. У той час як зовнішня вартість гривні по відношенню до долара США залишається стабільною, інфляція зросла, перевищивши 30% у квітні 2008 року. Іншими словами, долар США не виконав функції номінального якоря у монетарній політиці.

Якщо взяти до уваги те, що Україна є швидкозростаючою перехідною економікою, цей сплеск інфляції не є дивним, оскільки за умов фіксованої прив'язки та великого притоку

1 На противагу цьому висновку, фіксований обмінний курс не слід вважати єдиною причиною високої поточної інфляції. Див. також Р. Кірхнер/ Р. Джуччі/ В. Кравчук (2007): «Висока інфляція в Україні: аналіз і рекомендації»", консультативна робота НКГ/ІЕД W10, www.ier.kiev.ua.

2 У принципі, такий притік іноземної валюти може також виникнути і в рахунку поточних операцій, наприклад, внаслідок значних покращень умов торгівлі. Результати для створення грошей та інфляції будуть схожими.

3 НБУ звузив мінімальні вимоги до резервування, посилив свої операції стерилізації через продаж депозитних сертифікатів (ДС) та підвищив облікову ставку кілька разів.

4 Див., наприклад, Р. Кірхнер/ Р. Джуччі/ В. Кравчук (2006): «Валютна політика в Україні: Чому і як відпускати гривню», консультативна робота НКГ/ІЕД V10, www.ier.kiev.ua.

капіталу це єдиний спосіб здійснення реального укріплення. У такій ситуації утримання фіксованого номінального обмінного курсу змушує НБУ регулярно робити інтервенції на валютному ринку, купуючи великі обсяги іноземної валюти за щойно надруковані гривні. Оскільки можливості стерилізації обмежені, то це зростання монетарних агрегатів обов'язково призводить до інфляції. Важливим є те, що за такого сценарію політика збільшення процентних ставок для боротьби з інфляцією є недостатньою і може призвести до небажаних наслідків. Будь-яке збільшення внутрішніх процентних ставок порівняно з зовнішніми може привернути увагу валютних спекуляторів («carry-traders»), які намагаються заробити на різниці між процентними ставками без значного ризику втратити (оскільки обмінний курс фіксований). Відповідно зростання процентних ставок може привабити ще більше іноземного капіталу в країну, змушуючи до більших інтервенцій та розширення пропозиції грошей. Порочне коло, відоме в літературі як «стерилізаційна пастка», - результат таких неправильних дій.
Враховуючи те, що скоріш за все притік капіталу в країну триватиме ще багато років, НБУ стикнувся з проблемою, як поєднати обмінний курс та цінову стабільність у майбутньому. Як наслідок, НБУ повинен вирішити, яка з цілей більш важлива. На наш погляд, цінова стабільність є важливішою за стабільність обмінного курсу, оскільки вона є передумовою довгострокового економічного зростання. Це фундаментальне рішення передбачає, що новою чіткою метою монетарної політики повинно бути підтримання цінової стабільності, як у Єврозоні та у більшості нових членів ЄС зі Східної Європи. Найбільш доречний спосіб досягти цієї мети – це запровадження стратегії таргетування інфляції (ТІ).

Але перед остаточним запровадженням ТІ потрібно провести підготовчу роботу. Протягом періоду переходу до ТІ обмінний курс продовжить відігравати ключову роль в економіці України. Це досить типово для багатьох ринків, що знаходяться в процесі становлення, та перехідних країн, що рухаються від фіксованого до більш гнучкого обмінного курсу. Окрім цього, громадськість потребує часу для пристосування до нових умов. Як наслідок, важливо дослідити перехідний період та надати рекомендації щодо того, як ним керувати.

Рекомендація 1: НБУ повинен сфокусувати свої дії у монетарній політиці на підтриманні внутрішньої цінової стабільності на противагу стабільності обмінного курсу. Це фундаментальне рішення передбачає впровадження таргетування інфляції у середньостроковій перспективі.

3. Валютна політика протягом періоду переходу до таргетування інфляції

Перехід від фіксованого обмінного курсу на таргетування інфляції не потрібно здійснювати різко з огляду на низку факторів. По-перше, громадськість потребує часу для адаптації та ознайомлення з більш гнучким обмінним курсом. Як наслідок, необхідно обмежити коливання валютного курсу на деякий час для того, щоб уникнути помилкової реакції людей. По-друге, раптове значне зростання волатильності обмінного курсу може спричинити серйозні проблеми у країнах, що знаходяться в процесі становлення, до яких відноситься й Україна, оскільки ці країни мають високий ступінь доларизації і відносно слабкі фінансові системи. Тому ці країни часто демонструють «страх перед плаваючим обмінним курсом» (див. Вставку 1)

Вставка 1: Страх перед плаваючим обмінним курсом

Багато країн і ринків, що знаходяться в процесі становлення, демонструють у перехідному періоді ”страх перед плаваючим обмінним курсом”, який можна наочно спостерігати. Він означає, що зміни у номінальному валютному курсі (відносно валюти-якоря) часто обмежуються владою, у той час як міжнародні резерви та процентні ставки поглинають шоки та демонструють набагато вищий ступінь варіації. Така поведінка часто абсолютно протилежна до декларованої владою стратегії плаваючого валютного курсу.

Одна з головних причин такої поведінки, що суперечить політиці гнучкого обмінного курсу, притаманної для основних розвинутих країн, полягає в обмеженій здатності фінансових секторів країн, що знаходяться в процесі становлення, до боротьби з волатильністю обмінного курсу. Режим плаваючого курсу валют, який зрівноважує пропозицію та попит на ринку, зазвичай веде до збільшення варіативності курсу. У країнах, що знаходяться в процесі становлення, це може викликати напруженість у фінансовому секторі через деякі часто притаманні йому характеристики:

1. Висока, незабезпечена доларизація (в частині зобов'язань)
2. Балансова невідповідність
3. Слабкий фінансовий сектор

За умови, що активи часто деноміновані у місцевій валюті, зобов'язання в іноземній валюті створюють валютну невідповідність у балансах приватних агентів. Це може призвести у випадку раптової та неочікуваної девальвації до серйозних проблем з балансами відповідних агентів (домашні господарства, підприємства), особливо коли відсутнє страхування від такої події (наприклад, незабезпечені запозичення в іноземній валюті). У результаті таких проблем чиста вартість відповідних агентів впаде. Оскільки банки виступають як основні фінансові посередники в цих країнах, погіршення галузевих балансів майже відразу позначиться на внутрішньому фінансовому секторі та створить загрозу для його стабільності. Звідси проблеми швидко перейдуть у реальний сектор.

Через ці логічні причини страху перед плаванням ми підтримуємо поступовий перехід до системи гнучкого обмінного курсу в контексті таргетування інфляції.

Для подальшої довідки див. Calvo/Reinhart (2002): Fear of Floating, Quarterly Journal of Economics, 117, pp. 379-408.

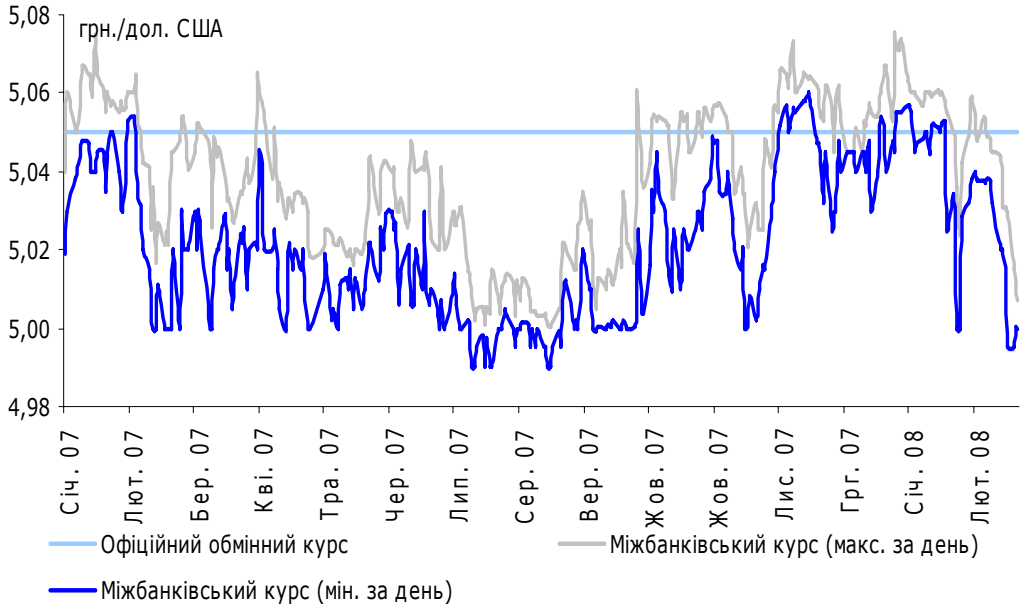
По-третє, впровадження ТІ потребує технічної підготовки. Найбільш важливо покращити прогнозування інфляції, виходячи з її важливої ролі у системі ТІ. По-четверте, для того, щоб не дискредитувати нову систему від початку, важливо зменшити інфляцію перед впровадженням ТІ. Таргетування досить високого показника інфляції, наприклад на рівні 15%, не буде сумісним із кінцевою метою ТІ і може підірвати репутацію нової системи та довіру до НБУ.

Усе це приводить нас до проблеми, яку політику слід розробити на період переходу до ТІ. Перехідний період повинен змістити баланс між монетарною та валютною політиками. З одного боку, НБУ повинен мати достатньо простору для проведення активної монетарної політики з метою зменшення інфляції, а з іншого – потрібно уникати різких коливань валютного курсу, значної пере- або недооцінки обмінного курсу та дезорганізації ринків, враховуючи досить високий рівень доларизації та існування валютних невідповідностей у нефінансовому секторі економіки. Для досягнення обох цілей центральним моментом перехідного періоду повинно бути впровадження та оголошення нового коридору для коливань обмінного курсу стосовно долара США. Коридор повинен бути достатньо широким для того, щоб зробити можливою ефективну боротьбу з інфляцією навіть за умов значного притоку капіталу. Ширина коридору повинна бути як мінімум 30 копійок. Більш того, обмінний курс долара США повинен коливатися відносно вільно в межах цього коридору. Інтервенції в межах коридору (не на границі) можуть бути доречними за певних обставин, однак не потрібно створювати неформальний «внутрішній» коридор, як це було у 2005-2008 роках. У той час як офіційний коридор у 2007 році (та 2008 році) був 4,95-5,25 грн./ дол. США згідно із засадами монетарної політики країни, НБУ фактично не

дозволяв гривні залишати неформальний вужчий коридор у 5,00-5,06 грн./ дол. США, який захищався інтервенціями на валютний ринок (див. Рисунок 1).

Рисунок 1

Щоденний обмінний курс та офіційний обмінний курс (01.01.2007-19.03.2008)



Джерело: Reuters Investor

Рекомендація 2: Потрібно створити та оголосити про новий коридор для коливання обмінного курсу. Коридор повинен бути достатньо широким для того, щоб дозволити НБУ ефективно боротися з інфляцією.

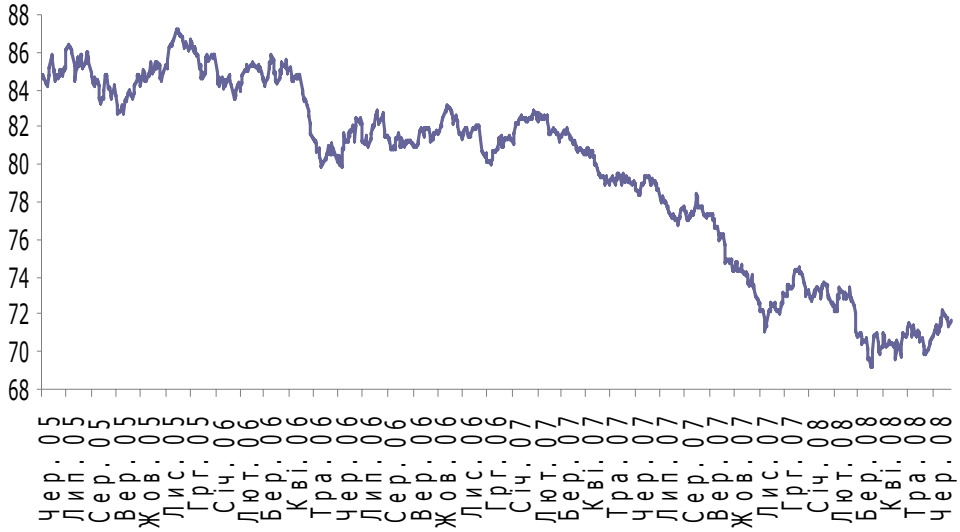
Важливе питання стосується рівня нового коридору. Новий коридор повинен без проблем охоплювати ринковий курс у момент його встановлення з обох сторін. Якщо умови різко змінюються після кількох місяців, і коридор не дозволяє боротися з інфляцією в ефективний спосіб, тоді необхідно встановити новий коридор. Важливо пам'ятати, що боротьба з інфляцією – це основна мета перехідної системи, і що керування обмінним курсом робиться здебільшого для нормалізації очікувань через пом'якшення надмірних коливань.

Рекомендація 3: Рівень нового коридору потрібно встановити згідно з ринковими умовами. У випадку значної зміни таких умов встановлюється та оголошується новий коридор.

Зважаючи на слабкість долара США в останні роки (див. Рисунок 2), деякі аналітики виступають проти його використання для визначення нового коридору в перехідний період.

Рисунок 2

Номінальний індекс долара США проти основних валют



Джерело: Федеральна резервна система США

Також пропонується до уваги факт незначних обсягів торгівлі між Україною та США як причина визначати коридор не в доларах США. Відповідно до цих міркувань, НБУ повинен був би визначити новий коридор в іншій валюті (такій як євро) або в корзині валют. Однак ми не вітаємо таку зміну. Зважаючи на дані НБУ щодо торговельних операцій з валютою, долар США досі домінує в експортних та імпортних трансакціях. У 2007 році на долар США припадало 75% в надходженнях і 71% у виплатах рахунку поточних операцій, тоді як на російський карбованець – 14% і 8%, на євро – 10% і 20% відповідно. Більш того, мета нового коридору полягає не у встановленні нової системи обмінного курсу, а в нормалізації очікувань та забезпеченні плавного переходу до ТІ. Фундаментально змінюючи спосіб визначення зовнішньої вартості гривні, НБУ не зможе нормалізувати очікування, але створить величезну невизначеність у громадськості. Потрібно зважати й на те, що населення України та бізнесмени довго використовували долар США як одиницю розрахунків і надалі будуть продовжувати це робити. І наостанок, немає сенсу впроваджувати нову формулу зовнішньої вартості гривні, яка, після впровадження ТІ, відпаде у будь-якому випадку.

Рекомендація 4: Новий коридор потрібно встановити у доларах США. Таким чином, корзина валют не має буде застосована.

Впродовж періоду переходу та в рамках режиму ТІ коливання обмінного курсу стануть звичним явищем. У принципі це повинно вітатися владою, оскільки такі коливання поступово створюють відчуття «двостороннього» валютного ризику, що може допомогти протидіяти спекулятивним валютним операціям. Як було вище написано, велика різниця в обмінних курсах між внутрішніми та іноземними ставками (як це спостерігається на прикладі спреду між ставками KievPrime та US-LIBOR різної строковості) може привабити валютних спекулянтів та трейдерів («carry-traders»). Більша гнучкість обмінного курсу може допомогти у боротьбі з ними, оскільки несхильні до ризику агенти будуть вкладати менші суми грошей за умов таких коливань.

Очікуване збільшення коливань обмінного курсу також допоможе пом'якшити слабкі місця, що досі існують через широко поширену доларизацію, для якої форма режиму обмінного

курсу, здається, відіграє певну роль. Зокрема, більша гнучкість курсу валют підвищує двосторонній валютний ризик і може таким чином сприяти дедоларизації економіки.

Рекомендація 5: Обмінний курс має вільно коливатися в рамках визначеного коридору

Більше того, коливання обмінного курсу не є значною проблемою, доки економічні агенти можуть застрахуватися від такого роду коливань. Але на сьогоднішній день в українських підприємств практично немає жодної можливості застрахуватися від цих ризиків. На практиці внутрішні ринки форвардних та ф'ючерсних контрактів є нерозвинутими та неліквідними в Україні. Таким чином, важливим доповненням до нової політики у сфері обмінного курсу має бути скасування існуючих обмежень та перешкод, а також дозвіл на створення ефективних інструментів хеджування. Це пов'язано також з покращенням необхідної інфраструктури та інститутів, що мають гарантувати ліквідний та ефективний ринок іноземної валюти як для спотових, так і для ф'ючерсних продуктів.

Рекомендація 6: Для управління ризиками, що пов'язані із більшими коливаннями обмінного курсу, необхідно скасувати існуючі правові перешкоди для розвитку інструментів хеджування.

Під час перехідного періоду головним завданням є підготовка громадськості до запровадження у середньостроковій перспективі розвинутої системи інформаційних технологій, а чітка та узгоджена інформація щодо цілей монетарної політики та безпосередніх дій відіграє головну роль у досягненні цієї мети. Якщо приватні агенти не зможуть зрозуміти рішення у сфері монетарної політики через нестачу інформації або протилежні сигнали, дуже ймовірною буде нестійкість фінансових ринків (як це можна було побачити у випадку з відсотковою ставкою та обмінним курсом). Але якщо приватні агенти зможуть краще розуміти та передбачати дії регулятора завдяки удосконаленому інформуванню, довіра та успіхи НБУ значно зростуть[5]. Крім того, оскільки інформація є важливою частиною розвинутої системи таргетування інфляції, її покращення сьогодні може розглядатися як створення передумови для запровадження ТІ у середньостроковій перспективі.

Рекомендація 7: Для підвищення довіри, нова монетарна та валютно-курсова політика мають бути представлені громадськості у чіткій та прозорій формі.

4. Значення офіційного обмінного курсу

НБУ встановлює офіційне значення обмінного курсу по відношенню до основних валют, яке публікується на його веб-сторінці та використовуються громадськістю. Протягом 2007 року офіційний обмінний курс по відношенню до долару США залишався стабільним на рівні 5,05 грн./дол. США, у той час як по відношенню до інших валют він змінювався відповідним чином. 21 травня 2008 року після декількох тижнів підвищення курсу гривні на міжбанківському ринку, Правління НБУ закріпило новий обмінний курс на рівні 4,85 грн./дол. США.

Офіційний обмінний курс виконує дві головні функції. По-перше, він є орієнтиром для громадськості у питанні, який рівень обмінного курсу НБУ вважає найбільш відповідним. Передаючи зрозумілі сигнали громадськості, курс має відігравати роль номінального якоря валютно-курсової політики. По-друге, офіційний курс є обов'язковим для деяких трансакцій з органами влади (здебільшого для мит та податків у міжнародній торгівлі) та між органами влади, головним чином трансакції між Казначейством та НБУ. По-третє, він використовується в бухгалтерському обліку. Для забезпечення ясності необхідно виділити, які функції офіційний курс не виконує. Обмінний курс не передбачає жодних зобов'язань з боку НБУ виходити на ринок на встановленому рівні - факт, який узгоджується із фактичною природою таргетування обмінного курсу (відсутність формального

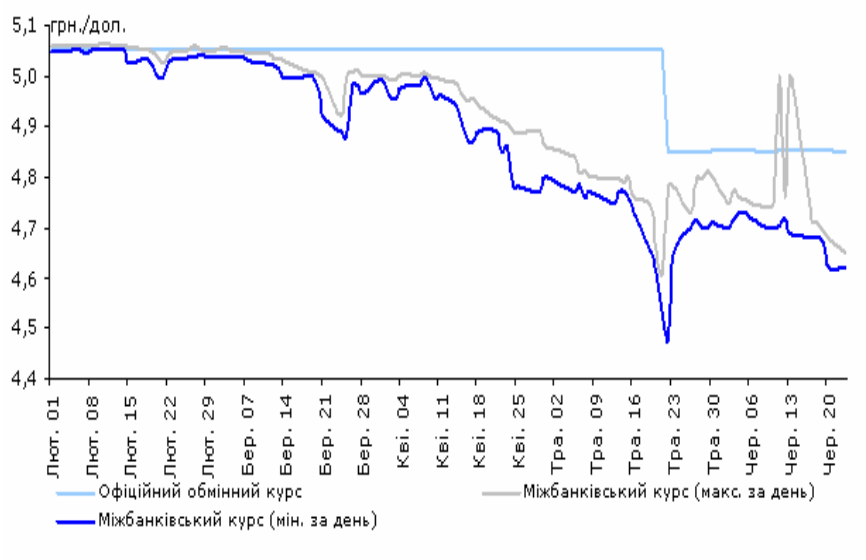
5 Існує відносно широкий консенсус між економістами, що покращена інформація з боку центрального банку може збільшувати добробут за певних умов. Див., наприклад, Jansen/de Haan (2004): Look who's talking: ECB communication during the first years of EMU. CESifo Working Paper Series 1263, CESifo.

таргетування обмінного курсу). Крім того, офіційний курс не відображає щоденні зміни на міжбанківському ринку і, таким чином, не є вдалим орієнтиром для використання у приватних контрактах.

До 2008 року офіційний обмінний курс гривні стосовно долара США добре виконував свої функції. Він чітко вказував громадськості на бажаний рівень обмінного курсу, а громадськість, у свою чергу, будувала свої очікування на цих сигналах. Але в 2008 році офіційний та ринковий курси розійшлися, ставлячи під питання сигнальну функцію офіційного обмінного курсу (див. Рисунок 3). Наприклад, 20 травня 2008 року ринковий курс становив 4,63 грн./дол. США, у той час як офіційний курс залишався на рівні 5,05 грн./дол. США.

Рисунок 3

Щоденний ринковий та офіційний обмінні курси з лютого 2008 року



Джерело: Reuters Investor

Майбутнє офіційного обмінного курсу залежить від майбутньої політики НБУ у цій сфері. Якщо НБУ вирішить підтримувати стару систему таргетування обмінного курсу (навіть якщо він буде на новому рівні, скажімо, 4,85 грн./дол. США замість 5,05 грн./дол. США), тоді логічним буде підтримувати старі функції обмінного курсу. Але, як ми пояснювали вище, стара система не зможе зменшити рівень інфляції, і тому необхідною є нова перехідна система. Як наслідок, виникає питання, яку роль має відігравати офіційний курс у перехідному періоді.

Як зазначалося вище, перехідний період має надавати основні рекомендації з питань обмінного курсу, але й має готувати до більшої гнучкості у майбутньому. На наш погляд, оголошення коридору обмінного курсу забезпечує достатній рекомендаційний рівень для громадськості. Крім того, підтримання фіксованого офіційного курсу передбачає деяку форму фіксації, що не готує громадськість до більшої гнучкості обмінного курсу, який настане із остаточним запровадженням ТІ. І нарешті, ринковий курс може суттєво коливатися під час перехідного періоду, що передбачає суттєві відмінності між ринковими та офіційними ставками. Це могло би вводити в оману та шкодити довірі до НБУ. Таким чином, НБУ не варто декларувати фіксований рівень обмінного курсу під час перехідного періоду.

Замість цього, ми рекомендуємо запровадити гнучкий офіційний обмінний курс стосовно долара США. Останні спроби НБУ здійснювати щоденні невеликі зміни в офіційному курсі вітаються, але вони мають отримати продовження. Новий офіційний обмінний курс має де-юре та де-факто відображати ринкові умови, наприклад, розраховуватися на основі конкретних подій на міжбанківському ринку. Офіційний курс має щоденно публікуватися на офіційній веб-сторінці НБУ. Крім того, інформація щодо попередніх офіційних обмінних курсів, включаючи минулі часові ряди, має бути легкодоступною в Інтернеті. Таким чином,

економічні агенти зможуть мати об'єктивну та обґрунтовану основу для визначення вартості гривні для різних операцій. Крім того, такі заходи обмежать силу комерційних банків у встановленні дуже різних обмінних курсів для різних типів операцій з клієнтами. Недостатня прозорість рівня «ринкового» обмінного курсу може використовуватися банками для стягування прихованої плати зі своїх клієнтів.

«Ставка-орієнтир» обмінного курсу, яка щоденно публікується Європейським центральним банком (ЄЦБ), може фактично виступати моделлю для нового офіційного курсу (див. Вставку 2). Однак для збереження ясності в Україні варто залишити старий термін «офіційний обмінний курс».

Вставка 2: Порівняльний курс Європейського центрального банку (ЄЦБ)

На сьогоднішній день ЄЦБ публікує ставки-орієнтири обмінного курсу євро для 35 валют. Ставки-орієнтири оприлюднюються після щоденної процедури «концентрації», що включає консультації з центральними банками в межах та поза межами Єврозони. ЄЦБ намагається забезпечити, щоб такі курси відображали ринкові умови, що переважають на час оцінювання, тобто на 14.15 за центральноєвропейським часом. Кількість значущих цифр, що використовується, може змінюватися в залежності від валюти, відображаючи ринкові умови. Тим не менш, у більшості випадків використовується п'ять значущих цифр.

Джерело: Європейський центральний банк

Рекомендація 8: Офіційні обмінні ставки НБУ (включаючи курс долара США) мають щоденно розраховуватися та публікуватися на основі ринкових операцій. Ставка-орієнтир ЄЦБ може використовуватися у якості моделі для цього.

5. Гнучкість обмінного курсу та міжнародна конкурентоспроможність

У кінці першого кварталу 2008 року НБУ запровадив більшу гнучкість обмінного курсу – крок, що в сучасних ринкових умовах призвів до значного посилення курсу гривні відносно американського долара. Це, у свою чергу, спричинило хвилю критики зі сторони експортерів та підприємств, що стикаються з сильною конкуренцією с боку імпорту. Ці підприємці стурбовані втратою їх міжнародної конкурентної позиції. З точки зору макроекономіки, окремі спостерігачі стверджують, що нещодавнє підвищення обмінного курсу зменшить експорт та призведе до зростання імпорту, і, як наслідок, до зростання і без того великого дефіциту рахунку поточних операцій; економічне зростання також постраждає від цього. Беручи до уваги важливість міжнародної конкурентоспроможності для підтримки стабільного економічного зростання у відкритій економіці, якою є Україна, цей фактор заслуговує на особливу увагу.

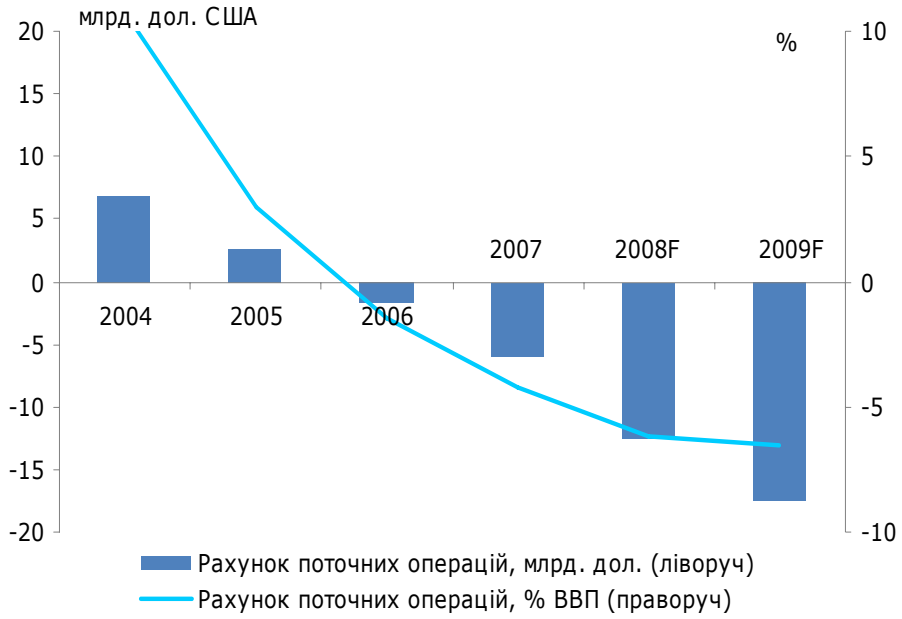
На наш погляд, на сьогоднішній день боротьба з інфляцією повинна бути пріоритетом у макроекономічному управлінні. Якщо боротьба з інфляцією тягне за собою скорочення експорту у короткостроковому періоді, тоді такі економічні втрати треба прийняти. Слід пригадати зауваження НБУ, що якщо інфляцію на вдасться успішно подолати тепер, тоді економічні втрати від зниження інфляції у майбутньому будуть значно більшими, і сценарій "жорсткого приземлення" стане реальнішим. Тому ця критика є дуже короткозорою. Окрім того, багато експортерів останнім часом працюють у дуже сприятливих умовах торгівлі, зокрема, за високих цін на метали та добрива. Як наслідок, у цій ситуації має бути достатньо простору для пристосування до нещодавнього підвищення гривні. Більше того, конкурентна позиція експортерів залежить як від номінального обмінного курсу, так і від інфляції (тобто реального обмінного курсу) – важливий момент, що часто не береться до уваги у цій дискусії. Оскільки більша гнучкість, включаючи підвищення курсу гривні, знижує інфляцію, експортери також виграють від цього кроку у найближчому майбутньому, оскільки їх витрати будуть зростати повільніше. З іншого боку, якщо інфляція не буде обмежена, то це буде найбільшою загрозою для конкурентоспроможності, оскільки реальний обмінний курс зросте і може досягнути надвисоких значень у майбутньому. Окрім цього, все ще залишається достатньо простору

для вдосконалення міжнародної конкурентної позиції українських експортерів шляхом інвестицій, особливо в енергозберігаючі технології. Слід нагадати, що підвищення обмінного курсу робить імпортовані товари дешевшими, прискорюючи таким чином структурні зміни. Однак головним рушієм для підвищення конкурентної позиції України повинні бути належні управлінська та інвестиційна політики компаній, а не політика обмінного курсу. І насамкінець слід відзначити, що менший експорт певних секторів автоматично знижує імпорт. Таким чином, чистий вплив підвищення курсу гривні на торговий баланс та економічне зростання часто перебільшений через використання валових показників.

Повертаючись до середньострокової перспективи, слід наголосити, що більша гнучкість не призводить до автоматичного підвищення курсу гривні, а отже меншого експорту. Цей результат характерний у короткостроковому періоді, як показують останні дані. Однак беручи до уваги високий і надалі зростаючий дефіцит рахунку поточних операцій (див. Рисунок 4) і зростання імпортних ціни на енергоносії, більша гнучкість може призвести до пониження обмінного курсу гривні у середньостроковому періоді. Також у випадку суттєвого скорочення притоку капіталу обмінний курс може бути знижений.

Рисунок 4

Рахунок поточних операцій 2004-2009П



Джерело: НБУ, прогноз ІЕД

Більша гнучкість, у свою чергу, призведе до поглинання негативних зовнішніх шоків і підтримки зовнішньої стабільності України, що є надзвичайно важливим для зовнішньої торгівлі та експортерів зокрема. У цьому сенсі гнучкий обмінний курс може забезпечити менш витратний та значно швидший механізм адаптації до змін у відносних цінах всередині країни та за кордоном за умов присутності таких шоків.

Рекомендація 9. Критика експортерів та підприємств, що стикаються з сильною конкуренцією с боку імпорту, стосовно нещодавнього підвищення обмінного курсу гривні є короткозорою і не достатньо обґрунтованою. Вона не повинна жодним чином відволікати НБУ від виконання його найважливішого завдання – боротьби із високою інфляцією в Україні.

6. Висновки

На даний момент інфляція, поза сумнівом, є найбільшою економічною та соціальною проблемою в Україні. Якнайшвидше необхідно знизити її рівень, використовуючи при цьому стандартні інструменти економічної політики, а не покладатись на адміністративні заходи. В іншому випадку інфляційні очікування надалі зростатимуть і стануть основою для формування цін та заробітних плат у найближчому періоді (зв'язок «ціна-зарплата»). Як наслідок вторинних ефектів, інфляційні процеси приводитимуться в дію своєю власною динамікою, і можливості НБУ знизити інфляцію будуть значно обмежені. За таких умов, як показує міжнародний досвід, витрати на боротьбу з інфляцією в термінах економічного зростання стають дуже високими.

Таким чином, головною метою НБУ на сьогодні повинна бути боротьба з інфляцією. Оскільки таргетування обмінного курсу де-факто не забезпечило цінову стабільність, від нього потрібно відмовитися. Зараз економічні умови для переходу на більш гнучку систему є достатньо вдалими. НБУ акумулював значні золотовалютні резерви, що дозволяє йому здійснювати інтервенції на валютному ринку для пом'якшення шоків. У той же час, деякі оглядачі стверджують, що курс гривні на даний час співставний із фундаментальними факторами, що впливають на неї. Це ще один аргумент на користь більшої гнучкості в поточний момент часу, оскільки раптові та значні коливання обмінного курсу не очікуються за даним сценарієм. У середньостроковій перспективі, приблизно через 3 роки, має бути впроваджено повноцінний режим таргетування інфляції. У середині цього періоду, тобто протягом періоду переходу до таргетування інфляції, валютна політика має бути спрямована на зниження інфляції, а також надання учасникам ринку певних вказівок щодо майбутньої динаміки обмінного курсу. Як пояснювалось вище, найкращий спосіб для досягнення цих цілей – це оголошення широкого коридору коливань обмінного курсу, який з часом буде поступово розширюватись.

Отже, на даний момент не існує реальної альтернативи підвищенню гнучкості обмінного курсу. Притримуватися старої системи таргетування обмінного курсу буде стратегічною помилкою. Макроекономічна стабільність може бути посилена через поступовий рух в напрямі вільнішої монетарної політики, спрямованої на внутрішні цілі (тобто цінову стабільність), тоді як зміни обмінного курсу будуть відігравати роль убезпечення економіки від впливів зовнішніх шоків.

Список останніх консультативних робіт

1. Державно - приватне партнерство у секторі автомобільних доріг України. Ключові принципи для досягнення успіху, Фердінанд павел, консультативна робота W16, Лютий 2008
2. Реформування поштового сектору в Україні: покращення поштових послуг але не поштамту, Ларс Хандріх, Свен Хейтзлер, консультативна робота W15, Лютий 2008
3. Як сплачуєте, так і отримуєте! Реформування принципів фінансування лікарень в Україні, Ларс Хандріх, Олександра Бетлій, консультативна робота W14, Лютий 2008
4. Міжнародна фінансова криза: Ризики і рекомендації для України, Рікардо Джуччі, Роберт кірхнер та Вероніка Мовчан, консультативна робота W13, Лютий 2008
5. Україна та ЕВРО-2012 Як гарантувати його економічний потенціал, Фердінанд Павел, Наталія Сисенко, консультативна робота W12, Грудень 2007
6. Чи слід мені залишитись, чи слід їхати? Українська міграція в економічному розрізі Олександр Данзер та Ларс Хандріх, консультативна робота W11, Грудень 2007
7. Висока інфляція в Україні: аналіз і рекомендації, Рікардо Джуччі, Роберт Кірхнер та Віталій Кравчук, консультативна робота W10, Грудень 2007
8. Зовнішні запозичення приватного сектору та зростання кредитів в Україні: Тенденції та рекомендації для економічної політики, Рікардо Джуччі Роберт Кірхнер та Юлія Полєтаєва, консультативна робота W9, Грудень 2007
9. Прорив у приватизації електроенергетичного сектора? Пропозиція Міністерства палива та енергетики, Фердінанд Павел, Олег Крикавський та Інна Юзефович, консультативна робота W8, Жовтень 2007
10. Криза німецької системи соціального медичного страхування - уроки для України, Ларс Хандріх, Олександра Бетлій, консультативна робота W7, Вересень 2007
11. Реструктуризація державного боргу перед НБУ: бюджетні витрати Рікардо Джуччі, Роберт Кірхнер та Віталій Кравчук, консультативна робота W6, Вересень 2007
12. Контракти з первинними дилерами державних цінних паперів. Міжнародне порівняння та висновки для України Крістоф Требеш, Рікардо Джуччі, консультативна робота W5, Серпень 2007
13. Ціни на житло в Україні: тенденції, аналіз та рекомендації для економічної політики, Рікардо Джуччі, Роберт Кірхнер, Інна Юзефович та Ярослава Сучок, консультативна робота W4, Серпень 2007
14. Цінові шоки і ринкові реформи: кількісна оцінка, Фердінанд Павел, консультативна робота W3, Травень 2007
15. Зміна статусу боргу Кабінету Міністрів перед НБУ: можливі варіанти, by Рікардо Джуччі, Роберт Кірхнер та Віталій Кравчук, консультативна робота W2, Червень 2007

Консультативні роботи та наукові матеріали у відкритому доступі: http://www.ier.kiev.ua/English/papers/papers_eng.phtml. За більш детальною інформацію з питань підписки на наші регулярні видання, звертайтесь до Аліни Долі: dolya@ier.kiev.ua.