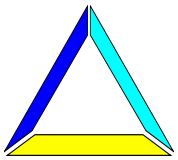
Інститут Економічних Досліджень та Політичних Консультацій в Україні

Німецька Консультативна Група при Уряді України

Рейтарська 8/5-А, 01034 Київ, Тел. (+38044) 278-6342, 278-6360, Факс 278-6336
E-mail: institute@ier.kiev.ua, http://www.ier.kiev.ua



V10

Валютна політика в Україні: Чому і як відпускати гривню

Резюме

На початку 2000 року вартість гривні було де-факто прив'язано до долара США. У квітні 2005 року Національний банк України (НБУ) провів деякі заходи, які можливо інтерпретувати як початок гнучкішої валютної політики. Зокрема, гривні дозволили укріпитися на 4.8% проти долара США й коливатися в межах вузького коридору. Крім того, регулювання валютного ринку було пом'якшено.

Ми підтримуємо цю невелику зміну в політиці й стверджуємо, що обмінний курс повинен стати гнучкішим протягом наступних років з кількох причин. По-перше, майже постійна вартість гривні за минулі роки призвела до істотної недооцінки валютного ризику, а, отже, до потенційно небезпечної розбіжності між валютам активів і зобов'язань у корпоративному секторі. По-друге, досяжність низької інфляції при існуючій системі є сумнівною. По-третє, гнучкий обмінний курс може допомогти поглинати як негативні (наприклад, вищі ціни на газ) і позитивні (наприклад, вищий притік прямих іноземних інвестицій) зовнішні шоки, що можуть відбутися в найближчому майбутньому. По-четверте, гнучкий курс може полегшити очікуване реальне укріплення гривні в наступні роки.

Ми рекомендуємо поступовий підхід до збільшення гнучкості. Гривні потрібно дозволити плавати в межах неоголошеного коридору, що повинен регулярно розширюватися за наступні 4 роки, поки не буде встановлено альтернативний номінальний орієнтир монетарної політики (наприклад, таргетування інфляції або таргетування грошових агрегатів). Деталі нової політики повинні бути чітко повідомлені громадськості, щоб уникнути непорозумінь і помилкових висновків. Необхідно підкреслити, що майбутнє запровадження гнучкішої системи валютних курсів не перешкоджає інтервенціям НБУ на валютному ринку. Фактично, кілька центральних банків, що таргетують інфляцію, здійснюють інтервенції на валютному ринку, якщо ситуація на ринку вимагає цього.

Зміст

1. Вступ
2. Валютна політика з початку 2000 року до квітня 2005 року як відповідь на післякризову ситуацію
3. Нові виклики для валютної політики в Україні
4. Як валютна політика повинна змінитися, щоб відповідати новій ситуації?
5. Додаткові рекомендації
6. Заключні зауваження

1. Вступ

Валютний курс - одна з найважливіших цін в економіці. Це особливо правильно для відкритих і доларизованих економік. Таким чином, цілком природно, що валютна політика активно обговорюється в Україні, дуже відкритій економіці із часткою торгівлі (експорт і імпорт) до ВВП 103 % (2005 рік) і високим рівнем готівкової і фінансової доларизації.

Поточна дискусія в Україні зосереджується на двох головних темах. Перша тема стосується головної мети монетарної і валютної політики: чи НБУ повинен зосередитися на зовнішній вартості гривні (тобто на обмінному курсі) або на вартості на внутрішньому ринку (тобто на інфляції)? У той час як деякі політики схвалюють продовження прив'язки гривні до долара США, інші аналітики затверджують, що боротьба з інфляцією повинна відігравати суттєво більшу роль. Інша дискусія зосереджена на питанні, як замінити існуючу систему фактично фіксованого обмінного курсу. Яка нова система повинна бути встановлена? Що стане орієнтиром нової системи? Як повинен здійснюватися перехід до нової політики?

У даній роботі ми вносимо свій внесок у поточне обговорення в Україні, розглядаючи ці дві теми. У розділі 2 ми аналізуємо ситуацію після кризи 1998 року в Україні й пояснюємо, як влада реагувала на цю ситуацію, запровадивши фактичну прив'язку обмінного курсу в 2000 році. У розділі 3 ми стверджуємо, що існуючу ситуацію не можна порівняти з післякризовою ситуацією і що нещодавно з'явилися нові важливі виклики. У розділі 4 ми подаємо наші погляди щодо того, як Україна повинна реагувати на цю нову ситуацію й нові виклики в сфері монетарної і валютної політики. Розділ 5 містить додаткові рекомендації, і в розділі 6 ми подаємо заключні зауваження.

2. Валютна політика з початку 2000 року до квітня 2005 року як відповідь на післякризову ситуацію

Конкретна валютна політика країни в конкретний час завжди є спробою досягти певних цілей. І цілі, які переслідуються країною, кардинально залежать від конкретної історичної ситуації й від очікувань на майбутнє. Таким чином, щоб розуміти валютну політику України в період з 2000 року до квітня 2005 року, необхідно мати справу з основними цілями, установленими центральним банком і конкретною ситуацією країни в той час, коли ці цілі були встановлені.

Ситуація після кризи у вересні 1998 року була дуже нестабільною. Як показували декілька індикаторів, довіра населення й бізнесу до національної валюти була надзвичайно низка. В цьому році різниця процентних ставок між депозитами і кредитами, деномінованими в гривні і доларах США, була дуже значною і становила 34,5% для депозитів й 12,6% для кредитів. Крім того, великі суми готівкових доларів зберігалися вдома. Відсутність довіри до гривні в той час можна пояснити декількома факторами. По-перше, гривня втратила 48% її вартості проти долара США з вересня 1998 року до січня 2000 року. По-друге, міжнародні резерви НБУ на початку 2000 року не перевищували 1 мільярда дол. США, що відповідало тільки 3 тижням покриття імпорту, і, таким чином, сприймалися як недостатні для захисту національної валюти. По-третє, в найближчому майбутньому очікувався істотний попит на долари США (відтік валюти) для здійснення великих виплат по державному зовнішньому боргу. По-четверте, не очікувалася значної пропозиції доларів США (притоку валюти), тому що багато українських установ, включаючи державу Україна, не були кредитоспроможні.

Представники влади були незадоволені такою ситуацією і, як наслідок, встановили собі чітку мету з абсолютним пріоритетом: *відновити довіру до національної валюти*. Щоб досягти цієї першочергової мети, НБУ почав дотримуватися відповідної валютної політики. А саме, вартість гривні була неофіційно прив'язана на початку 2000 року до долара США за курсом 5,44 грн. за дол. США. Таким чином, американська валюта використовувалася як зовнішній орієнтир для стабільності ("імпорт довіри до гривні від долара США"). Прив'язка гривні на рівні 5,44 гривні за дол. США передбачала істотну недооцінку гривні й покращення міжнародної конкурентоспроможності українських підприємств. НБУ регулярно здійснював інтервенції на валютному ринку для підтримки курсу з обох боків (тобто купуючи й продаючи долар США) і запобіг будь-яким значним відхиленням від цього офіційного курсу. Незважаючи на очевидну прив'язку до долара США й існуванню "офіційного валютного курсу", НБУ не приймав на себе офіційного зобов'язання утримувати постійний обмінний курс. Таким чином, це не було офіційною системою регулювання валютного курсу, а лише

фактичною прив'язкою до долара США[1]. Ще одним заходом для підтримки прив'язки валюти було жорстке регулювання валютного ринку й міжнародних потоків капіталу. Спекуляція (тобто купівля або продаж іноземної валюти при відсутності реальної або фінансової транзакції) і укладання форвардних контрактів заборонялося, експортери повинні були продавати мінімум 50% надходжень в іноземній валюті, банкам не дозволяли в той самий день продавати і купувати валюту, і взагалі НБУ взяв на себе центральну роль як координатор валютного ринку. Крім того, монетарна політика була повністю підпорядкована валютній політиці. Створення і зменшення грошової маси (тобто монетарна політика) залежало переважно від валютних втручань НБУ; проводилася лише незначна стерилізація інтервенцій НБУ на валютному ринку, використовуючи інструменти монетарної політики.

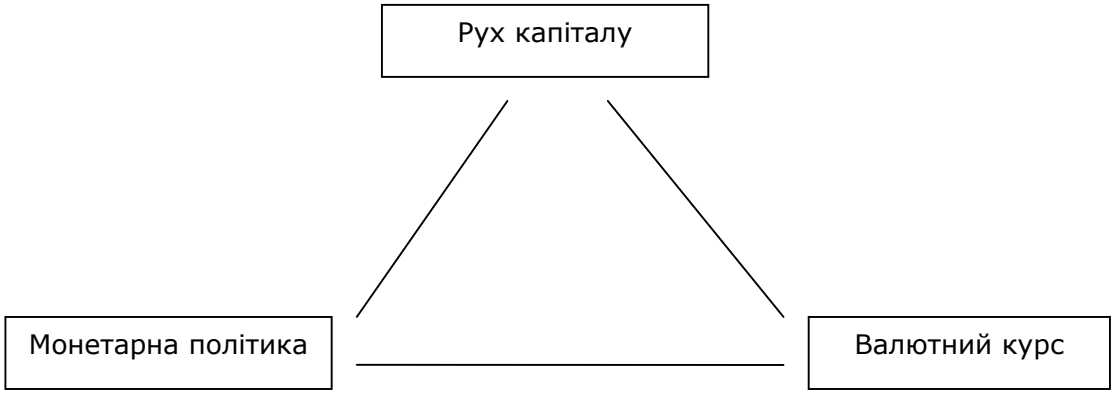
Необхідно підкреслити, що описані вище обмеження щодо руху капіталу і монетарної політики були не цілями НБУ, а необхідними наслідками політики, що надає абсолютної переваги підтримці валютного орієнтира. Як пояснено в Вставці 1, технічно неможливо зафіксувати обмінний курс і в той же самий час проводити незалежну монетарну політику й дозволити вільний рух капіталу. Отже, суттєві обмеження на монетарну політику й на регулювання потоків міжнародного капіталу потрібно розглядати як необхідні втрати, для того щоб успішно зафіксувати міжнародну вартість гривні.

[1] Цей факт, можливо, пояснюється низьким рівнем міжнародних резервів НБУ і негативним досвідом формального фіксування курсу до кризи в серпні 1998 року

Вставка 1
Рух капіталу, монетарна і валютна політика: теоретичні міркування

Аналіз відносин між обмінним курсом, кредитно-грошовою політикою й обмеженнями на рух капіталу можна проводити в рамках "неможливої трійці", яка показана нижче:

Рисунок 1: "Неможлива трійця"



Теоретичною основою рисунку 1 є модель Мандела-Флемінга для відкритої економіки, з якої випливає, що для країни неможливо одночасно досягти трьох цілей: постійного валютного курсу, незалежної монетарної політики і досконалої мобільності капіталу. Тому про цю ситуацію говорять як про "неможливу трійцю".

Якщо країна вирішує лібералізувати рух капіталу, і капітал стає мобільним, фіксування номінального валютного курсу призводить до втрати можливості здійснення незалежної монетарної політики, оскільки переміщення капіталу має тенденцію вирівнювати внутрішні процентні ставки із світовими. Таким чином, при здійсненні прив'язки національної валюти до іноземної потрібно, щоб монетарна політика була зосереджена на підтримці номінального орієнтиру і внутрішні процентні ставки могли вільно реагувати на міжнародні потоки капіталу. З іншого боку, при проведенні незалежної монетарної політики, спрямованої на досягнення внутрішніх цілей (наприклад, певних орієнтирів інфляції або грошової маси) в умовах лібералізованого фінансового рахунку, обмінний курс буде визначатися за допомогою ринкового механізму.

Ці фундаментальні взаємозалежності змінюються у випадку, якщо країни (як Україна робила в минулому, особливо після кризи 1998 року) встановлюють обмеження на рух капіталу, або якщо внутрішні й закордонні активи не є взаємозамінними. В обох випадках, центральний банк може зберегти деякий контроль над монетарною політикою навіть із фіксованим валютним курсом. Однак ці інструменти втрачають свою ефективність під час стрімкого процесу міжнародної фінансової інтеграції, процесу, що може принести важливі довгострокові вигоди для країни, що бере в ньому участь. При лібералізованому фінансовому рахунку будь-які існуючі неузгодженості між монетарною і валютною політикою стануть більш вираженими: якщо монетарна політика орієнтована на цінову стабільність, ми не можемо одночасно керувати валютним курсом (наприклад, щоб управляти конкурентоспроможністю). Тому можливість одночасно визначати різні макроекономічні орієнтири для монетарної і валютної політики в решті решт зникне при лібералізації фінансового рахунку.

3. Нові виклики для валютної політики в Україні сьогодні

(і) Ситуація сьогодні

Сьогоднішню ситуацію не можна порівнювати із буремними часами після кризи 1998 року. Як показано нижче, довіра до національної валюти була в значній мірі відновлена.

1. Тривалий період з досить постійним курсом гривні до долара США

Обмінний курс гривні лишався фактично стабільним з початку 2000 року, оскільки відбувався лише невеликий рух курсу гривні до долара США. Офіційний номінальний курс незначно укріпився з 5,44 грн. за дол. США в середині 2000 року до 5,33 у квітні 2002 року і зберігався близьким до цього рівня до 2005 року. Однак через збільшення інфляційного тиску НБУ дозволив офіційному курсу гривні укріпився у квітні 2005 року на 4,8 % до 5,05 грн. за дол. США. Цей курс лишається офіційним курсом і донині.

Укріплення гривні супроводжувалося рядом ключових кроків до лібералізації валютного ринку, що можна розглядати як перші кроки до більшої гнучкості валютного курсу. Протягом

2005 року НБУ усунув деякі із головних перешкод для функціонування ефективного й ліквідного валютного ринку. Із квітня 2005 року НБУ скасував обов'язковий продаж 50% експортних надходжень (який діяв, починаючи з фінансової кризи 1998 року). Починаючи з вересня 2005 року, правила торгівлі іноземною валютою на міжбанківському ринку були суттєво спрощені; банкам тепер дозволяли одночасно купувати і продавати іноземну валюту протягом того ж самого дня, що було до цього заборонено. Крім того, було дозволено укладення форвардних контрактів, хоча певні обмеження було збережено. На початку 2006 року ставка збору до пенсійного фонду, яким обкладається покупка безготівкової валюти[2], була (незначно) зменшена до 1,3 % з 1,5 %.

Що стосується лібералізації міжнародного руху капіталу, протягом 2005 року НБУ також спростив процедури для вкладення і вивезення іноземних інвестицій, у такий спосіб роблячи цей процес прозорішим і ефективнішим. Одночасно НБУ запровадив деякі спірні обмеження на купівлю нерезидентами короткострокових державних цінних паперів і вимоги до резервування для короткострокових запозичень іноземної валюти. Таким чином НБУ намагався боротися з негативними ефектами спекулятивних короткострокових надходжень капіталу.

2. Відносно високий рівень міжнародних резервів

Зростання валових міжнародних резервів було вражаючим. Починаючи із дуже низького рівня 1 мільярд дол. США або 3 тижнів покриття імпорту на початку 2000 року, вони досягли у цей час (червень 2006 року) рівня 17,7 мільярдів дол. США, що відповідає більш ніж 4 місяцям покриття імпорту. Хоча періоди політичної непевності в минулому приводили до тимчасових втрат резервів, ці втрати досить швидко покривались і тенденція до зростання резервів зберігалась.

3. Відновлена, але не повна довіра громадськості до гривні

Тривалий період стійкості валютного курсу без несподіваних девальвацій викликав збільшення довіри до національної валюти з боку громадськості. Процес "ремонетизації" відобразився у стійкому зростанні реального попиту на гроші, що також допомогло зменшити негативний вплив на економіку різкого зростання грошових агрегатів. Грошові агрегати зростали внаслідок (нестерилізованих) інтервенцій на валютному ринку. Однак фаза "де-доларизації", через яку економіка проходить в цей час, є далекою від завершення, як можна бачити на рис. 2 із відносно стійких часток кредитів і депозитів в іноземній валюті:

[2] Дивіться нашу консультативну роботу V7 для детального аналізу економічних наслідків цього збору

Рисунок 2
Частки депозитів і кредитів в іноземній валюті 1998 – 2005 роки

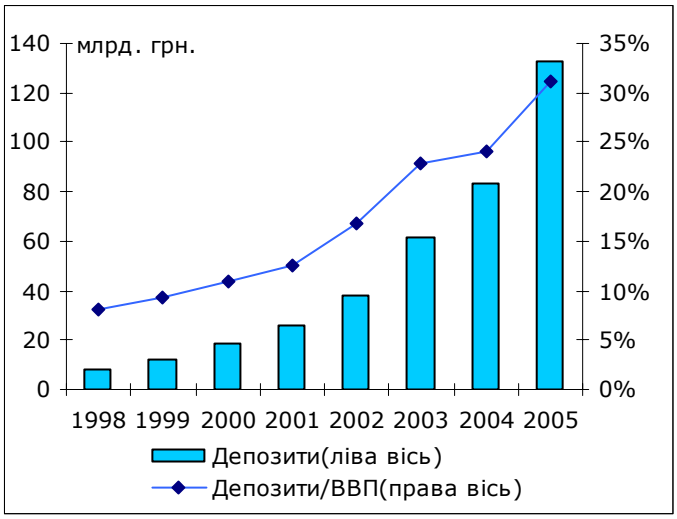


Примітка: дані на кінець періоду
Джерело: власні обчислення на основі даних НБУ

4. Більший й зростаючий банківський сектор

Після різкого зменшення активності фінансового посередництва після кризи 1998 року, тепер банківська сфера в Україні - одна із найбільш динамічних серед країн з перехідною економікою за темпами росту обсягів депозитів і кредитів. Рисунок 3 показує абсолютні і відносні (до ВВП) показники зростання банківських депозитів.

Рисунок 3
Зростання банківських депозитів в 1998 - 2005 роках



Примітка: дані на кінець періоду
Джерело: власні обчислення на основі даних НБУ

Це вражаюче зростання було викликане як збільшенням реальних наявних доходів, так і підвищенням довіри до банківського сектору. Однак, частково через те, що зростання починалося з низької бази після фінансової кризи 1998 року, загалом банківський сектор лишається невеликим, фрагментованим і відносно слаборозвиненим в порівнянні з банківським сектором подібних до України країн.

(ii) Нові виклики

Хоча викладені вище події показують, що ситуація в Україні змінювалася в позитивну сторону, існує ряд викликів, які українська влада має вирішити .

1. Недооцінка валютного ризику при фіксованому курсі гривні

Відчуття, що валютний курс жорстко зафіксований і буде лишатися таким в майбутньому, змусило приватний сектор занижувати і, отже, недооцінювати валютний ризик. Нижчі відсоткові ставки за кредити в іноземній валюті в порівнянні з кредитами в національній валюті зробили такі кредити привабливішими, що можна бачити із стійкого збільшення обсягів кредитування в іноземній валюті протягом тривалого часу. Однак при виборі валюти кредитування, як правило, робиться припущення про незмінність валютного курсу.

Високий ступінь доларизації при існуючій валютній політиці - прямий наслідок такого неправильного припущення про відсутність валютного ризику, що може мати суттєві наслідки для співвідношення між зобов'язаннями і активами приватного сектора. Ця вразливість у випадку знецінення національної валюти не обов'язково повинна проявлятися безпосередньо в балансових звітах банків, які в значній мірі захищені проти валютного ризику. Однак компанії приватного сектору, що брали кредити в іноземній валюті, але отримують основні доходи в національній валюті, постраждають від такого розходження в першу чергу, тому що вони не захищені від валютних ризиків. Як тільки компанії будуть нездатні погасити позики, деноміновані в доларах, банки постраждають від безнадійних боргів й ризикують стати неплатоспроможними через збільшення кредитного ризику. Насамкінець, фінансова криза, що виникне через незбалансованість активів і зобов'язань, може привести до економічного спаду, який відбудеться через неправильне сприйняття і оцінку валютного ризику.

Одним з способів запобігти такої потенційно небезпечної ситуації є поступове збільшення гнучкості обмінного курсу. Це змусить громадськість визнати, що операції з іноземною валютою не позбавлені валютного ризику, оскільки завжди можуть виникнути шоки, що можуть зробити зміни валютного курсу необхідними. Збільшення обізнаності про валютні ризики через реальні (але досить малі) рухи в ринковому обмінному курсі буде скоріш за все впливати на вибір споживачів в правильному напрямку (тобто до зменшення запозичень в іноземній валюті) і зробить структуру балансів як фінансового сектору, так і приватного небанківського сектору здоровішою і стабільнішою.

2. Інфляція

Хоча Україна досить успішно пройшла шлях зниження інфляції після кризи 1998 року, існують значні ризики збільшення інфляції, і інфляція - навіть у порівнянні з іншими країнами з перехідною економікою - відносно висока й може збільшитися далі. Це вимагає більш обмежувальної монетарної політики НБУ, щоб зменшити надлишкову ліквідність у банківській сфері й не дозволити інфляції зростати . З цього приводу[3] існують сумніви, що існуюча система прив'язки курсу гривні до долара США є достатньо ефективною, щоб підтримати низьку й стійку інфляцію і дозволити НБУ досягати встановлених ним цілей інфляції. Крім того, ми повинні брати до уваги, що майбутній попит на гроші, стабільне зростання якого підтримувало поступовий процес зниження інфляції, лишається невизначеним, тому що не ясно, наскільки довго попит на гроші буде зростати такими ж темпами, як і раніше.

3. Зовнішні шоки в коротко- та середньостроковій перспективі

Економічна ситуація в Україні як країни з перехідною і дуже відкритою економікою залежить від різноманітних зовнішніх шоків. Тут можна визначити ряд викликів, що можуть впливати на економічне становище в країні, хоча слід враховувати, що їх якісний і кількісний вплив в майбутньому залишається в значній мірі нез'ясованим

Щодо рахунку поточних операцій, можливі зовнішні шоки в коротко- та середньостроковій перспективі стосуються можливих змін світових цін на ключові експортні (наприклад, метали) і імпортні (наприклад, енергоносії) товари. Тому, напевно, існують ризики погіршення умов торгівлі в майбутньому.

Другим основне джерелом зовнішніх шоків в коротко- та середньостроковій перспективі є приплив великих сум іноземного капіталу, особливо в контексті поступової лібералізації міжнародного руху капіталу. Ці потоки капіталу (наприклад, прямі іноземні інвестиції, банківські позики і портфельні інвестиції) скоріш за все будуть мінливими і будуть швидко

[3] Дивіться вставку 1 в розділі 2 для теоретичних міркувань, що лежать в основі цього твердження

реагувати на зміни в економічній й політичній ситуації (наприклад, приватизацію), можуть стати джерелом можливого збільшення фінансового рахунку.

Більша гнучкість номінального валютного курсу може спростити реагування на описані вище шоки. Реальні шоки в кінці кінців призводять до зміни реального курсу, яка може відбуватися через зміну номінального валютного курсу або зміну відносного рівня цін (або обох цих складових). Влада може визначити швидкість і спосіб такої зміни, особливо враховуючи наявність негнучких або фіксованих цін. Беручи до уваги такі обставини, реальні показники діяльності економіки (тобто випуск й зайнятість) краще захищені від шоків умов торгівлі, якщо пристосування до шоку відбувається через зміну номінального валютного курсу. Аналогічно, наслідками появи значних і мінливих вхідних потоків іноземного капіталу в більшості випадків легше керувати при гнучкому обмінному курсі, оскільки внутрішні змінні захищені від впливу цих зовнішніх факторів. Це особливо правильно для короткострокових потоків капіталу в країну: якщо існує згода, що поточний обмінний курс не відповідає економічним реаліям, цей факт сам по собі може призвести до короткострокових дестабілізуючих припливів спекулятивного капіталу. Гнучкість валютного курсу могла б додати певну невизначеність щодо короткострокових рухів валютного курсу, тобто збільшила б ризик відкриття валютної позиції і тому обмежила б кількість цих потенційно дестабілізуючих припливів капіталу.

4. Довгострокова тенденція до укріплення гривні

У довгостроковій перспективі розвитку економіки України можна очікувати укріплення реального ефективного обмінного курсу гривні, керуючись як теоретичними міркуваннями, так і досвідом більш розвинутих країн з перехідною економікою. Така тенденція часто спостерігається в країнах з швидкими темпами економічного росту (країнах, що наздоганяють інші країни) з високим зростанням відносної продуктивності в секторі "торгуємих" товарів. Однак цей процес повинен розглядатися як явище відновлення рівноваги, а не як постійна втрата конкурентоспроможності, оскільки, як правило, високі рівні інвестицій і пов'язане з ними зростання відносної продуктивності компенсують попередні втрати продуктивності. Довгострокова тенденція до укріплення гривні може, в принципі, реалізуватися двома різними шляхами: номінальне укріплення і утримування вищої, ніж в інших країнах, інфляції. В нас знову є серйозні підстави, щоб підтримати корекцію через номінальне укріплення гривні, а не через вищу інфляцію, оскільки можливі суттєві економічні втрати, пов'язані з вищою інфляцією. Це теж аргумент на користь певної гнучкості обмінного курсу.

Пропозиція 1: У цілому стабілізація після кризи була досягнута, але виникли нові виклики, які потребують вирішення. Тому зрозуміло, що необхідно сформулювати нові цілі і, відповідно, нову валютну політику для досягнення цих цілей. Потреба стабілізувати економіку, використовуючи зовнішній орієнтир, зменшилась. Монетарна політика, орієнтована переважно на досягнення внутрішніх цілей в межах гнучкішого режиму обмінного курсу, є адекватною стратегією для того, щоб вирішити вищезгадані виклики.

4. Як повинна змінитися валютна політика, щоб відповідати новій ситуації?

Як стало зрозуміло із останнього розділу, виникли нові виклики для монетарної і валютної політики. Тому в наступних розділах ми спробуємо встановити (i) нові цілі політики, (ii) загальну схему нової валютної політики, що буде відповідати новим цілям, і (iii) конкретні питання запровадження нової валютної політики.

(i) Які цілі повинні бути поставлені?

На даний момент існує консенсус, що економічний розвиток в довгостроковому плані найкраще досягається в умовах низької й стійкої інфляції, і тому така інфляція стала головною метою центральних банків. Центральні банки по всьому світу намагаються досягти такого результату і визначають свою монетарну політику відповідно, а отже підпорядковують інші макроекономічні цілі головній меті цінової стабільності.

Подальшою (підлеглою) ціллю центрального банку повинно стати уникнення різких коливань курсу, наприклад, обмеження його коливань і уникнення економічно необґрунтованих змін курсу. Хоча гнучкість обмінного курсу може бути оптимальним інструментом адаптації у випадку зовнішніх шоків (як показано вище), все ще значна доларизація економіки, проблеми конкурентоспроможності і високий ступінь трансмісії курсу

до інфляції не дозволяють негайно перейти до вільно плаваючого курсу. Однак оптимальний ступінь гнучкості, скоріш за все, з часом зміниться в сторону більшої гнучкості, оскільки приватний сектор пристосовується до нової валютної політики шляхом поліпшення керуванням ризиками, і стає можливою прив'язка монетарної політики до нових орієнтирів, що викликають довіру і можуть ефективно регулювати очікування економічних агентів.

(ii) Як досягати цих цілей? Нова валютна політика

Оптимальна зміна політики для виконання вищезгаданих цілей полягає в поступовому переході до гнучкішого режиму обмінного курсу. Такий підхід дозволив би одночасно обмежити ризик збільшення інфляції і зменшити вплив зовнішніх шоків на реальний сектор економіки. Із попереднього аналізу можна зробити висновок, що використання інфляції як основного орієнтиру монетарної політики дозволить отримати чітко виражені економічні переваги, але такий крок повинен бути підтриманий переходом до гнучкішого режиму обмінного курсу, особливо за умов тіснішої міжнародної фінансової інтеграції.[4]

(iii) Вибір строків і практичні кроки по реалізації поступової зміни режиму валютного курсу

Хоча офіційний курс перебуває на рівні 5,05 грн. за дол. США, при фактичному здійсненні операцій на валютному ринку НБУ використовує неофіційний коридор 5,00 – 5,06 грн. за дол. США. Якщо ринковий обмінний курс наближається до меж коридору, НБУ, як правило, готовий утримувати курс в рамках коридору, хоча були випадки, коли НБУ не виходив на ринок, викликаючи, таким чином, певні непорозуміння.

Нашу пропозицію дозволити **більшу гнучкість обмінного курсу** можна реалізувати без різких змін існуючої системи. Найкращий спосіб дозволити більше гнучкості полягає в тому, щоб поступово розширювати межі коридору, не оголошуючи нові межі коридору, що цілком відповідає існуючій практиці. Причина, чому не варто встановлювати офіційний коридор і не повідомляти про це відкрито, полягає в тому, що такий підхід дозволяє гнучкіше управління курсом з боку НБУ і перешкоджає спекулянтам перевіряти, чи дотримається центральний банк своїх обіцянок, нападаючи на офіційно оголошений коридор. Однак, важливо, щоб ринок знав темпи збільшення коридору протягом довшого часу. Про розширення коридору можна оголошувати з різною періодичністю (тобто щомісяця або щорічно), щоб підготувати ринок до гнучкості валютного курсу. Ми вибрали б оголошення про збільшення коридору двічі на рік, оскільки такий проміжок здається оптимальним компромісом між гнучкістю щомісячних оголошень і збільшенням довіри до більш довгострокових оголошень.

Щодо **конкретного збільшення коридору**, то ми запропонували б почати з досить невеликого збільшення коридору, наприклад до 4,95 – 5,15, використовуючи офіційний курс 5,05, що є вже звичним на ринку[5]. Це асиметрична зміна існуючого коридору (нижній край коридору змінюється менше, ніж верхній край), але в такому випадку офіційний курс краще відповідатиме фактичній поведінці НБУ на ринку. Існуюча практика НБУ в певній мірі страждає від асиметричного підходу, оскільки краї неофіційного коридору не рівновіддалені від офіційного курсу. Після того, як коридор стане симетричним відносно офіційного курсу після першого розширення коридору, то наступним кроком мало б стати збільшення коридору до приблизно +/-5 %, тобто до 4,80 - 5,30 і продовження аналогічних розширень коридору з часом.

Оптимальний **вибір часу** для такої зміни режиму життєво важливий для її успіху. Запропонована зміна системи повинна відбуватися за умов, в яких поточне зовнішнє й внутрішнє середовище підтримають такий рух. Щодо внутрішнього середовища, то основна увага тут повинна зосереджуватися на політичній стабільності, оскільки в протилежному випадку очікування знецінення гривні можуть виконати самі себе і наразити на небезпеку перехід до гнучкішої системи. В міжнародному контексті ідеальною ситуація була б тоді, коли курс гривні перебуває близько до рівноважного. Не заглиблюючись в (досить академічне) питання, де зараз знаходиться рівноважний обмінний курс, можна стверджувати, що є певні індикатори, які показують, що обмінний курс зараз знаходиться можливо не занадто далеко від короткострокової рівноваги (стійкий рівень резервів,

[4] Це безпосередньо випливає з теоретичних міркувань в вставці 1("неможлива трійця")
[5] Таким чином ми будемо мати коридор +/- 2% навколо офіційного курсу 5,05 грн. за дол. США

співвідношення дефіциту рахунку поточних операцій до потоків прямих іноземних інвестицій).

Повертаючись до **тривалості** запропонованої зміни режиму, ми схвалили б вельми поступовий перехід до таргетування інфляції. Виважений підхід дасть центральному банку необхідний час, щоб розвинути й покращити необхідні інституційні механізми для такого крутого перелому в стратегії монетарної політики. Якщо підтримувати прив'язку обмінного курсу досить легко з операційної точки зору, оскільки це не вимагає використання складних інструментів монетарної політики або детального знання трансмісійного механізму, то таргетування інфляції вимагає набагато складніших інституційних передумов[6]. Беручи все це до уваги, ми запропонували б перехідний період біля 4 років, оскільки такий період дає досить часу, щоб закласти необхідні інституційні передумови.

Щодо потреби **інтервенцій НБУ** на валютному ринку в межах запропонованої системи неоголошеного коридору, то розрізняють дві звичайних форми інтервенцій: інтервенції на краях коридору і інтервенцій в середині коридору. Щоб тримати ринковий обмінний курс у межах коридору, НБУ повинен бути готовим захищати краї коридору, як тільки обмінний курс починає їх досягати. Цей механізм є неодмінним для успіху системи і є для неї притаманним. Друга можливість для втручань НБУ на валютному ринку - інтервенції, проведені в середині коридору, тобто коли обмінний курс ще не торкнувся країв коридору. У контексті невеликого коридору на початку переходу до гнучкішої системи валютного курсу в таких інтервенціях немає потреби. Однак із поступовим збільшенням розміру коридору протягом тривалого часу такі інтервенції можуть стати важливим інструментом валютної політики для стабілізації ринкового обмінного курсу в періоди підвищеної волатильності, навіть якщо краї коридору не були досягнуті. Такий інструмент як інтервенції на валютному ринку також лишається доступним при повністю плаваючому курсі, оскільки завжди можуть бути несприятливі коливання на ринку, що змушують підтримувати стабільність курсу. Навіть найпотужніші центральні банки в усьому світі, які працюють із повністю плаваючими курсами валют (Федеральна Резервна Система, Європейський Центральний банк, Банк Японії) іноді використовували інтервенції, щоб досягти певних цілей монетарної політики, хоча і в різній мірі.

Із досвіду інших, більш розвинутих країн з перехідною економікою ми можемо зробити певні висновки щодо можливих етапів й вибору часу переходу до більш гнучкого режиму. Вставка 2 показує поступову еволюцію польської системи валютного курсу в 1990-х роках від прив’язки польського злотого до долара США до повної гнучкості обмінного курсу.

[6] Дивіться наступну главу для детальнішого обговорення деяких із цих інституційних передумов

Вставка 2
Від фіксованого до плаваючого курсу: польський досвід 1990-х років

Польща зараз відносно розвинута країна з перехідною економікою, що стала членом ЄС із 2004 року. За останнє десятиліття Польща дотримувалась трьох різних стратегій монетарної і валютної політики.

У січні 1990 року, на початку періоду переходу до ринкової економіки, Польща зафіксувала курс злотого до долара США з метою боротьби з гіперінфляцією. Протягом періоду стабілізації, що тривав приблизно 1,5 року і включав дискреційні зміни курсу прив'язки, національна валюта, злотий, відновила свої функції засобу розрахунків і засобу зберігання вартості, хоча інфляція залишалася досить високою.

Польща в жовтні 1991 року відмовилася від фіксованого курсу і перейшла до системи повзучої прив'язки до кошика валют, щоб запобігти надмірному укріпленню реального валютного курсу і зберегти міжнародну конкурентоспроможність. Швидкість зміни курсу (спочатку передбачалася щомісячна девальвація злотого на 1,8%) встановлювалась на різних рівнях. Також час від часу відбувалися девальвація або ревальвації, щоб упоратися з зовнішніми шоками. В 1995 році коридор, у межах якого дозволялося коливатися курсу, був офіційно встановлений на рівні +/-7 %. Однак, на практиці існував неофіційно встановлений коридор для обмінного курсу +/-2,5 %, що був вужчим ніж офіційний, і центральний банк проводив інтервенції для утримання злотого в рамках цього вужчого коридору. Тим не менше, загальні успіхи Польщі на шляху реформ привернули увагу іноземних інвесторів. Як наслідок, збільшився приплив короткострокового капіталу. Приплив капіталу став проблемою для центрального банку, оскільки при існуючому режимі валютного курсу він почав втрачати контроль над грошовою масою. В результаті виникла потреба в новому підході до монетарної політики, що дозволило б прояснити пріоритети монетарної політики. У другій половині 1990-х років подібна ситуація виникла також у декількох інших країнах Центральної і Східної Європи, що провели успішну дизінфляцію, мали хороші темпи економічного росту і привабили значні потоки іноземного капіталу (дані потоки лишалися мінливими, що іноді призводило до спекулятивних нападів на їхні валюти). Внаслідок цього ці країни (наприклад Угорщина, Чехія та інші) перейшли до гнучкіших режимів монетарної політики, що базувалися на інших номінальних орієнтирах.

Польща офіційно перейшла до таргетування інфляції на початку 1999 року і визначила, таким чином, новий орієнтир монетарної політики. В рамках переходу до нового режиму монетарної політики Національного банку отримав незалежність як у визначенні орієнтирів (орієнтиру інфляції), так і інструментів монетарної політики (короткострокових процентних ставок). Крім того, для підготовки громадськості до зміни режиму монетарної політики було збільшено прозорість монетарної політики. Учасникам ринку повідомлялося, як центральний банк використовує орієнтири і інструменти монетарної політики через проведення регулярних прес-конференцій, публікацію звітів про інфляцію і надання пояснень проведених дій монетарної політики. Одночасно відбулося значне розширення коридору обмінного курсу, до +/-15 %. Швидкість девальвації було зменшено від 1% на місяць на початку 1997 року до 0,3% у березні 1999 року, що спростило досягнення заздалегідь оголошеного орієнтиру інфляції, встановленого центральним банком (повний індекс споживчих цін). Нарешті, у квітні 2000 року було запроваджено повністю плаваючий курс злотого, що стало останньою на сьогодні стадією розвитку режиму обмінного курсу в Польщі. З того часу центральний банк не проводив інтервенції на валютному ринку, і інфляція в тій чи іншій мірі лишається під контролем центрального банку.

Джерела: Pruski, Jerzy [2002]. Poland as an Example of Successful Transition From Inflation Targeting Lite to Fully Fledged Inflation Targeting, Conference at the IMF in Washington, D.C., "Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems" September 16–17,2002; Creel, Jerome and Sandrine Levasseur [2004]. How would a fixed exchange rate regime fit the transition economies? The cases of the Czech Republic, Hungary and Poland, Revue de L'OFCE No. 91 (April), pp 83-120.

Пропозиція 2: Ми пропонуємо поступовий перехід до гнучкішого режиму обмінного курсу, оскільки ми розглядаємо його як найкраще рішення до наведених вище викликів. Ми вважаємо систему неоголошеного коридору, що поступово розширюється, найкращою стратегією для переходу до вільно плаваючого курсу гривні.

5. Додаткові рекомендації

При переході до гнучкішого режиму обмінного курсу постає два питання, що потребують вирішення. Перше питання стосується встановлення альтернативного номінального орієнтира монетарної політики, друге - розвитку адекватних інструментів хеджування валютних ризиків.

Відмова від фіксованого обмінного курсу, що здійснюється шляхом поступового збільшення гнучкості курсу гривні, створює потребу заміни старого орієнтиру валютної політики новим, вартим довіри, номінальним орієнтиром монетарної політики, оскільки необхідно утримувати очікування інфляції на низькому й стійкому рівні. Однак такий альтернативний орієнтир не встановлюється раптово, а вимагає значної підготовки з боку влади. Фактично, існує два основних альтернативи фіксованому валютному курсові, а саме, таргетування інфляції і таргетування грошової маси. Для того щоб вибирати правильний режим монетарної політики, повинно існувати декілька передумов, які ми коротко виклали нижче.

Через проблеми з альтернативними орієнтирами, все більша кількість країн з перехідною економікою переходять до **таргетування інфляції**. Щоб запровадити такий режим монетарної політики, країна повинна мати декілька інституційних передумов. Зокрема:

- чітке зобов'язання зробити цінову стабільність головною, офіційно оголошеною метою монетарної політики, що стоїть вище за інші цілі;
- встановити операційну незалежність центрального банку;
- покращити прозорість і ефективну комунікацію як структури монетарної політики, так і шляхів її здійснення, а саме: зрозумілість цілей, використання інструментів монетарної політики і регулярних повідомлень громадськості про прийняті рішення в сфері монетарної політики;
- далі розвивати необхідні інструменти для здійснення монетарної політики;
- розробити надійну методологію для прогнозування і обчислення інфляції.

Інший варіант номінального орієнтира – таргетування грошових агрегатів, при якому припускається наявність стійкої взаємозалежності між цільовим грошовим агрегатом і інфляцією. Якщо ця залежність стійка й передбачувана, орієнтиром монетарної політики може стати грошовий агрегат. Стабільність цієї залежності - емпірична проблема, що потребує вивчення для випадку України.[7]

Рух до гнучкішого режиму обмінного курсу з новим номінальним орієнтиром (будь то таргетування інфляції чи грошової маси) створює валютні ризики для приватного сектора (тобто для експортерів, імпортерів, і найбільше для операцій з капіталом). Тому необхідно розвинути адекватні інструменти хеджування, щоб дозволити даному сектору ефективно керувати валютними ризиками.

Основні інструменти хеджування таких ризиків – форвардні контракти, торгівля якими в Україні дозволяється з вересня 2005 року. Такі контракти укладаються як двосторонні (позабіржові) похідні контракти, які дозволяють вже сьогодні погодитися про конкретний обмінний курс в майбутньому. На більш зрілих і розвинених ринках, крім цих контрактів часто існують валютні ф'ючерсні контрактами, які є високо стандартизованими, ліквідними біржовими контрактами.

Однак обсяги торгівлі форвардами в Україні дотепер лишаються незначними. Такий рівень розвитку ринку показує, що необхідно вжити ряд важливих кроків, щоб полегшити ефективну роботу таких інструментів хеджування. Після розмов з фахівцями стало зрозуміло, що головною перешкодою на шляху ефективного функціонування таких строкових угод є збір до Пенсійного фонду на купівлю безготівкової іноземної валюти. Крім того, наявні жорсткі регуляторні вимоги (значні обсяги необхідної документації, дозвіл тільки для угод, що відносяться до рахунку поточних операцій) щодо використання цих контрактів також не сприяють розвитку ринку форвардів. Тому до потрібних кроків можна віднести скасування збору до Пенсійного фонду, оскільки цей збір перешкоджає створенню ліквідного валютного ринку для всіх його сегментів, і пом'якшення регуляторних вимог до форвардних контрактів. Якщо регулювання буде лишатися занадто жорстким, то подібні контракти будуть укладатися переважно за межами України. На даний момент вже існують активні офшорні ринки форвардів ("форвардів без доставки", NDFs) у гривні.

Пропозиція 3: Не можна розглядати перехід до гнучкішого режиму обмінного курсу ізольовано. Гнучкіший обмінний курс дозволяє проведення незалежної монетарної

[7] Див науковий матеріал ІЕД №28 Олени Білан та Борисса Сіліверстовса "Інфляційні процеси в перехідній економіці України", опубліковану в: Eastern European Economics, Vol. 43, Issue 6, November-December 2005

політики, що повинна базуватися на іншому орієнтирі (таргетування інфляції, таргетування грошових агрегатів). Крім того, у зв'язку зі збільшенням валютних ризиків стає необхідним ефективне функціонування ринків інструментів хеджування (наприклад, форвардних контрактів).

6. Заключні зауваження

Для валютної політики головне — зробити правильну річ у потрібний час. Але що означає зробити правильну річ за даних обставин? Як ми стверджували вище, нова ситуація в Україні і нові виклики вимагають більшої гнучкості. Таким чином, правильна річ, яку потрібно зробити, це перехід від системи фіксованого валютного курсу, установленої в 2000 році, до гнучкішої валютної політики. Після перехідного періоду, що триватиме приблизно 4 роки, гривні потрібно дозволити вільно плавати. Зовнішній орієнтир валютної політики (тобто долар США) повинен бути замінений номінальним орієнтиром монетарної політики в рамках таргетування інфляції або грошових агрегатів.

І що можна сказати про вибір часу? Коли НБУ повинен почати змінювати його валютну політику? Ми стверджуємо, що зміна політики повинне початися якомога швидше з кількох причин. По-перше, є ознаки, що гривня зараз перебуває на її короткочасному рівні рівноваги. Таким чином, збільшення гнучкості обмінного курсу зараз не обов'язково приведе до істотної зміни в рівні обмінного курсу, що робить зміну режиму валютного курсу більш поступовою і більш прийнятною для громадськості. По-друге, економічні агенти вже прийняли період невеликої гнучкості з квітня 2005 року і тепер готові до ще одного руху, як ми довідалися в декількох бесідах з учасниками ринку. По-третє, зміна режиму валютного курсу повинна проводитись з позиції сили, а не бути вимушеною. Це - кращий спосіб упевнитися, що громадськість приймає зміну, і нова політика успішна. Сьогодні ми маємо сильне положення, оскільки немає ніяких істотних тисків на гривню, і міжнародні резерви досить високі. Отже, чекаючи "кращих" часів, щоб почати змінювати систему, ми ризикуємо втратити існуючі переваги, що у свою чергу зробить сумнівними запровадження й успіх нової системи. Фактично, "занадто довге очікування" і внаслідок цього втрата оптимального часу для змін було типовою помилкою декількох країн у недалекому минулому.

Автори: Роберт Кірхнер, Рікардо Джуччі і Віталій Кравчук
Рецензент: Вероніка Мовчан

Київ/Берлін, серпень 2006 року