НІМЕЦЬКА КОНСУЛЬТАТИВНА ГРУПА З ПИТАНЬ ЕКОНОМІКИ ПРИ УРЯДІ УКРАЇНИ

проф. Лутц Хоффманн, Президент
Інститут Східної Європи, Мюнхен

д-р Лоренц Шомерус, Статс-секретар у відставці
Федеральне Міністерство економіки і технологій, Берлін

Консультативна група у Києві	д-р Фолькхарт Вінценц	Інститут Східної Європи, Мюнхен
	д-р Рікардо Джуччі	Німецький Інститут економічних досліджень, Берлін
	проф. Штефан фон Крамон-Т.	Університет м. Геттінген, Інститут аграрної економіки
	Ларс Хандріх	Німецький Інститут економічних досліджень, Берлін
	д-р Крістіан фон Хіршхаузен	Німецький Інститут економічних досліджень, Берлін
	Роман Чех	Інститут Східної Європи, Мюнхен

Бюро: 01034, Київ, вул. Рейтарська, 8/5-А
Тел. 0038 044 228 63 42, 0038 044 228 63 60, факс 0038 044 228 63 36, Email: gag@ier.kiev.ua

S1

Девальвувати чи не девальвувати? Питання не в цьому.

1. Вступ.
2. Якою має бути головна мета поточної валютної політики в Україні?
3. Як має бути досягнута мета підтримки позитивного торговельного балансу?
   3.1. Вибір проміжної цілі.
   3.2. Формування бажаного шляху розвитку проміжної цілі.
4. Поточні дебати в Україні: девальвувати чи не девальвувати?
5. Підсумок.

1. Вступ.

Будь-яка валютна політика складається з прийняття двох рішень. Перше рішення стосується її мети: якою має бути головна мета валютної політики? Друге рішення стосується методів, які необхідно використати для досягнення цієї мети. Іншими словами, як мета валютної політики може бути досягнута? У цій роботі ми пропонуємо наше бачення короткострокової[1] валютної політики в Україні та пропонуємо відповіді на обидва запитання.

Крім того, ми використовуємо наш аналіз для участі в сьогоднішніх внутрішніх національних дебатах щодо валютної політики. Серед іншого, ми покажемо, що питання девальвувати чи не девальвувати, яке знаходиться у центрі такої дискусії, не є прийнятним.

2. Якою має бути головна мета поточної валютної політики в Україні?

Валютна політика може бути використана для досягнення низки різних економічних цілей. Серед цілей, що згадуються найбільш часто, є цінова стабільність, вплив на зовнішню торгівлю та, як результат, торговельний баланс, залучення іноземного капіталу, досягнення певного рівня офіційних міжнародних резервів та інтеграція у економічні утворення на зразок Європейського Союзу. На жаль, жодна валютна

[1] Під терміном “короткострокова” ми розуміємо наступні 12 – 18 місяців.

політика не спроможна одночасно досягнути всі цілі з однаковим успіхом. Саме тому має бути прийняте базове рішення щодо головної мети поточної валютної політики.

З нашої точки зору, головною метою валютної політики в Україні у короткостроковій перспективі має бути підтримка значного позитивного торговельного балансу[2]. Попит (за виключенням міжнародної торгівлі) на іноземну валюту у короткостроковій перспективі знаходитиметься на досить високому рівні, зважаючи на заплановані виплати відсотків і основної частини боргу нерезидентам та розумну політику НБУ щодо подальшого накопичення міжнародних резервів. Пропозиція (за виключенням міжнародної торгівлі) іноземної валюти, ймовірно, не досягне рівня попиту, бо навряд чи можна чекати на притік значного обсягу прямих іноземних інвестиції або на значні портфельні інвестиції. Таким чином, для балансування попиту та пропозиції на валютному ринку експорт має перевищувати імпорт. Без значного позитивного торговельного балансу неможливо гарантувати вчасного обслуговування зовнішнього боргу, офіційні міжнародні резерви можуть скоротитися, виникне нестабільність валютної політики, що загрожуватиме зовнішній стабільності та економічному зростанню, яке спостерігається сьогодні в Україні.

Рішення щодо утримання позитивного торговельного балансу передбачає неможливість досягнення (принаймні у повному обсязі) будь-якої іншої з потенційно можливих цілей валютної політики. На сьогоднішній момент це не створює серйозної проблеми, бо всі альтернативні цілі або менш привабливі у порівнянні з позитивним торговельним балансом, або можуть бути більш ефективно досягнуті за допомогою інших інструментів, відмінних від інструментів валютної політики.

Сьогодні цінова стабільність не повинна бути центральною метою валютної політики, бо інфляція є контрольованою, і не очікується, що вона стане головною проблемою у найближчому майбутньому[3]. Це стосується й інтеграції у Європейський Союз (ЄС). Членство у ЄС та прийняття євро як національної валюти України досі є питанням далекого майбутнього. На сьогодні нема потреби прив'язувати гривню до євро задля задоволення Маастрихтських критеріїв конвергенції.

Залучення іноземного капіталу є важливою метою економічної політики, однак вона не повинна досягатися за рахунок валютної політики. Україна має сконцентруватися на залучені акціонерного капіталу (прямі іноземні інвестиції та акції), а не на залученні потенційно нестабільних кредитів та інвестицій у облігації. Заради досягнення цієї мети необхідно вжити заходи для поліпшення корпоративного управління та підвищення прозорості й ефективності на адміністративному, митному та податковому рівнях. Ці заходи з більшою ймовірністю приваблять іноземний капітал, ніж будь-які можливі рішення щодо обмінного курсу.

[2] У середньостроковій перспективі задля модернізації і збільшення основного капіталу та прискорення економічного зростання Україна має стати чистим імпортером капіталу. Таким чином, мета утримання позитивного торговельного балансу та балансу рахунку поточних операцій, що передбачає чистий експорт капіталу, має сенс лише у короткостроковій перспективі. Завданням української політики у середньостроковій перспективі є гарантування чистого імпорту капіталу без створення загрози для поточної зовнішньої стабільності.

[3] На нашу думку, інфляція не складає серйозної проблеми для економіки доти, доки вона залишається на рівні одного цифрового знаку.

3. Як має бути досягнута мета підтримки позитивного торговельного балансу?

Після визначення позитивного торговельного балансу в якості головної мети валютної політики, центральний банк повинен вирішити, як ця короткострокова мета може бути досягнута. Це питання включає вибір проміжної цілі та формулювання шляху досягнення проміжної цілі.

3.1. Вибір проміжної цілі.

Для досягнення власних цілей центральний банк має у своєму розпорядженні певні інструменти, як-то облікова ставка за кредитами комерційним банкам, резервні вимоги, операції на відкритому ринку та інтервенції на валютному ринку. Однак кінцева мета, як, наприклад, підтримка позитивного торговельного балансу, не може бути досягнута безпосередньо шляхом використання будь-якого з цих інструментів, бо зв'язки між ними та торговельним балансом є доволі складними та довготерміновими. Тому центральний банк повинен досягати встановлені цілі опосередковано, обравши *проміжну ціль,* яка у часовому вимірі знаходиться між інструментами та кінцевою метою.

Прийнятна проміжна ціль має відповідати двом умовам. З одного боку, центральний банк має впливати на проміжну ціль за допомогою його інструментів (умова контролю). З іншого боку, відносини між проміжною ціллю та торговельним балансом мають буди настільки сильними та стабільними, що зміни у проміжній цілі – після певного періоду часу – перетворяться у зміни кінцевої мети. Іншими словами, проміжна ціль має бути якісним індикатором для майбутнього торговельного балансу (умова індикатора). Відносини між інструментами, проміжними цілями та кінцевою метою монетарної політики та валютної політики представлені на Схемі 1.

Схема 1: Зв'язок між інструментами, проміжними цілями та кінцевою метою монетарної політики та валютної політики

Інструменти → Проміжні цілі → Кінцева мета

Умова контролю Умова індикатора

З нашої точки зору, найбільш прийнятною проміжною ціллю для задоволення кінцевої мети підтримки позитивного торговельного балансу є реальний ефективний обмінний курс. Найлегший шлях підтвердити це твердження – це показати, чому номінальний обмінний курс гривні до долара не можна використовувати як проміжну ціль.

Обмінний курс гривні до долара не є прийнятною проміжною ціллю, бо він не виступає якісним індикатором майбутньої динаміки торговельного балансу (умова індикатора, див. Схему 1). Приміром, незмінний обмінний курс гривні до долара аж ніяк не передбачає незмінну конкурентну позицію українських підприємств та незмінний торговельний баланс. Це можна пояснити двома факторами. По-перше, долар США не є єдиною важливою валютою в українській міжнародній торгівлі. Так, український експорт може бути уражений значним подорожчання гривні по відношенню до євро або російського рубля, хоча обмінний курс гривні до долара не зміниться. Тому кінцева мета у вигляді значного позитивного торговельного балансу має досягатися шляхом моніторингу кошика валют як проміжної цілі, а не однієї валюти. У технічних термінах,

курс кошика валют називають ефективним обмінним курсом. По-друге, обмінний курс гривні до долара нічого не говорить по цінову динаміку в Україні та за кордоном. Значне зростання рівня цін в Україні призведе до більш високих витрат українських виробників та до погіршення їх міжнародної конкурентної позиції, незважаючи на незмінний обмінний курс гривні до долара. Саме тому центральний банк має враховувати внутрішню інфляцію та деякі показники інфляції за кордоном у переліку його проміжних цілей, що спрямовані на утримання торговельного балансу. У технічних термінах це називається реальним обмінним курсом. Поєднавши ці два фактори, ми приходимо висновку, що центральний банк має використовувати реальний ефективний обмінний курс (РЕОК) як проміжну ціль у досягненні кінцевої мети підтримки позитивного торговельного балансу.

РЕОК є теоретичною концепцією. Для практичних цілей треба побудувати індекс РЕОК. Це потребує знаходження формули індексу, в першу чергу визначення кошика валют. На нашу думку, індекс РЕОК, який буде відповідати поставленому питанню повинен мати наступні риси: він має базуватися на простій формулі та включати лише ті іноземні валюти, які є найбільш важливими для української зовнішньої торгівлі. Формула не повинна змінюватися з часом для того, щоб гарантувати послідовність та запобігти маніпуляціям. Це означає використання постійних ваг для валют, які складають кошик. Більш того, емпіричні докази мають вказувати на стійкий зв'язок між індексом РЕОК та торговельним балансом.

Індекс РЕОК, що був побудований нами, має всі ці риси. Кошик валют включає тільки три найбільш важливі валюти, а саме: долар США, євро та російський рубль. Кожна з цих валют складає третину кошика, оскільки вони однаково важливі для української зовнішньої торгівлі. Схема ваг тримається фіксованою, що таким чином забезпечує послідовність та запобігає маніпуляціям.[4] Крім того, економетричний аналіз показав досить стійкий зв'язок між індексом РЕОК та торговельним балансом за період 1996 – 2001 років. Як було показано, реальна ефективна девальвація гривні веде до покращення торговельного балансу[5] через півроку.[6] Останнім, але не менш важливим, є те, що на нашу думку НБУ має бути в змозі керувати розвитком індексу РЕОК в короткостроковому періоді, використовуючи свої інструменти (умова контролю, див. Схему 1). Керування індексом повинно відбуватися через вплив на номінальні обмінні курси долара США, євро та російського рубля шляхом інтервенцій на валютний ринок.[7] Розвиток нашого індексу РЕОК з 1996 року показаний на Графіку 1.

---

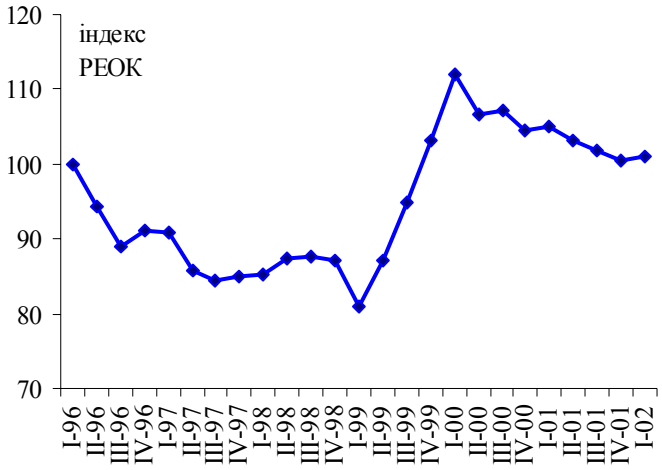
[4] Використовується техніка середнього геометричного зважування. В якості показника інфляції ми обрали індекс цін виробників (ІЦВ) для чотирьох країн (України, США, єврозони та Росії). Для детального опису індексу РЕОК дивіться публікацію: Надія Маньковська, Рікардо Джуччі, Олександра Бетлій, *Вплив реального ефективного обмінного курсу на торговельний баланс України.* //Тенденції української економіки, березень 2002, стор. 74-79.

[5] Дані щодо торговельного балансу включають торгівлю товарами та послугами і були взяті з квартальних значень торговельного балансу, що публікується НБУ. Окремі деталі дивіться Маньковська та ін. (2002).

[6] Реальна ефективна девальвація гривні призводить до погіршення торговельного балансу після одного кварталу і до його покращення після двох кварталів. Цей результат підтверджує наявність J-подібної кривої в Україні. Детальніше дивиться Маньковська та ін. (2002).

[7] НБУ має два основні шляхи контролювання індексу РЕОК. В найкоротшому періоді, тобто щоденно, НБУ може визначати індекс РЕОК через впливання на номінальний обмінний курс долара США, євро та російського рубля шляхом інтервенцій на валютний ринок. В середньостроковій перспективі НБУ може впливати на темп інфляції через операції на відкритому ринку (продаж та купівля державних облігацій), кредити комерційним банкам та визначення ставки резервних вимог. На нашу думку, НБУ треба намагатися тримати інфляцію на низькому та стабільному рівні.

Графік 1: Індекс РЕОК в період з 1-го кварталу 1996 року до 1-го кварталу 2002 року



Примітка: зростання індексу означає реальну ефективну девальвацію гривні

Графік 1 показує великі та різкі зміни індексу РЕОК у 1996 – 2000 роках. Очевидно, що НБУ не контролював РЕОК впродовж цього періоду. Може з'явитися питання, чи керування РЕОК дало б змогу запобігти валютній кризі 1998 року. Нажаль, неможливо відповісти на це питання. Але ми впевнені, що контроль над РЕОК в теперішній час допоможе запобігти майбутній кризі, такій як в 1998 році.[8]

3.2. Формування бажаного шляху розвитку проміжної цілі.

Поки що ми визначили позитивний баланс торгівлі як головну мету валютної політики в короткостроковому періоді, а РЕОК як проміжний інструмент для досягнення такої цілі. За таких умов ми маємо поставити та обговорити *питання* про бажаний розвиток РЕОК, який допоможе досягнути конкретного рівня позитивного торговельного балансу. Зокрема, чи потрібно проводити реальну ефективну девальвацію? І якщо так, скільки вона має становити протягом, наприклад, наступних 12 місяців? Або чи може встановлена ціль бути досягнута тримаючи РЕОК сталим? Або чи навіть треба проводити реальну ефективну ревальвацію для запобігання появи занадто великого позитивного торговельного балансу?

Як передбачено економічною теорією[9] та показано емпіричними дослідженнями, ступінь реальної ефективної ревальвації залежить від відносних темпів зростання продуктивності праці всередині країни проти країн-торговельних партнерів. Чим швидше зростає продуктивність праці в Україні порівняно з іншими країнами, тим більшим буде реальне ефективне подорожчання гривні. Таким чином, встановлення запланованого рівня РОЕК повинно базуватись на очікуваннях щодо короткострокового розвитку продуктивності праці в Україні.

Продуктивність праці на економічному рівні залежить від декількох факторів, таких як реальні інвестиції, фінансове посередництво, організаційні та робочі навички, ринкова структура, ефективність правової структури, інфраструктура та адміністративний тягар. Безперечно, ці фактори в Україні покращуються. Але правдивим також є той факт, що

8 Ми не викреслюємо можливості того, що НБУ вже почав керуватися яким-небудь індексом РЕОК в якості проміжної цілі. Але ніякого офіційного повідомлення ще не було.

9 Ми звертаємось до добре відомого ефекту Баласса-Самуельсона.

вони не покращуються швидко. Таким чином, не слід чекати значно швидшого зростання продуктивності праці в Україні в порівнянні з іншими країнами в короткостроковій перспективі.[10] Відтак, принаймні тепер ми б радили НБУ встановити більш чи менш постійний запланований рівень для своєї проміжної цілі.[11] Слід уникати значного реального ефективного подорожчання гривні.

Прийняття запланованого рівня РЕОК означатиме прийняття деяких подальших рішень центрального банку, які ми коротко назвемо. По-перше, треба вирішити з якою точністю планувати РЕОК. Наприклад, чи треба реагувати на відхилення на 3%? Або 3% краще розглядати як дуже мале значення? По-друге, як швидко НБУ має реагувати на зміни РЕОК? Чи він має зачекати і перевірити, чи не носить зміна короткостроковий характер, чи йому краще діяти відразу? По-третє, можливість зміни запланованого розвитку після позитивного або негативного шоку і процес зміни цього плану мають бути визначені заздалегідь.

Нарешті, ми повинні роз'яснити один важливий момент для запобігання непорозумінь. Ми знаємо, що Україна має значний потенціал підвищення продуктивності праці і, таким чином, – потенціал реальної ефективної ревальвації. Ми також думаємо, що реальна ефективна ревальвація, якщо вона буде сталою, буде дуже корисна для України. Імпорт капіталу та енергетичних товарів, які необхідні для виробництва, стануть дешевшими в реальному вимірі. Обслуговувати зовнішній борг також стане легше. Таким чином, реальна ефективна ревальвація потенційно можлива та бажана. Але зараз, через повільний процес економічних реформ в Україні, реальна ефективна ревальвація не буде сталою і таким чином погіршить торговий баланс та дестабілізує економіку. Відтак, реальна ефективна ревальвація не повинна розглядатися через призму аргументу, що це добре для економіки. Ревальвація була б корисна, при умові, що вона стала. Але так як вона не є сталою, вона не буде корисною для економіки.

4. Поточні дебати в Україні: девальвувати чи не девальвувати?

Валютна політика широко обговорюється в Україні. Національний банк, який відповідає за формування та здійснення валютної політики, навіть зазнавав критики з боку уряду, що є недопустимим за будь-якими стандартами. В цій частині роботи ми хочемо звернутись до цієї дискусії, користуючись нашими аналітичними знахідками.

Серед українських політиків існує широкий консенсус щодо мети валютної політики. Згідно з цим консенсусом, валютна політика в короткостроковій перспективі повинна підтримувати значний позитивний торговельний баланс, який розглядається як наріжний камінь зовнішньої стабільності, що була досягнута в 2000 році. Зокрема, великий позитивний торговельний баланс дав можливість підняти офіційні золотовалютні резерви, які все ще недостатні, та скоротити зовнішній борг, який все ще високий. Таке становище речей є добрим з огляду на два чинники. По-перше, той факт, що існує загальний консенсус щодо головної мети валютної політики, є доброю ознакою, чого не можна сказати про багато інших країн. По-друге, добрим є те, що політики погоджуються із метою, яка, на нашу думку, є правильною метою валютної політики.

10 В Україні статистика праці і дані по продуктивності праці не є надійними, тому ми не базуємо наші аргументи на емпіричних даних.

11 Ця порада базується на припущенні, що поточний рівень РЕОК є оптимальним.

Досить цікаво, що такий консенсус щодо головної мети валютної політики не супроводжується узгодженістю стосовно шляхів її досягнення. В центрі сьогоднішніх дискусій лежить питання, чи необхідно девальвувати гривню для того, щоб зберегти позитивний торговельний баланс в недалекому часовому горизонті, чи ні. Прихильники девальвації вказують на сьогоднішні проблеми в металургійному секторі, який займає біля 40% експорту. Вони вимагають девальвації гривні для того, щоб покращити конкурентноздатність металургійних підприємств України на міжнародних ринках, підвищити експорт та утримати позитивний баланс торгівлі. З іншого боку дебатів знаходяться противники девальвації, які не вважають, що девальвація значно б покращила торговельний баланс через нееластичну природу українського імпорту. Біля 50% українського імпорту припадає на енергоносії, попит на які не впав би значною мірою у випадку девальвації. Крім того, противники девальвації наголошують на тому, що девальвація призвела б до подорожання імпорту капіталу та утруднила б обслуговування зовнішнього боргу. В результаті девальвації, уповільнилися б модернізація української промисловості та становлення фінансового сектору в країні. Слід зазначити, що термін "девальвація" використовується обома сторонами дебатів в тому ж значенні, тобто означає підвищення номінального обмінного курсу гривні по відношенню до долара США, який зараз становить приблизно 5,33 грн. за один долар США.

Найбільш вражаючим моментом у цих дебатах є той факт, що вони не грунтуються на коректних припущеннях. Обмінний курс гривні до долара є лише одним з числа монетарних чинників, які впливають на торговельний баланс. Інші важливі чинники, як-то обмінні курси гривні до євро та до російського рубля, рівні інфляції в Україні, США, євро-зоні та Росії, є повністю проігнорованими у дебатах. Дебати не повинні фокусуватися на номінальному обмінному курсі гривні до долара США, а на РЕОК, який охоплює всі важливі монетарні чинники майбутньої динаміки торговельного балансу. Питання в центрі дебатів щодо валютної політики повинно формуватися наступним чином: "Чи сьогоднішня динаміка РЕОК є прийнятною, чи ні?" Як тільки буде дано відповідь на це фундаментальне питання, відповідь на другорядне питання щодо потреби девальвації гривні відносно долара США буде знайдена автоматично.

Таким чином, ми відповідатимемо на запитання: "Чи є поведінка РЕОК такою, як вона повинна бути?" Загалом, РЕОК залишався більш-менш сталим, починаючи з початку року (див. Графік 1). Обмінні курси гривні по відношенню до долара США, євро та російського рубля також не зазнали значних змін, а рівень інфляції в Україні був схожим на рівні інфляції в інших країнах. Таким чином, остання динаміка РЕОК узгоджується з нашими рекомендаціями щодо стабільного розвитку РЕОК в короткостроковій перспективі. Така оцінка означає, що в даний момент немає жодної потреби девальвувати гривню проти долара США. Таким чином, сьогодні ми виступаємо проти девальвації.

Чи це означає, що ми належимо до числа противників девальвації? Відповідь: ні. Ми приходимо до однакових висновків стосовно обмінного курсу гривні до долара, але лише тому, що інші шість чинників, які ми вважаємо такими ж важливими, як і обмінний курс долара, залишаються сьогодні достатньо стабільними. Але така ситуація не завжди була в минулому[12] і, безсумнівно, зміниться в якийсь момент в майбутньому. Наприклад, якщо рівень інфляції в Україні значно підвищиться[13], а інші відповідні

[12] Наприклад, рівень інфляції в Україні у 2000 році був набагато вищим ніж в США та євро-зоні.

[13] Це є лише прикладом. Ми не очікуємо значного стрибка інфляції в Україні в найближчому майбутньому.

чинники залишатимуться стабільними, тоді ми, безперечно, будемо виступати на користь девальвації гривні проти долара для того, щоб зберегти РЕОК на стабільному рівні. І це не буде означати, що ми змінимо нашу позицію і станемо на бік прихильників девальвації.

Насамкінець, ми хочемо прокоментувати деякі інші аспекти сьогоднішніх дебатів. Спочатку звернемо увагу на аргументи противників девальвації. Ми не погоджуємося, що девальвація не вплине позитивно на торговельний баланс за сучасних умов. Девальвація означала б реальну ефективну девальвацію, яка вела б до покращення торговельного балансу через півроку. Існування такого зв'язку було показано нашим емпіричним дослідженням. Противники девальвації, здається, надто вузько фокусуються на нееластичній властивості імпорту та забувають про експорт, який є іншим компонентом торговельного балансу. Більш того, ми погоджуємося, що тверда гривня сприяє імпорту капіталу та обслуговуванню зовнішнього боргу. Як було сказано вище, реальне ефективне подорожчання гривні є вигідним за умови, якщо така тенденція є сталою. Але через повільний економічний прогрес та слабке зростання продуктивності праці в Україні, реальне ефективне подорожчання гривні не буде сьогодні сталим.

Тепер звернемо увагу на аргументи на користь девальвації. Металургійний сектор в Україні має серйозні структурні проблеми. Зокрема, його сукупний капітал до великої міри застарів, а енергоємкість виробництва є дуже високою. Для того, щоб утримати експорт продукції металургійного сектору на високому рівні, а також для задоволення внутрішніх потреб, вкрай необхідною є реструктуризація даного сектору. Чим швидше це станеться, тим краще для країни. Звичайно, реструктуризація такого величезного та важливого сектору є нелегким завданням та потребує жорстких рішень. Девальвація гривні на короткий час пом'якшила б деякі проблеми в металургійному секторі, але вона б не вирішила жодної з них. Насправді, вона б утруднила реструктуризацію сектору, оскільки остання почалася б пізніше. Таким чином, девальвація не є вирішенням структурних проблем металургійного сектору. Структурні проблеми потрібно побороти структурними політичними рішеннями, а не валютною політикою.[14]

5. Підсумок.

Дана робота висвітлює нашу позицію щодо валютної політики в Україні. Основною метою валютної політики в короткостроковій перспективі повинно стати утримання значного позитивного торговельного балансу для того, щоб забезпечити подальше накопичення офіційних валютних резервів та подальше зниження зовнішнього боргу уряду. Таке рішення означає, що інші потенційні цілі валютної політики, як, наприклад, стабільність цін чи заохочення іноземного капіталу, не повинні переслідуватися в повній мірі валютною політикою. На наш погляд, це не створюватиме ніяких серйозних проблем, оскільки дані цілі є або менш привабливими в порівнянні з позитивним балансом торгівлі, або ж вони можуть бути досягнуті більш ефективно іншими інструментами, відмінними від інструментів валютної політики.

Для того, щоб досягнути визначену вище мету, НБУ повинен використовувати реальний ефективний обмінний курс (РЕОК) в якості проміжної цілі. Зокрема, ми

[14] На додаток, кількісна важливість металургійного сектору для показників чистого експорту та для економіки в цілому переоцінена. Виробництво в даному секторі вимагає значних енергоресурсів (біля 30% виробничих витрат), які потрібно частково імпортувати. Більш того, лише 5% ВВП виробляється металургійною промисловістю.

пропонуємо використовувати індекс РЕОК, методологія розрахунку якого була нами розроблена. Індекс включає сім найбільш важливих монетарних чинників, що впливають на торговельний баланс, а саме: обмінні курси гривні по відношенню до долара США, євро та російського рубля, а також рівні інфляції в США, євро-зоні, Росії та Україні. Обмінний курс гривні до долара США однозначно не повинен використовуватися в якості проміжної цілі, оскільки він є лише одним з чинників і сам по собі не може служити хорошим індикатором майбутньої динаміки торговельного балансу.

З допомогою даного аналізу ми маємо змогу пролити світло на сьогоднішні внутрішні дебати щодо валютної політики в Україні. Хоча в Україні існує загальний консенсус, що метою валютної політики в короткостроковій перспективі має бути збереження істотного позитивного торговельного балансу, немає узгодженої позиції щодо того, як досягнути дану мету. Деякі наголошують на необхідності девальвації гривні по відношенню до долара США, інші твердо виступають проти девальвації. Ми вважаємо, що такі дебати несуть собою помилкові судження, оскільки вони базуються лише на одному чиннику торговельного балансу, а саме, вони враховують лише обмінний курс гривні відносно долара США. Такі дебати повинні вестись щодо розвитку РЕОК, а не номінального курсу гривні до долара. Бажаний рівень курсу гривні до долара повинен бути визначений з фундаментальних оцінок, тобто з оцінок того, чи сьогоднішня поведінка індексу РЕОК є прийнятною, чи ні.

Ми вважаємо, що достатньо сталий рівень РЕОК з початку року відповідає основній меті утримання позитивного балансу торгівлі в Україні. Таким чином, не існує жодної потреби змінювати розвиток РЕОК. Враховуючи сьогоднішні обставини, така фундаментальна оцінка означає, що немає необхідності змінювати обмінний курс гривні до долара США. Відповідно, на сьогоднішній момент ми виступаємо проти девальвації гривні. Але якщо в якийсь момент в близькому майбутньому матиме місце значне реальне ефективне подорожчання гривні, тоді ми справді будемо схвалювати рішення щодо девальвації гривні.

Р.Д., лектор Ф.В.
липень 2002 р.