Валютна політика в Україні
- Оцінка і рекомендації-

Роберт Кірхнер/ Д-р Рікардо Джуччі

Німецька Консультативна група

Берлін/Київ, Березень 2012

© German Advisory Group

Структура

1. Вступ
2. Поточна валютна політика
3. Оцінка поточної політики
4. Поточна політика і майбутні шоки
5. Рекомендації
6. Висновки

Додаток I: Росія

Додаток II: Білорусь

Контакти

© German Advisory Group

1. Вступ

Мотивація:

- Валютна політика широко обговорюється в країні
- Зараз існує значний тиск на обмінний курс
- Цей тиск також впливає на монетарну політику тісно зв’язану з валютною політикою
- Нашою метою є оцінка відповідності поточної політики в контексті очікуваних майбутніх подій, а також надання відповідних рекомендацій

Структура презентації:

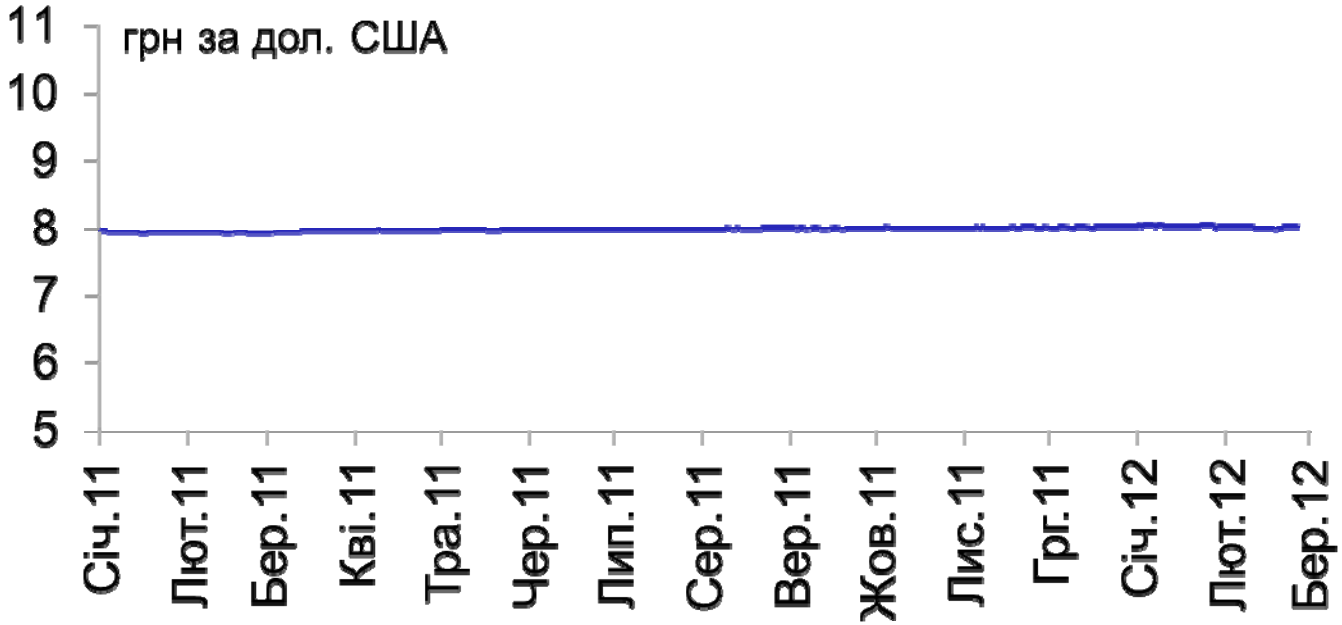
- Опис поточної валютної політики
- Оцінка поточної політики
- Придатність для вирішення майбутніх шоків
- Рекомендації
- Висновки

© German Advisory Group

2. Поточна валютна політика

- Обмінний курс *фактично* прив'язаний до долара США

Номінальний обмінний курс



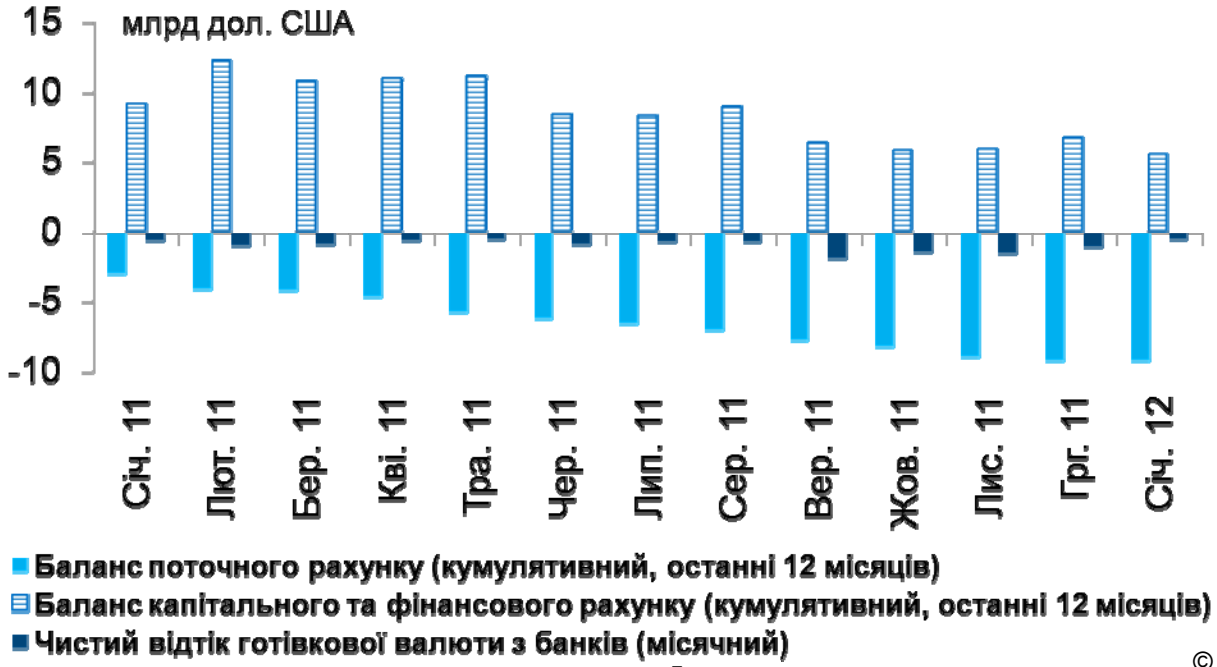
Джерело: НБУ

© German Advisory Group

Тиск на валютному ринку(1)

- Але декілька індикаторів вказують на тиск на валютний ринок :
  - Погіршення поточного рахунку (чистий імпорт енергоносіїв (вкл. газ) є важливим – він становить 14% від ВВП)
  - Також погіршення фінансового рахунку
    - Чистий притік капіталу зменшився
    - Внутрішній відтік капіталу збільшився (Чисті покупки готівкової валюти) – недостатня довіра до національної валюти

Тенденції платіжного балансу (джерело: НБУ)



© German Advisory Group

Тиск на валютному ринку (2)

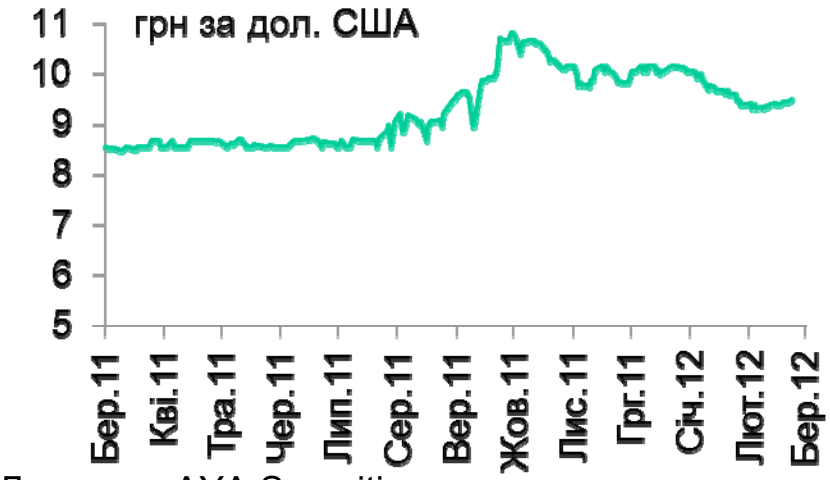
- Високі премії за ризик за зовнішнім державним боргом
- Значні очікування девальвації на офшорному ринку

Дефолтні свопи (5-річні CDS)



Джерело: AYA Securities

Безпоставкові форварди (річні NDF)



Джерело: AYA Securities

- Міжнародні ринки боргового (та акціонерного) капіталу закриті для нових випусків, а виплати за зовнішнім боргом залишаються значними (включаючи борг перед МВФ). У вересні 2011 року зовнішній борг, що підлягав до погашення протягом одного року, становив 53 млрд дол. США.

Висновок: Як фінансовий, так і поточний рахунок платіжного балансу спричиняє тиск на гривню

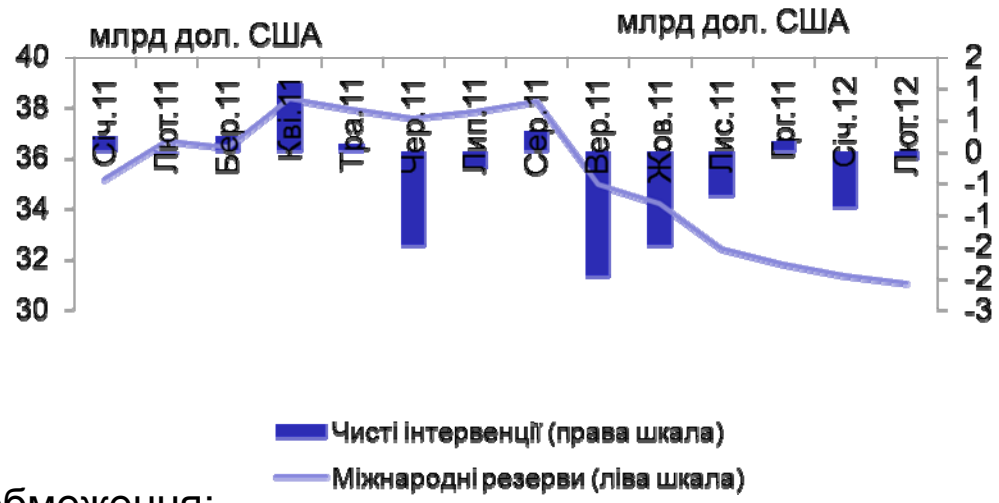
© German Advisory Group

Наслідки фіксованого валютного курсу (1)

Валютний ринок:

- Постійний тиск на валютному ринку протягом останніх місяців призвів до:
  - Щомісячного чистого продажу іноземної валюти НБУ
  - Втрат міжнародних резервів; резерви НБУ зменшились з 38,2 млрд дол. США (серпень 2011 року) до 31 млрд дол. США нині (середнє падіння понад 1 млрд дол. США на місяць). Міжнародні резерви становлять менше, ніж 4 місяці (очікуваного) імпорту

Офіційні резерви та чисті інтервенції НБУ



Адміністративні обмеження:

- Ще одною причиною тиску на обмінний курс та втрати резервів було відновлення адміністративних обмежень зокрема на ринку готівкової іноземної валюти

© German Advisory Group

Наслідки фіксованого валютного курсу (2)

Монетарна політика:

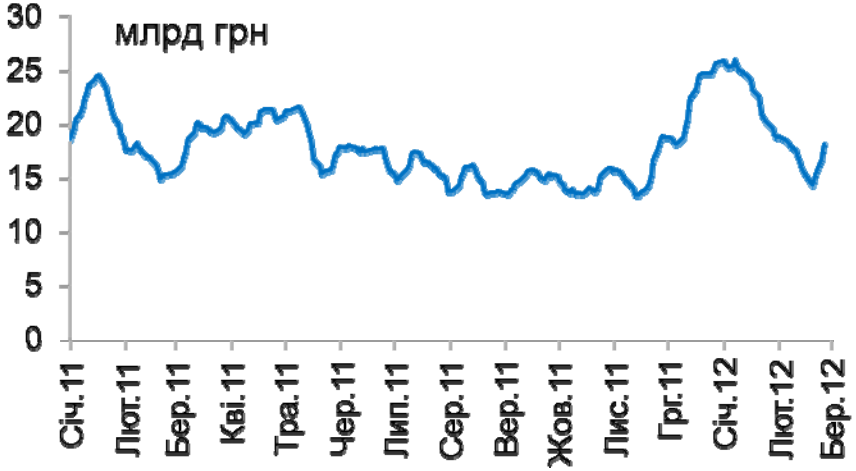
- Монетарна політика підпорядкована валютній політиці (“ендогенна”)
- Недосконала мобільність капіталу (наприклад через адміністративні обмеження) дозволяє проводити до певної міри незалежну монетарну політику
- Нещодавній тиск на курс призвів до проведення жорсткішої монетарної політики, що можна чітко бачити на графіках нижче:
  - Значне підвищення ставок на міжбанківському ринку
  - Дуже волатильна ліквідність, чого і можна було чекати за умов фіксованого обмінного курсу

Відсоткова ставка Київ-прайм (1 місяць)



Джерело: AYA Securities

Ліквідність банківського сектору (млрд грн)



Джерело: НБУ

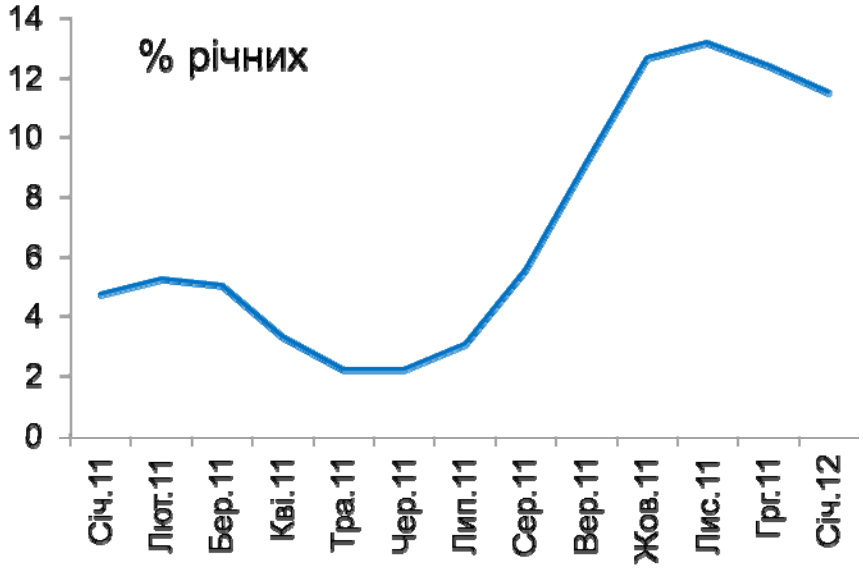
© German Advisory Group

Наслідки фіксованого валютного курсу(3)

Монетарна політика:

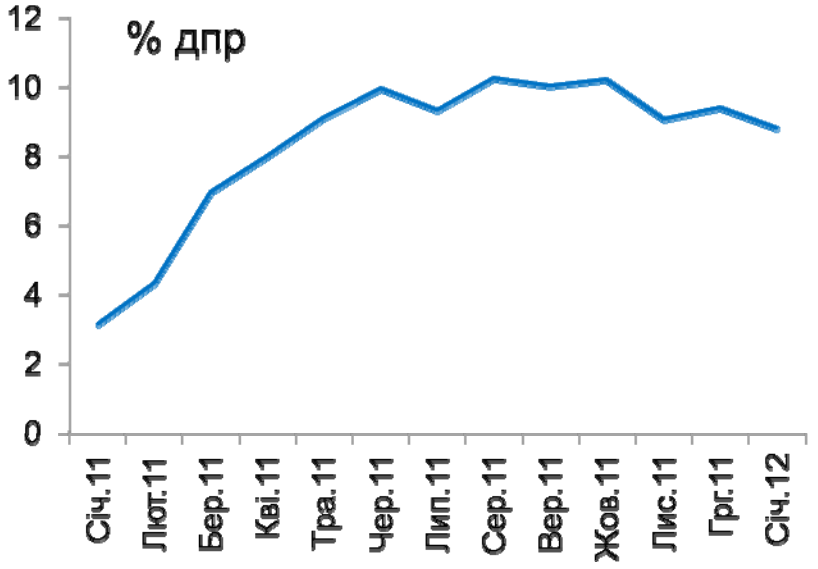
- В банківському секторі процентні ставки збільшилися і зростання кредитів сповільнилось через жорстку монетарну політику

Реальна ставка за кредитами банків



Джерело: НБУ, Держстат

Зростання банківських кредитів



Джерело: НБУ

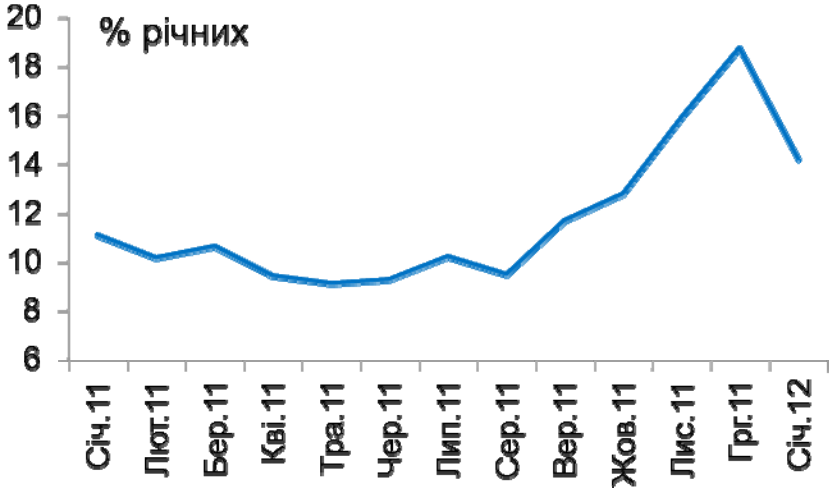
© German Advisory Group

Наслідки фіксованого валютного курсу (4)

Фіскальна політика:

- Збільшення процентних ставок також мало наслідки для Міністерства фінансів, яке повинне фінансувати бюджетний дефіцит та виплати за державним боргом
- Процентні ставки за ОВДП збільшились, а обсяги випуску відповідно зменшився
- Це змусило Мінфін запровадити нові види ОВДП (індексовані до обмінного курсу та деноміновані в іноземній валюті), що збільшило борг в іноземній валюті/валютні ризики

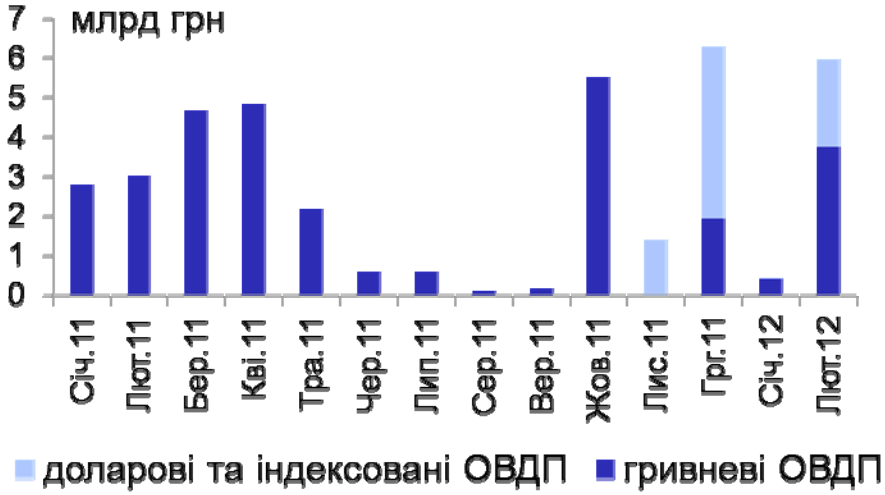
Доходність за ОВДП



Джерело: НБУ

Примітка: Середньозважена доходність на вторинному ринку за виконаними біржовими угодами з ОВДП строком 1-2 роки

Обсяги випуску ОВДП



Джерело: НБУ

© German Advisory Group

3. Оцінка поточної політики (1)

Валютний ринок:

- Різні індикатори вказують, що обмінний курс відрізняється від рівноважного значення
- Наші емпіричні розрахунки (Аналітична записка PB/18/2011) підтримують це твердження, хоча переоцінка гривні видається не дуже великою
- Однак якщо тиск продовжиться, не можна виключити велику і неконтрольовану корекцію курсу; **негативний сценарій**

Адміністративні обмеження:

- Негативно впливають на довіру і навряд чи ефективні в довгостроковому плані
- Неправильний інструмент для вирішення проблеми тривалого тиску на обмінний курс

© German Advisory Group

3. Оцінка поточної політики (2)

Монетарна політика:

- Тиск на обмінний курс призводить до жорсткішої монетарної політики через взаємозв'язок між монетарною та валютною політикою
- Це відбувається тоді, коли банківський сектор все ще виходить з кризи, а реальний сектор залежить від нових кредитів
- Загроза для фінансової стабільності та стабільності реального сектору

Фіскальна політика:

- Обмежена ліквідність також негативно впливає на фіскальну політику, оскільки залучення внутрішнього фінансування стає дедалі складнішим для Мінфіну

Оцінка I: Зовнішні рахунки української економіки розбалансовані. За таких умов фіксування обмінного курсу може призвести до значних економічних втрат через загрозу економічній та фінансовій стабільності. Тому необхідно змінити режим валютного курсу в сторону збільшення гнучкості.

© German Advisory Group

4. Поточна політика і майбутні шоки (1)

- Україна стає дедалі вразливішою до непевних подій (“шоків”) через появу нових внутрішніх та зовнішніх ризиків, а також в контексті негативної поточної ситуації
- Зовнішні ризики:
  - Погіршення боргової кризи в Єврозоні, що нині не повністю врегульовано, може зменшити попит на ризикові активи
  - Подальше обмеження кредитування європейськими банками (пов’язане з борговою кризою)
  - Погіршення умов торгівлі (наприклад ціни на газ/сталь)
  - Погіршення світового економічного зростання (“друга хвиля кризи”)

© German Advisory Group

4. Поточна політика і майбутні шоки (2)

- Внутрішні ризики:
  - Небезпека експансивної фіскальної політики через вибори, що підтверджують нещодавні соціальні ініціативи президента. За попередніми оцінками додаткові видатки становитимуть 16 млрд грн тобто більше 1% ВВП.
    - Збільшення пенсій та соціальної допомоги
    - Часткове повернення «втрачених» вкладів Ощадбанку
    - Започаткування нової державної програми іпотечного кредитування (не включено в зазначену вище суму)
  - Відновлення внутрішнього відтоку капіталу, що зменшився за кілька останніх місяців

Оцінка II: Нові внутрішні і зовнішні ризики посилюють аргументи на користь збільшення гнучкості обмінного курсу, оскільки влада повинна мати можливість активно реагувати на такі шоки.

© German Advisory Group

5. Рекомендації

- Висновки з нашого аналізу: Потрібно переглянути режим фіксованого валютного курсу, оскільки він став значним економічним та фінансовим тягарем для економіки і не дозволяє реагувати на майбутні шоки належним чином.
- Якщо тиск продовжиться, що можливо з врахуванням нових ризиків, не варто виключити великої одноразової корекції, що може настати раніше, ніж очікувалось (“спекулятивна атака”). Це призведе до ще більшої загрози економічній та фінансовій стабільності
- Отже, поступове збільшення гнучкості обмінного курсу – це стратегія, яку ми підтримуємо, оскільки це дозволить обмінному курсу поступово рухатись в сторону рівноважного значення визначеного фундаментальними економічними показниками
- В результаті може бути поступово досягнуто економічну стабільність, що не потрібно плутати з фіксованим валютним курсом
- Гарна новина: Поки що необхідна корекція залишається невеликою
- Але як переходити до нової стратегії?

© German Advisory Group

Поступовий перехід до гнучкого курсу

- Складові переходу до нової системи:
  - Необхідний поступовий і контрольований перехід, тому що повна гнучкість може призвести до невиправданих коливань
  - Поточний тиск діє в сторону ослаблення гривні, хоча не дуже великого
  - Безперечно, відчуття двостороннього ризику є необхідним - тобто потрібен відчутний рух курсу в обох напрямках, щоб обмежити спекуляцію
  - Потрібно надалі розвивати інструменти валютного хеджування
  - Підтримка МВФ може спростити процес (збільшення резервів і більша довіра)

- Позитивні наслідки такого переходу:
  - Захист міжнародних резервів та збільшення довіри інвесторів
  - Поступове покращення поточного рахунку і зменшення спекулятивного тиску
  - Стають можливими пом’якшення поточної жорсткої монетарної політики, краща підтримка банків та більше кредитування реального сектора.
  - Збалансованіше відновлення економіки

© German Advisory Group

6. Висновки

- Наша оцінка поточної монетарної та валютної політики чітко вказує, що потрібно більше гнучкості
- Цю позицію також підтверджують майбутні ризики. Лібералізація валютного курсу – це найкращий метод реагування на можливі шоки
- Поступове збільшення гнучкості обмінного курсу, що повинно початись негайно, дозволить наблизити обмінний курс до рівноважного значення. Це сприятиме стабільності системи. Офіційні резерви будуть захищені, що збільшить довіру
- Це підтверджує регіональний досвід: недавній перехід Росії до більшої гнучкості, описаний в Додатку I (в Додатку II розглядається випадок Білорусі, що демонструє небезпеку фіксованого курсу)
- Правильна економічна політика (включаючи фіскальну) сприятиме досягненню макроекономічної стабільності, а отже і довгострокового економічного зростання
- Підтримка МВФ може сприяти переходу до гнучкішого валютного курсу

© German Advisory Group

Додаток I: Росія

- Досвід Росії під час кризи
  - 2009 року Росія переглянула монетарну політику і дозволила гнучкіший обмінний курс
  - Елементи нового режиму монетарної політики:
    - Зменшення інтервенцій на валютному ринку
    - Збільшення ролі процентної політики
    - Прозоріша комунікація монетарної політики
  - Результати:
    - Монетарна політика дедалі більше орієнтується на внутрішні цілі (тобто інфляцію)
    - Поступове зменшення доларизації банківської системи, що почалась перед кризою
    - Населення довіряє рублю

© German Advisory Group

Додаток II: Білорусь

- Досвід Білорусі у 2010 – 2011 роках
  - Минулого року у Білорусі відбулась тяжка економічна криза, що була викликана нереалістичною економічною політикою під час президентських виборів 2010 року:
    - Фіксований обмінний курс
    - Експансивна фіскальна та соціальна політика
    - Експансивна монетарна та кредитна політика
  - Результат:
    - Масштабна криза платіжного балансу, після безуспішних намагань контролювати валютний ринок адміністративними заходами відбулась девальвація (з 3,000 рублів за дол. США в січні 2011 року до 8,800 рублів за дол. США в листопаді 2011 року)
    - Інфляція – 107,4% дпр!

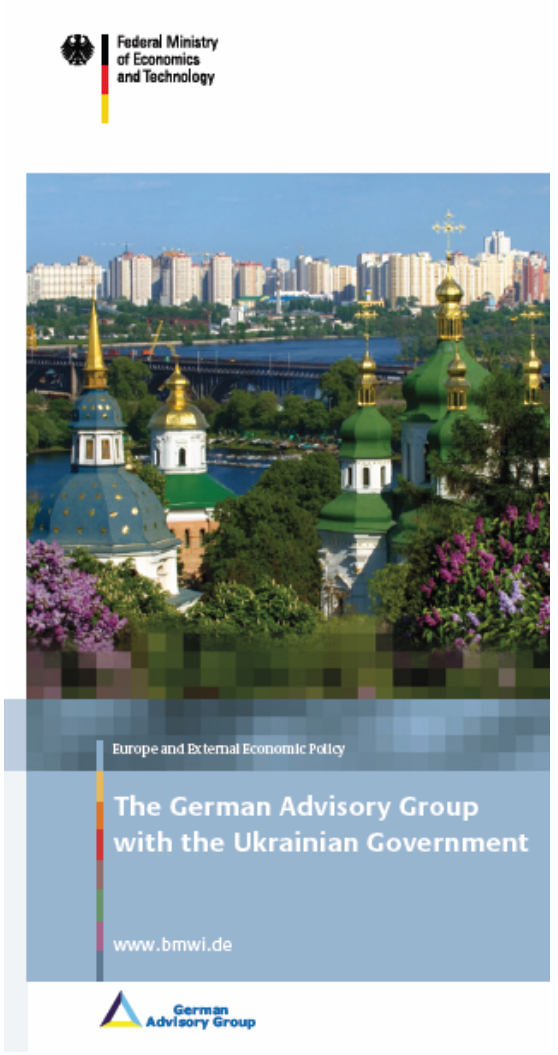
© German Advisory Group

Контакти

Роберт Кірхнер
kirchner@berlin-economics.com

Рікардо Джуччі
giucci@berlin-economics.com

German Advisory Group
c/o BE Berlin Economics GmbH
Schillerstr. 59, D-10627 Berlin
Tel: +49 30 / 20 61 34 64 0
Fax: +49 30 / 20 61 34 64 9
E-mail: info@beratergruppe-ukraine.de
www.beratergruppe-ukraine.de



© German Advisory Group