

РЕЖИМ ВАЛЮТНОГО КУРСУ ПРИ ПЕРЕХОДІ ДО ІНФЛЯЦІЙНОГО ТАРГЕТУВАННЯ В УКРАЇНІ

У статті досліджено та проаналізовано основні режими валютного курсу при переході до інфляційного таргетування в Україні, розглянуто передумови формування режиму інфляційного таргетування.

Ключові слова: інфляційне таргетування, валютний курс, режим валютного курсу, фіксований обмінний курс, плаваючий валютний курс.

Постановка проблеми. Продовження політики підтримки стабільного курсу гривні стосовно долара США, незважаючи на значну девальвацію останнього стосовно євро та інших провідних світових валют, дозволило підтримати цінову конкурентоспроможність українських виробників, нівелювавши інфляційний тиск. Водночас у світлі відзначених негативних тенденцій монетарної сфери стабільний валютний курс як основний інструмент підтримання макрофінансової стабільності, який традиційно застосовувався в Україні, втратив ефективність функції номінального якоря. Отже, валютно-курсова політика набула парадоксального характеру, коли, за збереження незмінного курсу гривні, зменшується внутрішня купівельна спроможність української валюти та активізуються процеси витіснення її із внутрішнього грошового обігу. Спроби НБУ щодо корекції курсової політики та ревальвації гривні в умовах високої політичної та економічної невизначеності, зростаючого дефіциту торговельного балансу та боргового характеру основних джерел наповнення міжнародних резервів могли б спровокувати непередбачувані та вкрай негативні процеси в економіці України: підвищити попит іноземних інвесторів на українські цінні папери з наступною спробою зафіксувати курсові прибутки і вивести капітали з країни, обумовити подальше зростання негативного сальдо торговельного балансу, знецінити валютні заощадження населення, погіршити становище банків, у структурі кредитного портфеля яких домінують доларові кредити тощо. Пов'язаний обмінний курс більше не є придатним для того, щоб стримувати інфляцію, заохочує доларизацію та не дає змоги номінальному обмінному курсу здійснювати свою захисну функцію від зовнішніх впливів. Отже, як передбачалося в основних засадах монетарної політики на 2008 рік, поточний монетарний режим повинен бути замінений спочатку на більш гнучкий обмінний курс, і, зрештою, на інфляційне таргетування [6]. У разі послідовного запровадження інфляційне таргетування є вельми ефективним, що було доведено на практиці в багатьох країнах із перехідною економікою, зокрема в Польщі та Чехії [5].

Аналіз публікацій. Значний внесок у дослідження проблем вибору оптимального режиму валютного курсу при інфляційному таргетуванні для

країн із трансформаційною економікою зробили відомі зарубіжні та вітчизняні науковці і практики: Береславська, Берг, Боренцштайн, Гальчинський, Домак, Домбровські, Едвардс, Мішкін, Михайличенко, Савченко, Стельмах, Френкель, Хорват та ряд інших.

Мета статті – дослідити режими валютного курсу при переході до інфляційного таргетування в Україні

Виклад основного матеріалу. Дослідження проблем вибору оптимального режиму валютного курсу в Україні необхідно розпочати з розгляду формування валютно-курсової політики та макроекономічного становища в Україні.

В Україні спостерігаються ознаки поступової макроекономічної стабілізації, які характеризуються поступовим зростанням реального ВВП, обсягів виробництва, наявністю позитивного сальдо рахунку платіжного балансу (табл. 1). Узагальнюючи результати досліджень з цього питання, можна визначити чотири основні причини, які вплинули на поточний економічний стан:

1. Зниження реальної вартості гривні.
2. Підвищення цін на основні товари українського експорту на світових ринках (сприятлива зовнішня кон'юнктура ринку).
3. Жорсткі умови щодо отримання зовнішнього запозичення.
4. Дотримання відносно жорсткої фінансової дисципліни Державного бюджету.

Вітчизняна економічна система пододала перехідний період, пов'язаний зі структурною перебудовою, і досягла певної макроекономічної стабілізації. Це є необхідною умовою досягнення сталого економічного зростання і адекватності запровадження стратегії грошово-кредитної політики, що ґрунтується на визначенні цільових показників інфляції (табл. 1) [5; 8].

Таблиця 1

Аналіз основних макроекономічних показників в Україні

Показник	Рік				
	2004	2005	2006	2007	2008
<i>Сектор реальної економіки</i>					
ВВП, млрд. грн.	345,1	441,5	544,2	709,5	869,7
ВВП, млрд. дол.	64,9	86,2	107,8	140,5	173,6
Зростання ВВП, %	12,1	2,7	7,1	7,3	5,5
Темп зростання приватного споживання, %	13,1	20,6	15,9	17,4	8,5
Темп зростання інвестицій, %	20,5	3,9	18,5	19,0	10,0
Темп зростання реального наявного доходу домогосподарств, %	19,6	23,9	13,4	12,8	–
<i>Зовнішній сектор</i>					
Сальдо рахунку поточних операцій, % ВВП	10,6	2,9	–1,6	–3,2	–5,5
Прямі іноземні інвестиції, млрд. дол.	1,7	7,5	5,3	8,4	8,4
<i>Монетарний сектор</i>					
Грошова база, річна зміна, %	34,1	53,9	17,5	46,0	25,0
Грошова маса, річна зміна, %	32,3	54,4	34,5	52,2	30,0
Обмінний курс гривні щодо долара, середньорічний	5,30	5,13	5,05	5,05	5,01
Валові міжнародні резерви, млрд. дол.	9,5	19,4	22,3	32,4	35,0
<i>Фіскальний сектор</i>					
Бюджетний дефіцит, % ВВП	–3,2	–1,8	–0,7	–1,0	–2,5
Державний борг, % ВВП	24,8	17,7	15,0	12,5	12,0

Джерело: Державний комітет статистики, Національний банк України, Міністерство фінансів.

Вихід з існуючого режиму грошової політики убік або інфляційного таргетування при вільно плаваючому курсі, або постійно фіксованого курсу за відсутності внутрішньої грошової політики. Режим постійно фіксованого курсу можна ввести достатньо швидко, і він радикально не відрізнятиметься своєю інструментальною логікою від типу проміжного режиму, який працював протягом останніх 6 років. У свою чергу, введення режиму інфляційного таргетування вимагає більш революційних змін в інструментах грошової політики, принципах роботи валютного і грошового ринків, внутрішньої організації самого НБУ, розвитку його статистичної, аналітичної і прогностичної бази, зміни інформаційних стандартів та ін. Для цього потрібно 2-3 роки [1].

Проблема високої інфляції знову опинилася в центрі суспільної уваги. А фахівцям, на наш погляд, саме час згадати про корисність інфляційного таргетування, що створює основу для координації економічної політики з метою забезпечення макроекономічної стабільності і дає змогу НБУ більш ефективно та надійно протидіяти інфляції [7].

Інфляційне таргетування, за визначенням Європейського центрального банку, – це стратегія монетарної політики, спрямована на підтримання

стабільності цін і зосереджена на мінімізації відхилень у прогнозах інфляції від оголошеної інфляційної мети [5].

Міжнародні експерти з інфляційного таргетування, які надавали консультації з цього питання Національному банку України в жовтні 2004 р., визначили три необхідні та три бажані умови запровадження інфляційного таргетування.

Серед основних умов виділяємо такі:

1. Досягнення політичного консенсусу щодо єдиної цілі (по інфляції) для грошово-кредитної політики.
2. Ефективне використання центральним банком інструментів грошово-кредитної політики (насамперед процентної політики).
3. Вільно плаваючий валютний курс.

Розглянувши умови запровадження таргетування інфляції, що описуються різними авторами, та виділивши з них найбільш важливі та актуальні, виходячи із особливостей України, можна систематизувати їх таким чином:

1. Незалежність центрального банку.
2. Функціонування режиму вільно плаваючого валютного курсу.
3. Більш ефективна податково-бюджетна політика, відсутність її впливу на інфляційні процеси.
4. Наявність достатньо розвинутого фінансового ринку, здатного забезпечити ефективне використання інструментів грошово-кредитної політики та їх вплив на економічний розвиток.
5. Наявність розуміння з боку центрального банку дії трансмісійного механізму, економічних зв'язків, наявність моделей, що їх описують та дозволяють досить точно прогнозувати інфляцію.
6. Ефективність монетарного впливу на інфляцію.

Слід визнати, що із зазначених умов повністю (чи майже повністю, якщо брати до уваги можливий політичний тиск, що існує в кожній системі) виконується в Україні лише одна – незалежність центрального банку, хоча і тут на практиці існують певні суперечності.

Вчений Домак та його прибічники у своєму дослідженні побудували емпіричну модель режиму валютного курсу, засновану на аналізі ряду економічних показників, серед яких значилися інфляція, дефіцит бюджету, відношення резервів до грошової бази, показник відвертості економіки та деякі інші. Їх модель дозволяла отримати оцінки вірогідності підтримки одного з трьох режимів обмінного курсу: фіксованого, проміжного або гнучкого обмінного курсу. Оцінки були зроблені на підставі даних за період з 1992 по 1998 рік, отриманих у країнах з перехідною економікою із Східної Європи та СНД (враховувались дані Росії). У результаті автори дійшли таких висновків:

- країни з перехідною економікою, які мають менший дефіцит бюджету, мають більше відношення імпорту плюс експорту до ВВП і добилися значного прогресу в розвитку приватного сектора і внутрішніх ринків, прагнуть встановити більш жорсткий режим обмінного курсу;

- режим обмінного курсу впливає на інфляцію. Проведене дослідження показало, що країни, які коригували свій обмінний курс постійно, могли досягти меншої інфляції, якби перейшли до режиму фіксованого обмінного курсу. Відповідно при переході до режиму плаваючого обмінного курсу в країні спостерігалася вища інфляція;
- у разі несподіваного переходу до нового режиму обмінного курсу, тобто в разі, коли макроекономічні показники не відповідали необхідності переходу до іншого режиму обмінного курсу, темпи інфляції майже не зазнавали змін.

Оптимальним режимом валютного курсу для України при переході до режиму таргетування інфляції є режим керованого плавання (за класифікацією МВФ “managed float”). Такий режим буде залишатися оптимальним до того часу, коли:

- зросте вплив реальної процентної ставки;
- зміниться рівень доларизації;
- зросте відкритість економіки країни.

Однією з основних умов введення режиму таргетування інфляції є впровадження режиму плаваючого валютного курсу. Однак існує ряд факторів, які вимагають від Національного банку України підтримки курсу гривні, що, у свою чергу, потребує подальшого здійснення інтервенцій на валютному ринку. По-перше, стабільність економічного зростання української економіки знаходиться в значній залежності від стану експорту товарів і послуг. Швидкий перехід до режиму плаваючого валютного курсу може призвести до негативних наслідків, які будуть виражатися у зниженні конкурентоздатності вітчизняних підприємств на світових ринках. Результатом цього може бути гальмування зростання темпів реального ВВП, зниження ефективності або навіть відмова від проведення подальших реформ системи, що негативно позначиться на довірі населення до органів державного управління. По-друге, наявність значного рівня доларизації фінансового і реального секторів економіки в сукупності зі зростанням валютних ризиків унаслідок різкої зміни режиму обмінного курсу може призвести до порушення існуючих фінансово-виробничих відносин між суб'єктами господарювання, посилення кредитних ризиків, наслідком чого може бути зниження рівня фінансової стійкості банківської системи. Враховуючи наявну доларизацію, досить важко спрогнозувати як саму реакцію, так і її результати внаслідок навіть незначних коливань обмінного курсу гривні щодо долара США [5].

Фіксований номінальний обмінний курс також визначив форму, в якій досі відбувалося неухильне зміцнення реального обмінного курсу гривні. НБУ, як і інші центральні банки, не може безпосередньо контролювати реальний обмінний курс. Беззаперечний потенціал України щодо конвергенції з європейським рівнем продуктивності, добре освічена робоча сила та переваги географічного розташування, значні темпи економічного зростання та відносна макроекономічна стабільність – усе це визначає

тенденцію до зміцнення реального обмінного курсу. Допоки тиск щодо зміцнення курсу превалюватиме, збереження курсової прив'язки означатиме тиск до більш високої інфляції в Україні, ніж у її економічних партнерів, це просто інша форма зміцнення реального ефективного обмінного курсу. Однак фактори, пов'язані з реальним обмінним курсом, можуть спричинити і послаблення національної валюти, наприклад, внаслідок погіршення умов торгівлі.

Більш гнучкий обмінний курс поліпшив би контроль за інфляцією, а також допоміг би пом'якшити наслідки дії зовнішніх криз. Для цього НБУ повинен допустити більший діапазон коливання обмінного курсу спочатку в межах існуючого коридору (тобто формально, не вдаючись до жодних змін у режимі здійснення монетарної політики). Щоб досягти зниження інфляції, НБУ мусить використати і додатковий простір для маневру при встановленні відсоткових ставок та контролюванні грошової пропозиції. Згодом, після того, як інструменти монетарної політики доведуть свою ефективність, коридор можна було б розширити. Однак, беручи до уваги той факт, що відмова від прив'язки до долара може позначитися на інфляційних очікуваннях, необхідно підійти до цього дуже обережно.

Існує ціла низка технічних передумов для того, щоб інфляційне таргетування запрацювало, причому багато з них уже (або відносно скоро буде) реалізовано. Важливо зменшити адміністративне втручання уряду в процес ціноутворення, щоб інфляція головним чином відображала загальноекономічні співвідношення попиту та пропозиції. Крім того, НБУ має визначити канали трансмісії монетарної політики в українській економіці, розвинути інструменти монетарної політики, які дали б змогу регулювати ці канали належним чином, а також розвивати свою здатність прогнозувати інфляцію. Національний банк має значно краще інформувати суспільство про свої рішення, наміри та їхню макроекономічну мотивацію. Останнім часом НБУ відчутно просунувся в напрямку досягнення всіх цих цілей, а отже, збільшив кредит довіри до себе.

Прийняття рішення про перехід до інфляційного таргетування та його запровадження може забезпечити Україні важливий шанс. І, передусім, стабілізувати інфляційні очікування, які зараз погіршуються, незважаючи на пов'язаний обмінний курс. Здобувши підтримку у вигляді стриманої фіскальної політики, НБУ міг би поступово в міру того, як посилюватиметься його здатність, контролювати умови ліквідності в економіці, підвищити дієвість своїх зусиль щодо подолання інфляції [7].

Висновки. Передумовою для впровадження таргетування інфляції є визнання і підтримка урядом інфляційної мети, дієва політика Національного банку по запровадженню цієї мети та незалежність останнього в своїй діяльності. Введення режиму інфляційного таргетування вимагає більш радикальних змін в інструментах грошової політики, принципах роботи валютного і грошового ринків, внутрішньої організації самого НБУ, розвитку його статистичної, аналітичної і прогностичної баз, зміни інформаційних стандартів та ін. Тому необхідно швидко прийняти комплексну програму

переходу на новий, більш гнучкий режим і почати її послідовно виконувати. Підготовку до впровадження більш гнучкого обмінного курсу необхідно прискорити, щоб запобігти вкоріненню високих інфляційних очікувань.

Список літератури

1. Домбровски М. Перспективы либерализации счета финансовых операций в Украине [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://case-ukraine.kiev.ua>.
2. Домбровски М. Режим денежной политики в условиях открытой экономики: выводы для Украины [Электронный ресурс] / М. Домбровски. – Режим доступа : <http://case-ukraine.kiev.ua>.
3. Нацбанк на фоне борьбы с инфляцией добивается усиления своих полномочий [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://news.finance.ua>.
4. Перспективы развития мировой экономики [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://imf.bank.gov.ua>.
5. Таргетування інфляції: проблеми та визначення концептуальних засад запровадження в Україні [Текст] : звіт за науковими дослідженнями. – К., 2007.
6. Україна в 2007 році: внутрішнє і зовнішнє становище та перспективи розвитку [Текст] : експертна доповідь. – К. : НІСД, 2007. – 264 с.
7. Хорват Б. Для України настав слушний момент, щоб розпочати перехід до інфляційного таргетування [Текст] / Б. Хорват // Дзеркало тижня. – 2008. – № 7(686).
8. Щомісячний макроекономічний огляд: березень 2008 року [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://imf.bank.gov.ua>.

Summary

In the article were researched and analyzed the basic modes of rate of exchange in transition to inflation targeting in Ukraine, also were considered pre-conditions of forming of the mode of to inflation targeting.

Отримано 03.07.2008

Самсонов М.І. Режим валютного курсу при переході до інфляційного таргетування в Україні / М.І. Самсонов // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: зб. наук. праць. - Суми: УАБС НБУ, 2008. - Вип. 23. - С. 183-190.