

ОСНОВНІ НАПРЯМИ ВАЛЮТНО-КУРСОВОЇ ПОЛІТИКИ УКРАЇНИ ДЛЯ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ СТАБІЛЬНОГО ЕКОНОМІЧНОГО РОЗВИТКУ

THE MAIN DIRECTIONS OF EXCHANGE RATE POLICY OF UKRAINE FOR MAINTAINING A STABLE ECONOMIC DEVELOPMENT

Ольга ШПЕНЮК,
Інститут економіки та прогнозування
НАН України, Київ



Olga SHPENYUK,
Institute for Economy and Forecasting,
Ukrainian NAS, Kyiv

У період посилення дестабілізаційних процесів та виникнення кризових явищ на світових ринках валютно-курсова політика посідає одне із центральних місць у стратегії соціально-економічного розвитку будь-якої країни, винятком з яких не є Україна. Саме тому можна стверджувати, що головним завданням валютно-курсової політики є оптимальне регулювання валютного курсу для забезпечення стабільного розвитку України у світлі структурної збалансованості економічного зростання, підвищення конкурентоспроможності національної економіки та прискорення інтеграції у світогосподарську систему на паритетних засадах на основі оптимального поєднання зовнішніх і внутрішніх джерел, тобто вона має бути раціональною, обґрунтованою та прозорою. Визначення основних напрямів валютно-курсової політики для забезпечення поставлених цілей і є метою цієї статті.

Пригадаємо, що механізм впливу валютно-курсової політики на економічні процеси полягає в регулюванні валютного курсу шляхом використання різноманітних методів та інструментів. Валютний курс посідає центральне місце, оскільки від його рівня й динаміки залежить багато інших показників. При цьому можна виділити дві характерні властивості валютного курсу: як результату дії інших чинників і в ролі самого чинника. У першому випадку йдеться про те, що валютний курс є результатом впливу базових чинників курсоутворення й відображає вартісне наповнення національної грошової одиниці (ефект Баласса-Самюельсона) при зростанні продуктивності виробництва. У ролі фактора валютний курс виступає при формуванні конкурентоспроможності економіки і може стимулювати (занижений курс) або пригнічувати (завищений) виробництво.

Актуальність валютно-курсової політики через ціноутворюючий канал визначається формуванням конкурентних переваг на основі коригування рівня обмінного курсу, через який відбувається безпосередній вплив на ціни, що надає вітчизняним товаровиробникам цінні переваги як на зовнішньому, так і в внутрішньому ринках. Це в свою чергу чинить вплив на обсяги експорту/імпорту, що знаходить відображення в платіжному балансі країни. Прямими методами при цьому є девальвація та ревальвація національної валюти.

Тому є два можливі варіанти валютно-курсової політики, перший з яких полягає в наповненні грошової одиниці й збільшенні її ПКС через загальну економічну політику, а другий – через занижений обмінний курс дає змогу впливати на конкурентоспроможність економіки і тим самим стимулювати виробництво, зростання ВВП та загальний соціально-економічний розвиток [13]. Тобто фактично при реалізації першої політики валютний курс є наслідком, метою, а економічне зростання – інструментом; при другій політиці навпаки: соціально-економічний розвиток – мета і результат, а валютний курс – засіб.

Багато країн, у тому числі й Україна, використовують саме другий спосіб для покращення своєї конкурентної позиції на міжнародних ринках. При цьому вони фактично «тримають у руках» обмінний курс своєї національної валюти, тобто жорстко регулюють його значення та динаміку.

В даному випадку можна говорити про режим фіксованого обмінного курсу, де валютний курс виступає одним із таргетів монетарної політики.

Офіційно в Україні прив'язка курсу гривні до долара здійснюється з 2000 року в режимі, класифікованому МВФ як «кероване плавання». З одного боку, НБУ розуміє необ-

хідність відмови від фіксації курсу та поступового посилення гнучкості курсового режиму. Однак, з другого боку, велика чутливість економічних процесів та макроекономічних показників до різких коливань валютних курсів викликає необхідність втручання НБУ в процеси на валютному ринку.

Крім того, в Україні є низка перешкод для впровадження гнучкого режиму курсоутворення (наприклад, високий ступінь доларизації, недосконала законодавчо-нормативна база, висока залежність від політичних факторів, нескоординованість валютно-курсової політики з бюджетною, борговою, структурною тощо), в результаті чого таке впровадження стає ризиковим.

Збереження контрольованості курсової динаміки у 2009-2011 роках свідчить про загальну успішність політики НБУ щодо управління валютним курсом. Здійснивши прив'язку гривні до долара США на рівні 7,90-7,99 грн. після подій кінця 2008 року – початку 2009, НБУ тим самим намагався відновити довіру до національної валюти, внаслідок чого у 2011 і I кв. 2012 року активізувалася діяльність банківських установ щодо залучення депозитів та надання кредитів, відбулося зростання номінального ВВП, золотовалютних резервів, зниження інфляції.

Ще одним аргументом, яким оперують прихильники фіксації валютного курсу, є той, що в умовах низької конкурентоспроможності вітчизняних виробників як на внутрішньому, так і на зовнішньому ринках держава через занижений курс надає їм цінні переваги, що стимулює експортоорієнтовані галузі нарощувати обсяги виробництва (рис. 1). Вплив валютного курсу на ціни забезпечує короткострокове, хоча й досить відчутне, посилення цінної конкурентоспроможності, позитивний ефект від якого помітніше вплив структурних факторів, які змушують концентруватися на підвищенні технологічного та технічного рівня виробництва, а отже, й на довгострокових аспектах конкурентної позиції України на міжнародних ринках.

Однак тривала політика підтримки надмірно заниженого обмінного курсу викликає стиснення внутрішнього попиту, підвищення рівня інфляції та падіння купівельної спроможності гривні. Більше того, досвід деяких європейських країн з перехідною економікою свідчить про те, що надто жорстка політика управління валютним курсом чинить деструктивний вплив на економіку в довгостроковому періоді.

Та незважаючи на неоднозначність наслідків фіксації обмінного курсу гривні й тенденції на світовому і національному фінансових ринках, НБУ й надалі підтримує рівень обмінного курсу гривні до долара США стабільним. Фахівці стверджують, що цільове значення курсу з часом потрібно змінювати, і тим більше не можна допускати фіксацію курсу, за якого формується колосальний дефіцит поточного рахунку (рис. 2).

Суперечливість наслідків фіксованого курсу свідчить про те, що даний режим вже

Метою статті є визначення основних напрямів валютно-курсової політики України для забезпечення її стабільного розвитку. В статті розглядаються основні переваги та недоліки існуючого в Україні валютного режиму, а також обґрунтовуються позитивні ефекти поетапного запровадження більш гнучкого режиму курсоутворення. Автор звертає увагу на переваги помірної зниження обмінного курсу гривні в межах валютного коридору. Розраховано цільові показники девальвації гривні та значення обмінного курсу гривні.

The objective of the article is to define the main directions of exchange rate policy of Ukraine to maintain its stable economic development. The article considers main advantages and disadvantages of existing exchange rate regime in Ukraine. Positive effects of serial implementation of more flexible exchange rate regime are indicated. Special attention is paid to benefits of moderate undervaluation of the national currency within the exchange rate band. The target index of hryvnia devaluation and the exchange rate of hryvnia are calculated.



вчерпав свій потенціал і став економічним та фінансовим тягарем для економіки України, не дозволяючи їй належним чином реагувати на зовнішні шоки. **Відтак штучне підтримання встановленого курсу гривні всупереч наявним ринковим тенденціям викликає значні макроекономічні диспропорції та породжує ряд негативних наслідків:**

- нарощення дефіциту поточного рахунку платіжного балансу й нестабільність джерел фінансування такого дефіциту;
- значне зростання зовнішньої залежності економіки, внаслідок чого ускладнюється захист від валютних шоків;
- сприяння доларизації економіки в умовах вищих темпів інфляції порівняно з курсовою динамікою;
- посилення вразливості національної валюти з боку іноземних потоків капіталу та міжнародних спекулянтів;
- зростання відхилення РЕОК від рівноважного тренду внаслідок інфляційних процесів;
- сповільнення розвитку внутрішнього ринку та надання необґрунтованих цінових переваг імпортерам;
- послаблення мотивації до використання інструментів страхування від валютних ризиків.

За таких умов фіксування обмінного курсу може призвести до значних економічних втрат через загрозу економічній і фінансовій стабільності. На думку Ф. Мишкіна, тривале підтримання режиму контролю за валютним курсом може мати більш загрозливі наслідки для країн, що розвиваються, ніж для розвинутих країн, провокуючи розгортання тяжких фінансових криз [7; 8; 9]. Саме тому необхідно відмовитися від фіксованого режиму й проводити політику, спрямовану на підвищення гнучкості обмінного курсу національної валюти.

Україна стає дедалі вразливішою до раптових подій (шоків) у світовій економіці через появу нових внутрішніх та зовнішніх ризиків, а також у контексті розгортання негативних тенденцій і глобальних викликів, до яких можна віднести: уповільнення темпів світового економічного зростання; посилення тиску, пов'язаного із занепокоєнням інвесторів щодо можливого дефолту країн еврозони та загрози поширення боргових криз; подальше обмеження кредитування європейськими банками; погіршення умов торгівлі; підвищену волатильність фінансових і енергетичних ринків; проведення заходів пом'якшення монетарної політики провідними країнами світу.

У комплексі всі наведені **аргументи свідчать на користь поетапного збільшення гнучкості обмінного курсу національної валюти**, оскільки, по-перше, це дозволить обмінному курсу поступово рухатися в бік рівноважного значення, сформованого фундаментальними економічними показниками, а по-друге, дозволить владі активно реагувати на зовнішні та внутрішні шоки.

The arguments presented support the advantages of step-by-step increase of flexibility of national currency exchange rate. The first of these stages is the establishment of exchange rate band.

Звичайно, політика гнучкого курсоутворення не є безризиковою і цілком безпечною, оскільки посилюються негативні тенденції до зростання валютних дисбалансів, втрати курсового орієнтиру для економічних агентів та переваг цінової конкурентноспроможності національних експортерів. Разом з тим ефективно управління грошовою одиницею з вільно плаваючим курсом – завдання непросте й дороге, особливо для невеликих країн. З огляду на це виникають «побоювання плаваючого курсу», що й надалі перешкоджатиме введенню такого режиму.

Рис. 1. Обсяги та структура експорту України у 2005-2011 роках

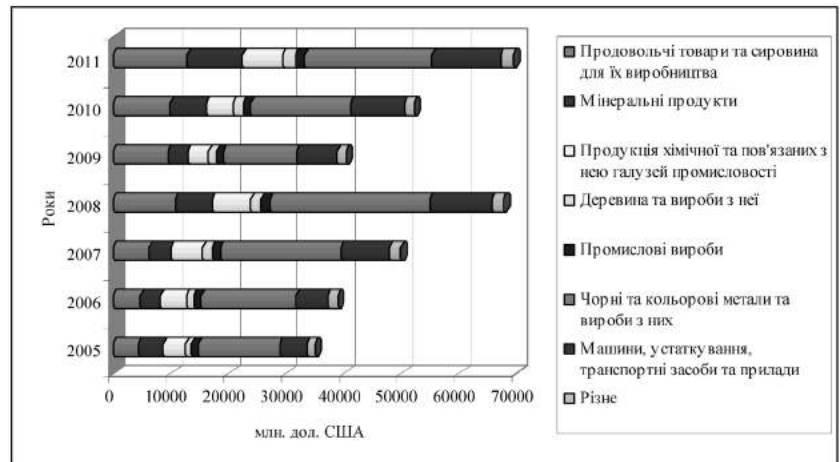
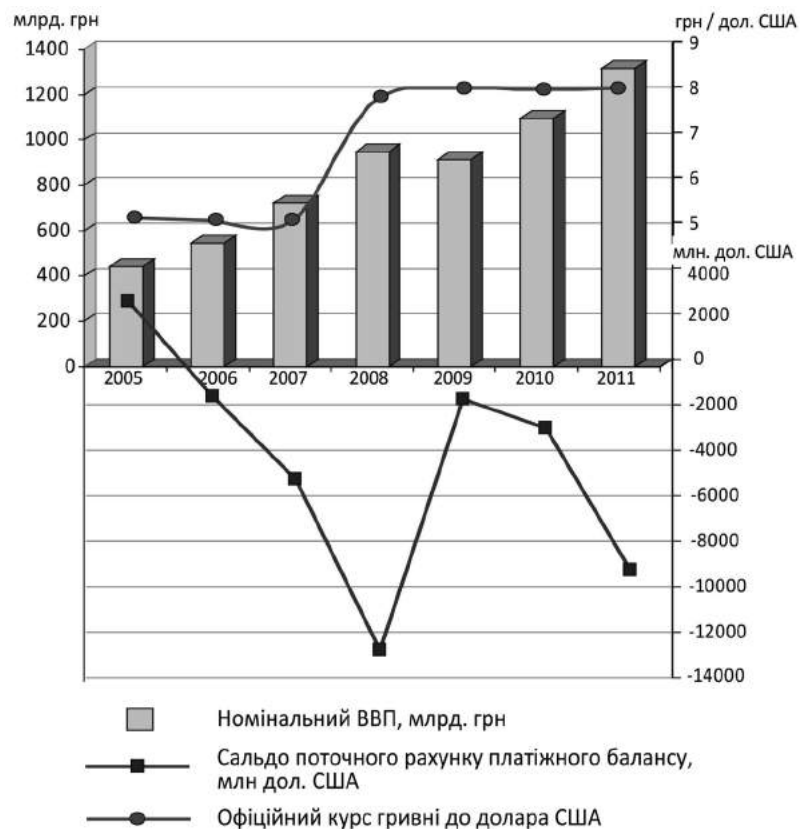


Рис. 2. Динаміка обсягів номінального ВВП, сальдо поточного рахунку та офіційного обмінного курсу гривні до долара США



З цього приводу виникає запитання: яким чином ефективно й безболісно здійснити такий перехід і які його наслідки для України?

Перехід до нової системи курсоутворення має свої особливості:

- повна гнучкість відразу може призвести до невиправданих коливань, тому необхідний поступовий і контрольований перехід;
- необхідне відчуття двостороннього ризику, тобто потрібен відчутний рух курсу в обох напрямках, щоб обмежити спекулятивні процеси;
- підтримка МВФ може спростити процес шляхом збільшення резервів і зростання довіри;
- потрібно надалі використовувати й розвивати інструменти валютного хеджування.

Доцільність переходу до керованого плавання в Україні пояснюється тим, що система плаваючих курсів зменшує ступінь втручання політичних факторів у міжнародні торговельні відносини, а також є стійкішою до зовнішніх фінансово-економічних шоків. В Україні цей перехід має бути плавним і поетапним. У зв'язку з цим, на нашу думку, доцільно дотримуватися тра-

діцйної послідовності зміни валютних режимів, першим з яких є введення валютного коридору у вузьких межах. Поза сумнівом, такий перехід повинен супроводжуватися відповідними процесами у всіх сегментах фінансової сфери і, як показує практика, пріоритетним вважається регулювання рівня інфляції (неповне таргетування інфляції) в бік зниження при одночасному утриманні валютного курсу в межах коридору. Тобто фактично валютний курс і надалі залишатиметься одним із таргетів монетарної політики (проте із більшими значеннями коливань), виконуючи при цьому роль «номінального якоря», до якого прив'язуються інші макроекономічні показники, та засобу стабілізації рівня інфляції у країні.

На сьогодні немає одностайної думки щодо ролі валютного курсу як інструмента регулювання інфляції та досягнення внутрішньої рівноваги через асиметричність впливу його змін на інфляційні процеси: девальвація валюти може спричинити більше зростання інфляції, ніж її скорочення внаслідок ревальвації [14]. Слід зазначити, що сила «ефекту переносу» (впливу зміни курсу національної валюти та рівень цін у країні) різниться не тільки в залежності від змін валютного курсу, рівня інфляції у країні, структури імпорту (наприклад, у США зміни цін імпорту за один квартал становили близько 25% зміни курсу і 40% – у довгостроковому періоді, у Німеччині – 60 і 80% відповідно) [6], а й залежно від цін у різних ланках виробничого процесу та цін у різних галузях виробництва всередині однієї країни [2; 3; 4]. Причому в країнах з ринками, що формуються, коефіцієнт «переносу» є вищим, ніж у розвинутих країнах, що пояснюється більшою відкритістю економіки, ширшим використанням іноземної валюти у зовнішньоторговельних операціях та низьким рівнем довіри до уряду та центрального банку.

Поза сумнівом, запровадження режиму більшої гнучкості валютного курсу в Україні супроводжуватиметься меншим втручанням НБУ у процеси на валютному ринку та поступовою заміною основного таргету монетарної політики. При переході до режиму валютного коридору головне завдання НБУ – не допускати значних стрибків курсу внаслідок різких змін напрямів руху капіталу або спекулятивних атак на національну валюту. При цьому для стимулювання національних виробників, розвитку фондового ринку та застосування суб'єктами валютного ринку похідних фінансових інструментів обмінний курс гривні варто підтримувати дещо заниженим.

В умовах відсутності можливостей українських виробників конкурувати за споживача на зовнішніх ринках шляхом продажу високоякісної та високотехнологічної продукції політика заниженого обмінного курсу має очевидні переваги. Передбачається, що безпосереднім результатом такої політики в короткостроковій перспективі є зростання експорту, внутрішнього виробництва, ВВП, тобто фактично похвалення реального сектора економіки. З погляду довгострокової стратегії занижений обмінний курс є пусковим механізмом для дії інших чинників підвищення конкурентоспроможності національної економіки (підвищення якості ринкових інститутів, модернізація виробництва, розбудова інфраструктури тощо).

Досвід доводить, що багато країн, які розвиваються, особливо азійських, у рамках експортоорієнтованої стратегії економічного зростання свідомо занижують обмінний курс своєї валюти, оскільки він стимулює експорт, виробництво, заощадження шляхом обмеження імпорту й споживання. Відповідну стратегію розвитку використовували Японія, Корея, Тайвань і Сінгапур для того, щоб досягнути високих темпів економічного зростання. Водночас ці, тоді ще «бідні», країни намагалися підвищити свій виробничий потенціал за рахунок експортоорієнтованих галузей, створюючи штучні цінові переваги для виробників даної групи товарів за рахунок неконкурентних товарів.

Це було одним із напрямів їхньої промислової політики, завдяки якій країни Південно-Східної Азії демонстрували екстраординарні темпи економічного зростання. Так, збільшення ВВП у 1960-1990 роках у середньому за рік становило від 6,3% у Гонконгу до 7,0% в Сінгапурі, індекс номінальної заробітної плати зріс на 8,8-14,1% у рік, зберігався хоча не великий, але профіцит бюджету, не було періодів інфляційних сплесків, рівень заощаджень становив від 20-30% ВВП у Тайвані й до 40% у Китаї, Малайзії та Сінгапурі.

Країни Південно-Східної Азії й на сьогодні дотримуються політики заниженого обмінного курсу шляхом накопичення міжнародних резервів, які вже досягли 62% сукупних світових валютних резервів. При цьому курс своєї національної валюти вони підтримують на рівні 20-40% ПКС, тобто ціни на їхні товари в перерахунку на долари в 2,5-5 разів нижчі, ніж американські.

Більше того, як відомо, девальвація (занижений курс) робить дорожчим імпорт і тим самим спонукає до розвитку вітчизняного виробництва, перенесення виробництв в Україну і відмови від необґрунтованого імпорту шляхом розвитку імпортозамінних виробництв. Іншими словами, все, що може бути вироблено в Україні дешевше, ніж за кордоном, має вироблятися в Україні.

Таким чином, занижений курс гривні повинен застосовуватися як катализатор економічних процесів з погляду розвитку внутрішнього виробництва та стимулювання національних виробників шляхом надання їм цінових переваг на зовнішніх ринках. До того ж позитивні ефекти від застосування заниженого обмінного курсу можна підсилити шляхом реалізації заходів комплексної економічної політики, яка має на меті підвищення інвестиційної привабливості національної економіки, подолання високої частки тіньового бізнесу, розвитку підприємництва тощо. Тому можна зробити висновок, що переваги помірною заниження офіційного курсу переважають його недоліки.

В умовах переходу до режиму валютного коридору й підтримання заниженого обмінного курсу гривні в його межах не останню роль відіграють методи та інструменти валютного регулювання, які призначені для оптимізації управління валютним курсом, тобто зміцнення позитивних ефектів і пом'якшення (нейтралізації) ризиків, проблем від такої політики, забезпечуючи таким чином комплексність у підході до валютного регулювання й розвитку економіки. У зв'язку з цим потрібно чітко визначити пріоритети та порядок застосування таких інструментів.

Різкі стрибки обмінного курсу в умовах України «підживлюють ґрунт» для виникнення й підвищення валютних ризиків для суб'єктів фінансового ринку України, які не в змозі прогнозувати час відмови влади від підтримання фіксованого курсу й темпи переходу до тимчасового «вільного плавання» національної валюти.

Як свідчить практика, наявність вузького валютного коридору пов'язана з певними ризиками, що набувають особливого значення при зростанні масштабів транскордонного руху капіталів. Досвід країн із трансформаційною економікою свідчить, що структурна перебудова системи регулювання валютного курсу супроводжується ускладненнями через неочікувані зміни напрямів руху капіталу та спекулятивні атаки на національну валюту, валютні помилки суб'єктів господарювання і учасників валютного ринку. Однак приклад Мексики в 1994 році, Таїланду в 1997 й Бразилії в 1999 свідчить, що саме ці фактори не ускладнювали, а навпаки – сприяли переходу до плаваючого валютного курсу.

Окрім цього, різкі коливання в потоках капіталу можуть спровокувати як тотальне знецінення гривні, так і її зміцнення. В умовах України швидше можна говорити про перший варіант розвитку подій. У даному контексті варто зауважити, що в довгостроковому періоді очікується занижений курс гривні, оскільки значний розмір валового зовнішнього боргу чинитиме девальваційний тиск на гривню. Пригадаємо, що навантаження на платіжний баланс у вигляді втечі капіталу та «дороге» обслуговування зовнішнього боргу на рівні зі стимулюванням експортоорієнтованого зростання є факторами утримання заниженого валютного курсу [10].

Звичайно, помірний повільна девальвація обмінного курсу, якої на даному етапі повинен дотримуватися НБУ, стимулюватиме національних виробників, що поліпшуватиме перспективи активізації експорту та може надати поштовх процесам імпортозаміщення. Однак коли темп чи розмір такої девальвації почне набувати стрімких і несподіваних рис внаслідок зовнішніх або/і внутрішніх шоків, то НБУ застосує свою надійну «зброю» – золотовалютні резерви, які служать своєрідним буфером ліквідності на випадок дії шоків поточного та фінансового рахунків платіжного балансу [1].

З огляду на зазначене перехід до гнучкого режиму повинен підтримуватися усуненням асиметрії в потоках капіталу, при цьому пріоритетними завданнями НБУ є формування стабільного середовища на валютному ринку з урахуванням міжнародних стандартів та внутрішніх нормативів, що мотивуватиме суб'єктів господарювання вживати заходів щодо хеджування валютних ризиків, а отже, стимулюватиме розвиток фондового ринку та його інструментів.

На основі цього, як уже зазначалося, ми дотримуємося твердження, що перехід до гнучкого курсу повинен бути послідовним, і першим кроком у цьому напрямі має бути політика валютного коридору. Президент України

Таблиця 1. Розрахункові значення показників ІСЦ в Україні, ІСЦ у США, обмінного курсу гривні до долара США та реального ВВП у 2001-2012 роках (сценарій I)

Показники	Період											
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	І кв. 2012
Індекс споживчих цін в Україні												
1) темпи зростання, %1*	106,1	99,4	108,2	112,3	110,3	111,6	116,6	122,3	112,3	109,1	104,6	99,6
2) кумулятивний приріст ІСЦ, %	--	5,46	14,11	28,15	41,35	57,74	83,93	124,94	152,61	175,60	188,28	187,12
Обмінний курс гривні до долара												
3) темпи зростання, %	98,70	100,59	100,00	99,62	95,10	100,00	100,00	152,48	103,77	99,62	100,38	100,00
4) кумулятивний показник зміни обмінного курсу, %	--	-0,72	-0,72	-1,10	-5,94	-5,94	-5,94	43,42	48,82	48,26	48,82	48,82
Реальний ВВП												
5) темпи зростання, %	105,9	105,2	109,6	112,1	102,7	107,3	107,9	102,3	85,2	104,1	105,2	102
6) кумулятивний приріст реального ВВП, %	--	11,41	22,10	36,88	40,57	50,83	62,75	66,49	41,85	47,67	55,35	58,45
Індекс споживчих цін у США												
7) темпи зростання, %	101,55	102,34	101,88	103,26	103,42	102,54	104,06	100,11	102,72	101,5	102,96	101,86
8) кумулятивний приріст ІСЦ в США, %	--	3,93	5,88	9,33	13,07	15,94	20,65	20,78	24,07	25,93	29,66	32,07
9) Кумулятивний приріст скоригованого ІСЦ, % ((2) - (6) - (8))	--	-9,87	-13,87	-18,06	-12,30	-9,03	0,53	37,67	86,69	102,00	103,27	96,60
10) Розрив кумулятивного приросту скоригованого ІСЦ і кумулятивної зміни обмінного курсу (інд. 9 : інд. 4), %												32,06

Джерело: розраховано автором на основі даних Державної служби статистики України, Національного банку України та електронного ресурсу <http://www.usinflationcalculator.com>

* до грудня попереднього року

у Посланні до Верховної Ради за 2012 рік також наголошував на необхідності відмови від використання штучної «прив'язки» гривні до долара США як антиінфляційного заходу та переходу до формування гнучкої динаміки валютного курсу в межах валютного коридору [12, с. 60].

Безумовно, надання гривні більшої гнучкості в межах валютного коридору супроводжуватиметься низкою ризиків як зовнішнього характеру, так і внутрішнього. Проте й переваги теж очевидні, особливо враховуючи доцільність підтримання обмінного курсу на заниженому рівні в межах коридору. У зв'язку з цим ми вважаємо, що **НБУ та урядові потрібно вжити заходів для надання низхідного тренду гривні та підтримання такого рівня її курсу, за якого конкурентні позиції України на світових ринках могли б зміцнитися.**

NBU and government should keep the exchange rate of hryvnia undervalued to allow price benefits for Ukrainian producers. It facilitates the increase of competitiveness of national producers on the international markets.

З урахуванням обраного вектору валютно-курсової політики та останніх тенденцій розвитку валютно-фінансової сфери України нами було розраховано цільове значення обмінного курсу гривні в межах курсової політики НБУ. Методику проведення вказаних розрахунків наведено нижче.

1. У рамках трьох сценаріїв ми розглядали кумулятивні прирости індексу споживчих цін в Україні та обмінного курсу гривні. Зауважимо, що ми брали не чистий кумулятивний приріст ІСЦ, а скоригований на кумулятивний приріст реального ВВП в Україні та ІСЦ у США. У даному випадку ми виходили з того, що в умовах фіксованого обмінного курсу різниця між показниками приросту ІСЦ в Україні та США викликає несприятливі цінові співвідношення для українських експортерів і стимулює імпорт в Україну. Водночас валютно-курсова політика повинна була б змінювати зовнішню купівельну спроможність гривні таким чином, щоб створювати сприятливі цінові умови для вітчизняних товаровиробників, аналогічно до тих, які спостерігалися у 2001-2004 роках. Тобто інфляційні процеси в Україні для недопущення зниження конкурентних переваг національних виробників на внутрішніх і зовнішніх ринках мають супроводжуватися відповідним зниженням курсу національної валюти. При цьому згідно з гіпотезою Балласа-Самюельсона зростання продуктивності праці та реальних обсягів виробництва створює підґрунтя для зміцнення національної валюти, і таке зміцнення не викликає погіршення цінових переваг для вітчизняних виробників. Тому різницю між кумулятивними індексами приросту ІСЦ в Україні та США було зменшено на значення кумулятивного приросту реального ВВП в Україні.

2. У часовому вимірі розрахунки проводилися за двома сценаріями, починаючи з 2001 і 2004 років, оскільки саме в ці роки в Україні спостерігалося позитивне сальдо торговельного балансу й динамічно зростав експорт.

3. Третій сценарій в якості ключової змінної включав середньозважене значення приросту індексу обмінного курсу гривні до долара США і євро.

4. На наступному етапі розраховувався розрив між темпами зростання курсу іноземної валюти та темпом інфляції в країні, скоригованим на приріст реального ВВП та інфляції в США. Величина такого розриву вказує на перевищення внутрішнього знецінення гривні над зміною її зовнішньої вартості, що фактично відображає бажаний рівень девальвації гривні для врівноваження зовнішніх і внутрішніх пропорцій.

5. На основі отриманого показника розриву як темпу бажаної девальвації обчислювався цільовий обмінний курс гривні до долара США. Даний курс може вважатися рівноважним або таким, що врівноважує внутрішню й зовнішню купівельну спроможність гривні.

Згідно з першим сценарієм (див. **табл. 1**) ми отримали бажаний темп девальвації на рівні 32,1%, який засвідчив, що інфляційне знецінення гривні фактично випереджало зниження курсу гривні, починаючи з 2001 і 2004 років, на 32,1%. Це означає, що за даних умов заохочується імпорт товарів з метою їх продажу на внутрішньому ринку за більш високими цінами та пригнічується експорт. Саме тому для відновлення цінових переваг вітчизняних виробників номінальний курс гривні потрібно девальвувати на розрахований відсоток, у результаті чого обмінний курс досягне рівня 10,554 грн./дол. Тобто, при заданому обмінному курсу українські виробники зберігатимуть свої цінові переваги в конкурентній боротьбі з виробниками інших країн.

У рамках другого сценарію ми розглядали дещо вужчий період часу – з 2004 по І кв. 2012 року, оскільки саме у 2004 позитивне сальдо платіжного балансу досягнуло свого піку, після чого почалася його низхідна тенденція (див. **табл. 2**), тому «ставку» ми зробили на пошук таких же цінових співвідношень, які діяли в цей період.

Після розрахунку показників у другому сценарії (**табл. 3**) ми дійшли висновку, що для стимулювання експорту й відновлення конкурентоспроможності національних виробників до рівня 2004 року гривню потрібно девальвувати на 31,46%, при цьому рівноважний курс має становити 10,50 грн./дол.

У третьому варіанті розрахунку цільового орієнтира обмінного курсу ми зробили деякі коригування відносно кумулятивної зміни обмінного курсу, а саме: ми взяли середньозважений показник девальвації гривні до долара США і євро, оскільки в обсязі зовнішньоторговельних операцій

Таблиця 2. Показники платіжного балансу України у 2001-2007 роках

Показник, млн. дол. США	Період						
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Сальдо поточного рахунку	1 402	3 173	2 891	6 909	2 531	-1 617	-5 272
Баланс товарів і послуг	613	1 857	1 288	4 978	671	-3 068	-8 152
Експорт товарів та послуг	21 086	23 351	28 953	41 291	44 378	50 239	64 001
Імпорт товарів та послуг	-20 473	-21 494	-27 665	-36 313	-43 707	-53 307	-72 153

Джерело: [5]

Таблиця 3. Розрахункові значення показників ІСЦ в Україні, ІСЦ у США, обмінного курсу гривні до долара США та реального ВВП у 2004-2012 роках (сценарій II)

Показник	Період								
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	І кв. 2012
Індекс споживчих цін в Україні									
1) темпи зростання, %	112,3	110,3	111,6	116,6	122,3	112,3	109,1	104,6	99,6
2) кумулятивний приріст ІСЦ, %	-	23,87	38,24	61,18	97,13	121,37	141,52	152,63	151,62
Обмінний курс гривні до долара									
3) темпи зростання, %	99,62	95,10	100,00	100,00	152,48	103,77	99,62	100,38	100,00
4) кумулятивний показник зміни обмінного курсу, %	-	-5,28	-5,28	-5,28	44,43	49,87	49,31	49,87	49,87
Реальний ВВП									
5) темпи зростання, %	112,1	102,7	107,3	107,9	102,3	85,2	104,1	105,2	102
6) кумулятивний приріст реального ВВП, %	-	15,13	23,53	33,29	36,36	16,17	20,94	27,23	29,77
Індекс споживчих цін у США									
7) темпи зростання, %	103,26	103,42	102,54	104,06	100,11	102,72	101,5	102,96	101,86
8) кумулятивний приріст ІСЦ в США, %	-	6,81	9,48	13,97	14,10	17,18	18,93	22,46	24,78
9) Кумулятивний приріст скоригованого ІСЦ, % (2)-(6)-(8))	-	1,93	5,22	13,92	46,67	88,02	101,64	102,95	97,06
10) Розрив кумулятивного приросту скоригованого ІСЦ і кумулятивної зміни обмінного курсу (інд. 9 : інд. 4), %									31,46

на євро припадає майже чверть усіх розрахунків. Результати розрахунків показують, що цільовий показник девальвації для обмінних курсів гривні до долара США і євро становить 29,38%, тобто номінальна девальвація обмінного курсу гривні відставала від інфляційних процесів на дану величину, і якщо зробити відповідний перерахунок, то отримуємо курс гривні на рівні 10,348 грн./дол.

Графічне представлення розрахунку розривів між рівнем інфляції та девальвації в Україні для пошуку цільового орієнтиру обмінного курсу гривні щодо трьох сценаріїв зображено на **рис. 3**.

Виходячи з наших розрахунків, ми можемо зробити такі висновки:

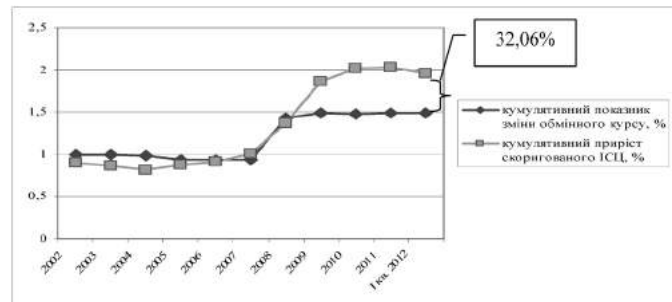
- для відновлення конкурентних позицій українських виробників на зовнішніх ринках та подолання накопичених макроекономічних диспропорцій для України безальтернативним є сценарій девальвації гривні;
- враховуючи внутрішню та зовнішню знеціненню національної валюти, починаючи з 2001 і 2004 років, розрахунковий цільовий показник девальвації гривні становить від 29 до 32%;
- як наслідок, цільовим орієнтиром для обмінного курсу гривні є 10,35 – 10,55 грн./дол.;
- на основі даного цільового орієнтиру мають формуватися межі валютного коридору для курсу гривні.

Позитивним ефектом такої динаміки гривні буде стимулювання розвитку національного виробництва в результаті надання цінових переваг українським експортерам, перенесення виробництв в Україну і відмови від необґрунтованого імпорту шляхом розвитку імпортозамінних виробництв, внаслідок чого буде досягнуто позитивне сальдо платіжного балансу.

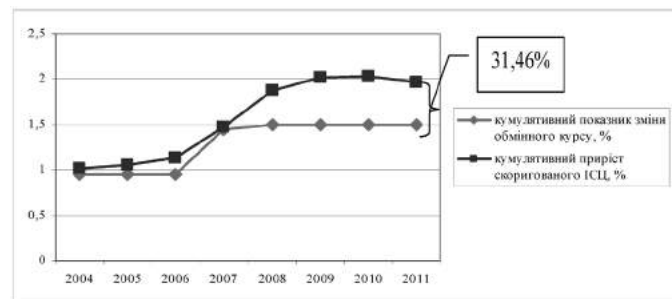
Таким чином, на основі проведених розрахунків можемо стверджувати, що обмінний курс гривні повинен коливатися у встановлених межах, а середнє значення курсу має дорівнювати 10,35-10,55 грн./дол.

On the basis of the calculations, we argue that desirable rate of hryvnia devaluation is 29-32% and its exchange rate should be fluctuated within the established limits and the average value of its rate should be 10,35-10,55 UAH/USD.

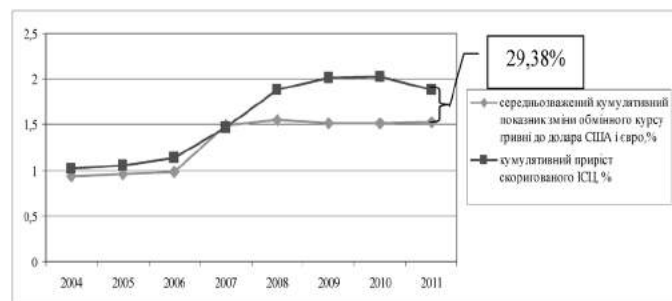
Рис. 3. Цільові показники девальвації гривні на основі розриву між кумулятивними значеннями приросту обмінного курсу та інфляції в Україні



I сценарій (ключова змінна – обмінний курс гривні до долара США, базовий період – 2001 рік)



II сценарій (ключова змінна – обмінний курс гривні до долара США, базовий період – 2004 рік)



III сценарій (ключова змінна – середньозважений обмінний курс гривні до долара США та євро, базовий період – 2004 рік)

ЛІТЕРАТУРА

1. Atish R. Shifting Motives: Explaining the Buildup in Official Reserves in Emerging Markets since the 1980s / Prepared by Atish R. Ghosh, Jonathan D. Ostry, Charalambos G. Tsangarides. IMF Working Paper. – January 2012.
2. Choudhri E., Hakura D. Exchange Rate Pass-Through to Domestic Prices: Does the Inflationary Environment Matter? // IMF Working Paper. – 2004. – № 14.
3. Dornbusch R. Exchange Rates and Prices // American Economic Review. – 1987. – № 77. – к. 93 – 106.
4. Gagnon J., Ihrig J. Monetary Policy and Exchange Rate Pass-Through. Board of Governors of the Federal Reserve System // International Finance Discussion Papers. 2001. – № 704.
5. <http://www.usinflationcalculator.com>
6. Lafèche T. The Impact of Exchange Rates Movements on Consumer Prices. – Bank of Canada Review. – Winter 21. – 32, 1996.
7. Mishkin F. International Experiences with Different Monetary Policy Regime. NBER Working Paper 7044. – March 1999.
8. Mishkin F. S. Inflation Targeting in Emerging Markets Countries // IMF Working Paper 7618. – 2000. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.imf.org>
9. Mishkin F. What Monetary Policy Can and Can Not Do. – Osterreichische National Bank. – Viena, 1996.
10. Монтес М., Попов В. «Азиатский вирус» или «Голландская болезнь». Теория и история валютных кризисов в России и других странах / М. Монтес, В. Попов. – М.: Дело, 1999. – 136 с.
11. Офіційний сайт Національного банку України. Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua>
12. Про внутрішню та зовнішню становище України в 2012 році : Щорічне Послання Президента України до Верховної Ради України. – К. : НСД, 2012. – 256 с.
13. Рогач Ф. І. Процес курсоутворення на валютному ринку України : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.00.02 «Світове господарство і міжнародні економічні відносини» / Ф. І. Рогач. – Київ, 2008. – 22 с.
14. Унковська Т. Моделювання впливу змін обмінного курсу національної валюти на підприємства експортного, імпортного та внутрішнього секторів економіки / Т. Унковська // Вісник НБУ. – 2005. – №6. – С. 12-16.