

## **Волатильність курсу гривні: keep calm and carry on**

*Володимир Лепушинський, заступник директора департаменту монетарної політики та економічного аналізу НБУ*

Пам'ятаєте кінець 2008-го - початок 2009 року? Той період українці згадують насамперед як переломний момент, коли гривня девальвувала з близько 5 до 8 гривень за долар. Але насправді він видався непростим і для валют багатьох країн, що відчували на собі відлуння глобальної фінансової кризи. Наприклад, фунт стерлінгів втратив відносно євро близько 30% вартості за трохи більше, ніж два місяці.

Здавалося б, стрімке знецінення національної валюти мало б турбувати пересічного британця не менше, ніж українця. Але в дійсності у їх реакції на ці події була разюча відмінність. В Україні курс гривні був топ-темою у щоденному спілкуванні та в медіа, водночас британці здебільшого не переймалися курсом власної валюти.

Пояснення криється у сприйнятті: що означає волатильність курсу національної валюти для британця та українця?

### **Фіксований – не означає стабільний**

Вочевидь, британці звикли до мінливості курсу власної валюти, який став плаваючим після відомої спекулятивної атаки Джорджа Сороса у 1992 році. Натомість, в Україні десятиліття фактичної прив'язки гривні до долара США сформували у населення ілюзію, що фіксований курс – це стабільний курс, а отже, плаваючий курс стабільним бути не може.

*Насправді, показник волатильності (або мінливості, коливань) обмінного курсу сам по собі не характеризує стабільність грошової одиниці.*

Це доводить приклад сусідньої Польщі. Волатильність обмінного курсу польського злотого з початку його «плавання» у 2000 році була дуже суттєвою. З середини липня 2008 року до середини лютого 2009 року, тобто за півроку, польський злотий знецінився відносно євро на 50%. Втім, Інфляція за цей період в середньому була низькою – близько 2,5%, тобто на рівні цілі

центрального банку. А попри коливання, обмінний курс злогого відносно євро на середину жовтня 2016 року становив 4,3 PLN/EUR порівняно з 4,2 PLN/EUR на початок 2000 року.

Повну протилежність представляє історія української гривні. У 2000 – 2013 роках вона упродовж тривалих періодів була де-факто зафіксована відносно долара США, тобто її волатильність була нульовою. Це призводило до накопичення макроекономічних дисбалансів, «вибух» яких завершувався кризовою корекцією обмінного курсу. При цьому волатильність в ці періоди була значно вищою, ніж у країнах з плаваючим обмінним курсом, а інфляція сягала двозначних показників.

А отже, плаваючий, волатильний та «нестабільний» за українськими мірками польський злотий на практиці виявився набагато стабільнішою грошовою одиницею, ніж на той час фіксована та ілюзорно стабільна українська гривня.

### **Помірність (курсової волатильності) – запорука здоров'я (економіки)**

Волатильність курсу гривні, яка супроводжувала перехід до її гнучкого курсоутворення, викликала занепокоєння серед українців, що Національний банк України більше не опікується курсом, і він є неконтрольованим. Але це не так.

*Для центральних банків, що ставлять собі за ціль забезпечення низької та стабільної інфляції, надмірна волатильність обмінного курсу є небажаною.*

Адже її масштаб має суттєвий вплив на розвиток фінансового ринку й економіки, а отже, і на можливості центробанків ефективно реалізовувати свої функції.

З одного боку, за відсутності волатильності обмінного курсу бізнес і домогосподарства звикають до незмінності курсу і припиняють адекватно оцінювати валютні ризики на майбутнє.

Так сталося після 2004 року. Після багатьох років «непорушності» курсу українці не могли уявити, що він колись зміниться, і активно залучали кредити в іноземній валюті. Такого невинувданого оптимізму їм не допомогло позбавити навіть запровадження обов'язкового інформування всіх

позичальників у іноземній валюті, які мали засвідчити підписом, що вони усвідомлюють наявність валютних ризиків.

Відповідно, коли назріває необхідність скоригувати обмінний курс та подолати накопичені макроекономічні дисбаланси, це відбувається надто болісно. Спочатку центральні банки, побоюючись невдоволення населення, намагаються відкласти «на потім» перехід від фіксованого до гнучкого курсу (у літературі таке явище називають «страх плавання»).

А згодом курс знаходить нову рівновагу самостійно, під дією ринкових сил і економічних законів, вплив яких вже важко пом'якшити. Як наслідок, результатом вимушеної корекції стає масштабна економічна криза, яка підриває добробут населення, стійкість банківської системи та платоспроможність держави в цілому. В Україні так сталося двічі за останнє десятиліття - у 2008 та 2014 роках.

З іншого боку, надто сильна волатильність також шкодить розвитку економіки. Значні коливання обмінного курсу призводять до погіршення очікувань підприємств та громадян, а в окремих випадках навіть до виникнення панічних настроїв. Особливо така проблема актуальна для країн, які лише нещодавно перейшли від фіксованого до плаваючого курсу. Відчувши на собі надмірні коливання одного разу, мешканці таких країн починають сприймати кожний рух обмінного курсу як сигнал початку нової кризи і поводити себе відповідно.

Навчене гірким досвідом населення у відповідь на навіть незначні коливання курсу панічно скуповує іноземну валюту. А виробники та продавці намагаються перестрахуватися і при визначенні ціни на товари закладають високі ризики зміни курсу. Це, в свою чергу, призводить до надмірного коливання цін і створює додаткові складнощі центральному банку в досягненні його цілей з інфляції.

### **За валютними інтервенціями не стоїть цільовий курс**

Для стійкого економічного розвитку волатильність обмінного курсу має бути помірною, і тому центральні банки-таргетери інфляції, як НБУ, згладжують надмірні коливання курсу за допомогою інтервенцій на валютному ринку. При

цьому їх мета – саме звужити діапазон коливань курсу, а не забезпечити певний рівень курсу. Втім, який саме рівень волатильності можна вважати «помірним»?

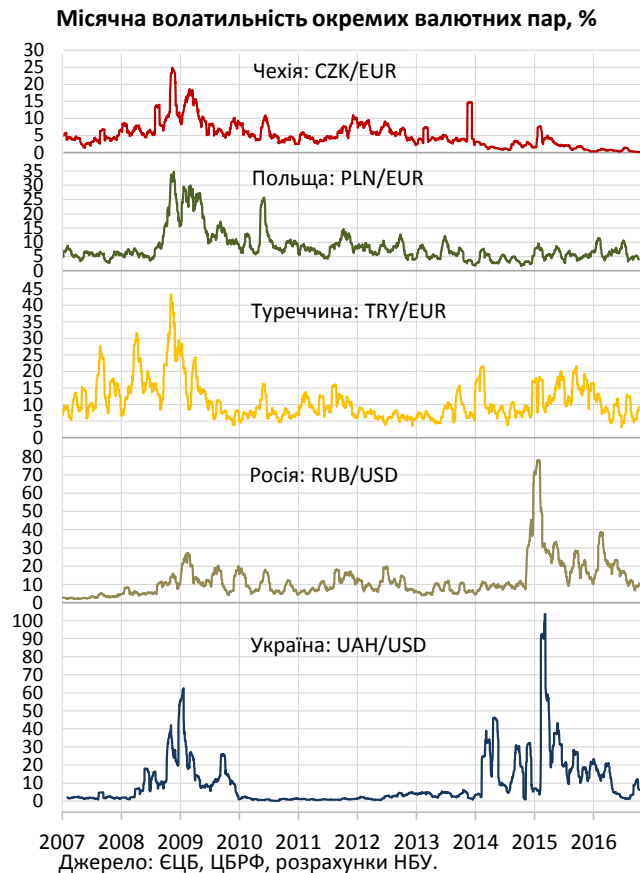
*В країнах, що таргетують інфляції та мають плаваючий курс, волатильність національної валюти коливається в діапазоні 2-15% в спокійні періоди.*

Певна річ, вони досягнули таких показників не за один день. На початку запровадження інфляційного таргетування коливання курсу національної валюти зазвичай посилюються, оскільки до застосування цього режиму більшість з центральних банків, як і Національний банк України, приходила після відходу від фіксованого валютного курсу. Втім, з часом, волатильність знижувалася.

У науковій літературі це пов'язується з тим, що інфляційне таргетування є прозорим та передбачуваним монетарним режимом. Його основне гасло -

«говори, що робиш, і роби, що говориш». Після переходу до інфляційного таргетування учасники ринку поступово починають розуміти логіку дій центрального банку, які спрямовуються на приведення інфляції до цільових рівнів. Це вгамовує девальваційні очікування і, відповідно, знижує волатильність.

У випадку України після переходу до гнучкого курсоутворення у 2014 році виникали періоди більшої, ніж у решти країн, волатильності гривні через збіг одночасно кількох негативних чинників. Зокрема на початку 2015 року – і ескалація збройного конфлікту, і стрімке зниження світових цін на сировинні товари, і запровадження торговельних обмежень з боку Російської Федерації.



Але, як і у випадку інших країн, коливання на валютному ринку поступово стають все меншими. Частково – за рахунок запроваджених Національним банком заходів для їх згладжування. Частково – за рахунок того, що учасники ринку поступово розуміють логіку його дій.

## **Підтримка помірної волатильності – план НБУ**

*Логіка політики НБУ полягає в тому, що помірна волатильність гривні – це цілком нормальне явище, яке позитивно відображається на розвитку економіки.*

А отже, Національний банк як таргетер інфляції не має повністю усувати коливання курсу, тобто фіксувати його. В той же час, він повинен сприяти зниженню інтенсивності курсових сплесків у разі різкої зміни внутрішніх чи зовнішніх умов функціонування економіки.

Для забезпечення помірної волатильності курсу гривні Національний банк має широкий арсенал інструментів. Зокрема, на це має бути спрямована процентна політика та інтервенції на валютному ринку.

*При цьому неправильно було б вважати, що НБУ має обмежувати надмірні коливання курсу лише в один бік – знецінення гривні. Надмірні коливання в бік її зміцнення є так само шкідливими.*

Наприклад, цього року у березні-липні завдяки сприятливій світовій кон'юктурі на товари українського експорту на валютному ринку спостерігався дисбаланс, який викликав зміцнення гривні. Що відбулося б, якби Національний банк не втрутився?

По-перше, це тимчасове зміцнення гривні сильно контрастувало би із знеціненням гривні на початку осені, коли відбулося очікуване охолодження світової кон'юкттури та неочікуване загострення ситуації щодо Донбасу та Криму. Таке розгойдування курсу призвело б до погіршення очікувань населення та суттєвого зростання волатильності в подальшому.

По-друге, це унеможливило б послаблення тимчасових адміністративних обмежень на валютному ринку, яке Національний банк зробив цього літа. Зокрема, неможливо було б дозволити купівлю валюти для репатріації дивідендів, подовжити строк розрахунків за зовнішньоторговельними

операціями з 90 до 120 днів чи зменшити обов'язковий продаж підприємствами надходжень в іновалюті з 75% до 65%. Адже кожне з цих послаблень призводить до збільшення попиту на валюту чи зменшення її пропозиції, а отже, стає на перешкоді зміцненню гривні.

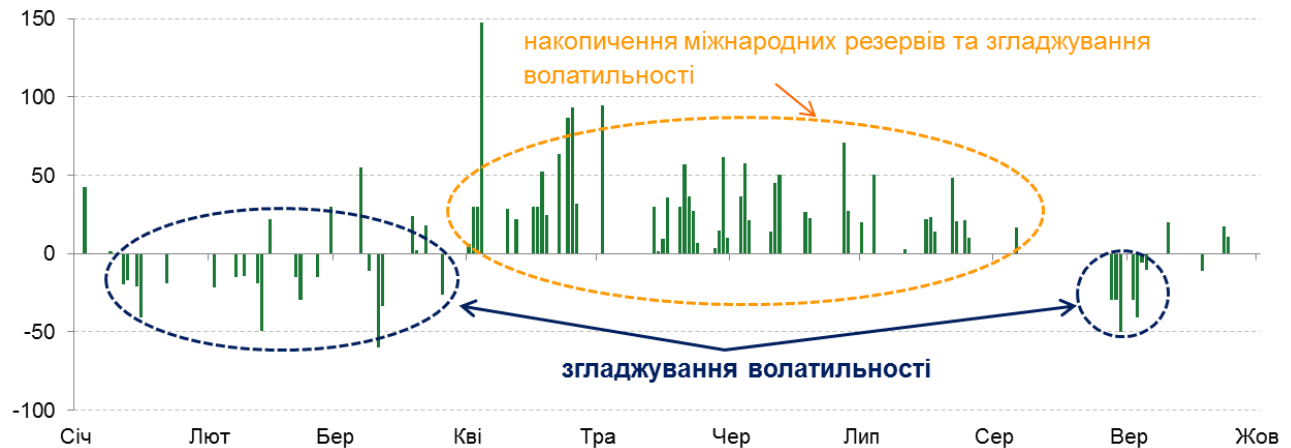
По-третє, в результаті інфляція, найбільш імовірно, була б нижче цільового діапазону в 2016 році. На перший погляд – що в цьому поганого? Але для центрального банку невиконання цілі в будь-яку сторону є неприйнятним, оскільки підриває довіру до його монетарної політики. Крім того, інфляція нижче цілі свідчить про занадто жорстку монетарну політику, що не сприяє пожвавленню економіки, яка і так тільки почала відновлюватися.

І, нарешті. Національний банк не наростив би міжнародні резерви, що також є одним з інструментів зниження волатильності курсу як “тут і зараз”, так і в майбутньому. Адже сам факт наявності резервів у достатньому обсязі, навіть без їх застосування заспокоює учасників валютного ринку.

Усвідомлюючи ймовірність таких перспектив, Національний банк купував іноземну валюту для згладжування коливань обмінного курсу та пом'якшував адміністративні обмеження. Як наслідок, з квітня волатильність курсу поступово зменшувалася.

Важливо, що при цьому Національний банк дотримувався гнучкого курсоутворення та не протидіяв фундаментальній тенденції до зміцнення обмінного курсу. А, відповідно, сприяв зниженню інфляції і утриманню її на траєкторії, що узгоджувалась з досягненням цілей щодо інфляції (12%+/- 3 п.п. на кінець 2016 року та 8+/-2 п.п. на кінець 2017 року).

## Операції НБУ з продажу та купівлі іноземної валюти у 2016 році



В подальшому монетарні інструменти також стануть в нагоді Національному банку для зниження волатильності курсу. Крім того, потрібні й заходи з розвитку валютного ринку, які вже поступово здійснює Національний банк. Зокрема, поступове пом'якшення тимчасових адміністративних обмежень та в цілому лібералізація валютного регулювання. Адже чим більший обсяг валютного ринку – тим менше він схильний до значних коливань.

І суттєву роль, звичайно, зіграє час. Лише тривалий період послідовної та прозорої політики НБУ, спрямованої на досягнення цілей з інфляції, відновить довіру бізнесу та населення до гривні та регулятора. А тоді економіка стане менш чутливою до валютних коливань, а випадки надмірної волатильності будуть траплятися все рідше і рідше.