

УДК 336.7

## ПРОТИВОРЕЧИЯ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ НАЦИОНАЛЬНОГО БАНКА УКРАИНЫ НА ЭТАПЕ ВЫХОДА ИЗ КРИЗИСА. ПРОТИВОРЕЧИЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ И ВАЛЮТНО-КУРСОВОЙ ПОЛИТИКИ

**Я. В. БЕЛИНСКАЯ**

*Национальный университет государственной налоговой  
службы Украины, г. Киев*

### **Введение**

Одним из мощных рычагов решения экономических противоречий является монетарная политика. Однако в докризисный период монетарная политика Национального банка Украины (НБУ) не столько решала, сколько подпитывала противоречия экономического развития. В условиях ускоренного роста внутреннего спроса и благоприятной ситуации на внешнем рынке существовала возможность наращивать производство и получать прибыль без модернизации производства и повышения производительности труда. Поэтому монетарная политика использовалась преимущественно для стимулирования потребительского спроса: обеспечивался практически неизменный обменный курс, денежная масса эмитировалась под валютные интервенции и, соответственно, зависела от таких параметров, как объем экспортной выручки, внешние заимствования. На монетарные параметры влияло также изменение объемов средств правительства на Едином казначейском счету в НБУ.

Сформированный эмиссионный механизм был негибким, зависимым от внешних факторов, требовал постоянной стерилизации и создавал искусственные перепады ликвидности. Недосток денежных ресурсов, прежде всего, «длинных», на внутреннем рынке побуждал экономических агентов к использованию внешних источников заимствований, что сформировало стабильную зависимость уровня ликвидности банковской системы от внешних кредитов, спровоцировало перегрев экономики и надувание ценовых «пузырей» на фондовом рынке и рынке недвижимости.

В кризисных условиях НБУ ужесточил монетарную политику, что позволило сохранить финансовую стабильность. Однако переход от депрессии к политике роста требует активного использования инструментов монетарной политики для преодоления разрыва между валовым сбережением и валовым накоплением основного капитала<sup>1</sup>, что позволит обновить структуру и модернизировать экономику Украины. Но усиление стимулирующего влияния монетарной политики сдерживает ряд противоречий денежно-кредитной и валютно-курсовой политики.

### **Обзор литературы**

Еще до первых проявлений кризиса украинскими учеными анализировались проблемы взаимодействия инфляции и валютного курса [1]. Регулярный и глубокий анализ, в том числе и в условиях кризисных проявлений, проводится в работах В. Литвицкого [2]. С разворачиванием кризисных тенденций основное внимание ученых уделялось поиску путей их преодоления. Этим вопросам посвящены работы [3]–[7].

---

<sup>1</sup>В течение 2001–2007 гг. соотношение валовых национальных сбережений и инвестиций в основной капитал уменьшилось с 1,59 до 0,93 [8, с. 8].

### Не решенные ранее вопросы

Недостаточно внимания, на наш взгляд, уделяется исследованию противоречивости влияния основных антикризисных инструментов на денежно-кредитный и валютный рынок. Эффективность применяемых мер существенно ослабляется также их несогласованностью с фискальной политикой, что значительно усложняет ситуацию в монетарной сфере Украины.

### Цель работы

Исследование ключевых противоречий денежно-кредитной и валютно-курсовой политики Национального банка Украины и разработка основных направлений их решения, что позволит выйти экономике Украины на новый уровень развития.

### Основная часть

На этапе выхода из депрессии основной проблемой реализации денежно-кредитной политики является противоречие между необходимостью снижения темпов инфляции и потребностью в расширенном финансировании экономического развития. В настоящее время наращивание денежной массы сдерживается высокой вероятностью ее неэффективного распределения в условиях практически не работающего кредитного канала, высокого уровня долларизации денежного обращения, неопределенности в экономике, возможности надувания «мыльного пузыря» на рынке ОВДП, недоверия населения к НБУ. Достаточно жесткий характер денежно-кредитной политики не отвечает заданию создания предпосылок для экономического роста, что предусматривает снижение процентных ставок и что невозможно без уменьшения инфляционных ожиданий, которые ведут к существенному завышению теперешней стоимости денег по сравнению с будущей (на практике – это высокие процентные ставки).

В 2009 г. НБУ дважды снижал учетную ставку (всего – с 12,0 до 10,25 %), пытаясь решить противоречивое задание уменьшения стоимости кредитных ресурсов при необходимости поддержать позитивными реальными ставками по депозитам для возобновления притока средств населения в банковскую систему. Следует отметить, что решению этого задания не способствовала финансовая политика Правительства Украины. В частности, в последнем квартале 2009 г. Министерство финансов Украины существенно увеличило уровень доходности по государственным ценным бумагам (до 28–30 % годовых), что повлияло на стоимость ресурсов на других сегментах финансового рынка.

Через противоречия между фискальной и денежно-кредитной политиками на современном этапе сохранились определенные проблемы функционирования эмиссионного механизма, невзирая на некоторое улучшение его структуры<sup>2</sup>. Дефицит государственного бюджета практически финансируется за счет выпуска облигаций внутреннего государственного займа (ОВГЗ) и кредитов МВФ. Всего за 2009 г. Минфин «одолжил» под ОВГЗ 41 млрд грн., за январь–апрель 2010 г. – еще 31 млрд грн. За 2009 г. объем средств Правительства в национальной валюте на Казначейском счете в НБУ уменьшился на 6,7 млрд грн. (или на 86,1 %) до 1,1 млрд грн. Использование на внутренние потребности кредитных средств МВФ путем конвертации их в гривну так же, как и продажа ОВГЗ и использование средств Казначейского

---

<sup>2</sup>В первом полугодии 2009 г. расширение денежной массы в обращении осуществлялось преимущественно не через валютный канал, а через канал рефинансирования. Однако во втором полугодии активизировалось поступление в обращение платежных средств через фискальные механизмы, которые находятся вне сферы влияния НБУ.

счета, по своей сути почти не отличается от необеспеченной эмиссии и создает дисбалансы в развитии денежно-кредитного рынка.

Эти дисбалансы и последствия невыполнения банковской системой своей основной функции (кредитование экономики и мультипликации денег) проявились в нарастании разрыва между темпами прироста денежной базы и сужением денежного предложения МЗ (всего за 2009 г. «плюс» 4,4 % и «минус» 5,5 % соответственно). Следовательно, в экономике наблюдается неравномерное обеспечение ликвидности разных секторов экономики: при концентрации НБУ на финансировании государственного сектора экономики и образования относительного избытка ликвидности в банковской системе (о чем свидетельствует объем операций по мобилизации, который за 2009 г. составил 97 млрд грн., за 1-й кв. 2010 г. – 56 млрд грн.) реальный сектор экономики страдает от недостатка финансовых ресурсов – остатки на депозитных счетах нефинансовых корпораций за 2009 г. сократились на 20 %, за январь-февраль 2010 г. – еще на 6,7 %, но за март возобновились до значений на начало года. Новые кредиты, предоставленные сектору нефинансовых корпораций в 2009 г., составляли 750,5 млрд грн., что на 195,0 млрд грн., или на 20,6 %, меньше объемов 2008 г. Это связано с тем, что в 2009 г. расходы государственного бюджета имели преимущественно социальную направленность; ресурсы, полученные банками от НБУ, накапливались для поддержания ликвидности и переводились в ценные бумаги, население использовало полученную наличность для покупки валюты и погашения кредитов. По результатам 2009 г. удельный вес наличности в структуре денежного агрегата МЗ вырос на 2,2 п. п. до 32,2 %, что усложняет регулирование денежного обращения в Украине.

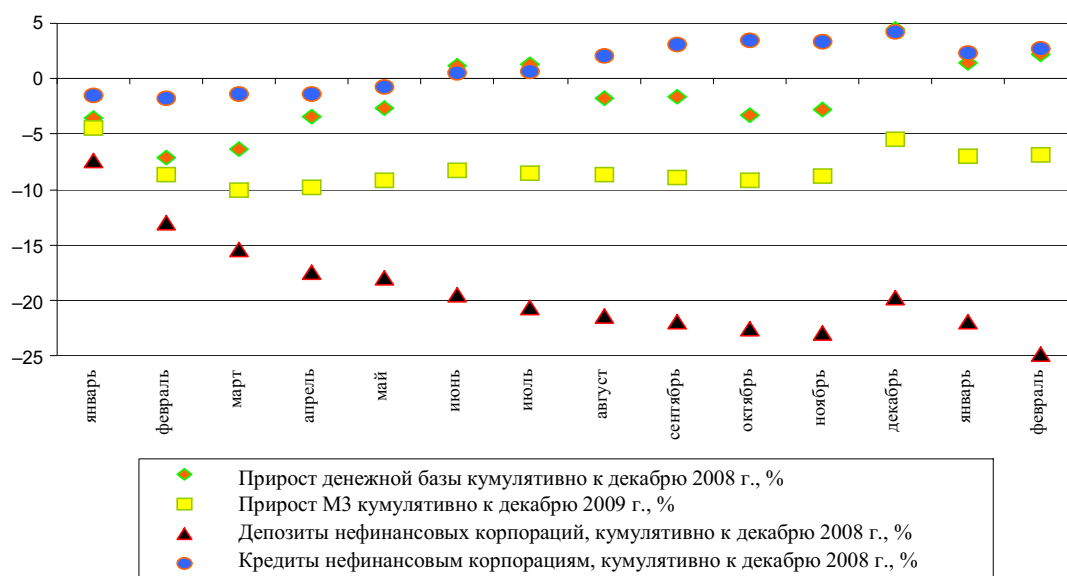


Рис. 1. Разрыв между динамикой денежной базы и денежной массой (МЗ) и депозитами и кредитами нефинансовым корпорациям в 2009 г. – 1 кв. 2010 г.<sup>3</sup>

Между тем постепенное улучшение макроэкономических условий развития экономики позволит уже в ближайшей перспективе усилить стимулирующий характер денежно-кредитной политики. Во-первых, постепенное сбалансирование сальдо платежного счета сократило потребность в выкупе валюты и операциях стерилизации как инструменте управления денежным предложением. Во-вторых, на начало 2010 г.

<sup>3</sup>Источник: по данным НБУ [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.bank.gov.ua/>.

имелись неиспользованные возможности НБУ относительно наращивания денежной массы, которые составляли около 16 млрд грн.<sup>4</sup> В-третьих, при смягчении характера монетарной политики НБУ и усилении целевого характера рефинансирования стимулирование банков к использованию накопленных резервов позволяет постепенно активизировать кредитование нефинансовых корпораций<sup>5</sup>. В-четвертых, контроль за монетизацией дефицита государственного бюджета прекратит скрытую эмиссию. В-пятых, макрофинансовая стабилизация позволит активизировать процессы дедолларизации и выхода денег из «тени», что будет служить дополнительным каналом наполнения денежного обращения.

Основное противоречие валютно-курсовой политики на современном этапе связано с определением оптимальной меры гибкости валютного курса и такого его значения, которое позволит сгладить противоречие интересов как экспортеров, так и населения и банков, которые накопили значительные валютные долги. Исходя из потребности поиска консенсуса этих интересов, опасной является как существенная ревальвация, например, до 7,0 грн./дол. США, что может дестабилизировать платежный баланс через увеличение импорта товаров и услуг, сокращение экспорта, приход спекулятивного капитала, так и девальвация до 10 грн./дол., что ускорит инфляцию, поставит работу импортозависимых производств на предел рентабельности, сделает практически невозможным обслуживание валютных долгов. При этом нежелательной является как фиксация курса, при которой НБУ берет на себя значительную часть валютных рисков, а валютный курс постепенно отрывается от макроэкономических показателей, так и его избыточная волатильность, которая при отсутствии развитой системы инструментов страхования от валютных рисков усиливает девальвационные ожидания, стимулирует инфляцию, увеличивает инвестиционную неопределенность, побуждает субъектов ведения хозяйства и населения к накоплению валютных запасов.

В 2009 г. после относительного сбалансирования платежного баланса Украины и успешного прохождения периодов высоких долговых платежей, в результате активных мер НБУ по коррекции ликвидности банковской системы и регулярного проведения валютных аукционов<sup>6</sup>, в условиях «закачивания» иностранной валюты из-за границы под избирательную кампанию, обменный курс украинской валюты вышел на новый «равновесный» уровень в диапазоне 8 грн./дол. США (на 01.05.2010 г. официальный курс НБУ – 7,92 грн./дол. США). Однако непредсказуемость динамики обменного курса гривны сохраняется в силу противоречивости курсовых факторов, которые в состоянии быстро изменять направление своего влияния, а именно:

– конъюнктура валютного рынка определяется намерениями и финансовыми возможностями НБУ, больших предприятий – субъектов внешнеэкономической дея-

---

<sup>4</sup>По требованиям соглашения с МВФ максимальный объем денежной базы в обращении был предусмотрен на уровне 211 млрд грн., а фактически на 01.01.2010 г. – 194,95 млрд грн. К сожалению, уже на конец марта 2010 г. реальное количество гривен в обороте (монетарная база) выросло на 12 % по сравнению с аналогичным месяцем прошлого года. Это максимальный показатель, который заложен в меморандуме Международного валютного фонда. Поэтому НБУ ужесточил денежную политику для снижения инфляционного давления на экономику страны. Согласно постановлению НБУ № 210 с 1 мая финучреждения обязаны увеличить объем резервов, размещаемых на спецсчета Центробанка с 50 до 100 % суммы. Этим же документом регулятор разрешил подопечным учитывать в этих резервах уже не 20 %, как ранее, а 100 % стоимости гособлигаций, выпущенных для финансирования мероприятий по подготовке к Евро-2012.

<sup>5</sup>Постановление НБУ № 47 «Об утверждении Положения о рефинансировании и предоставлении Национальным банком Украины кредитов банкам Украины с целью стимулирования кредитования экономики Украины на период ее выхода на кризисные параметры».

<sup>6</sup>В 2009 г. отрицательное сальдо валютных интервенций НБУ увеличилось до 10,4 млрд дол. США по сравнению с 3,9 млрд дол. в 2008 г., за 1 кв. 2010 г. – почти 2 млрд дол. США.

тельности и населения. При этом последнее за объемами накопленной валюты (до 55 млрд дол. наличности, по экспертным оценкам, и 14 млрд дол. США на депозитных счетах) может посоревноваться с НБУ, объемы золотовалютных резервов которого на 01.04.2010 г. составляли лишь 25 млрд дол. США. Поэтому расширение денежного предложения без соответствующего наращивания предложения товаров и создания привлекательных финансовых инструментов для вкладывания сбережений предопределяет перетекание гривневых ресурсов на валютный рынок;

– темпы инфляции, которые коррелируют с ценовыми прыжками на внешних рынках. В итоге сформировался восходящий тренд реального обменного курса в январе-августе 2009 г. и в начале 2010 г., который подрывает конкурентоспособность отечественных товаропроизводителей и покупательную способность украинской валюты<sup>7</sup> (рис. 2);

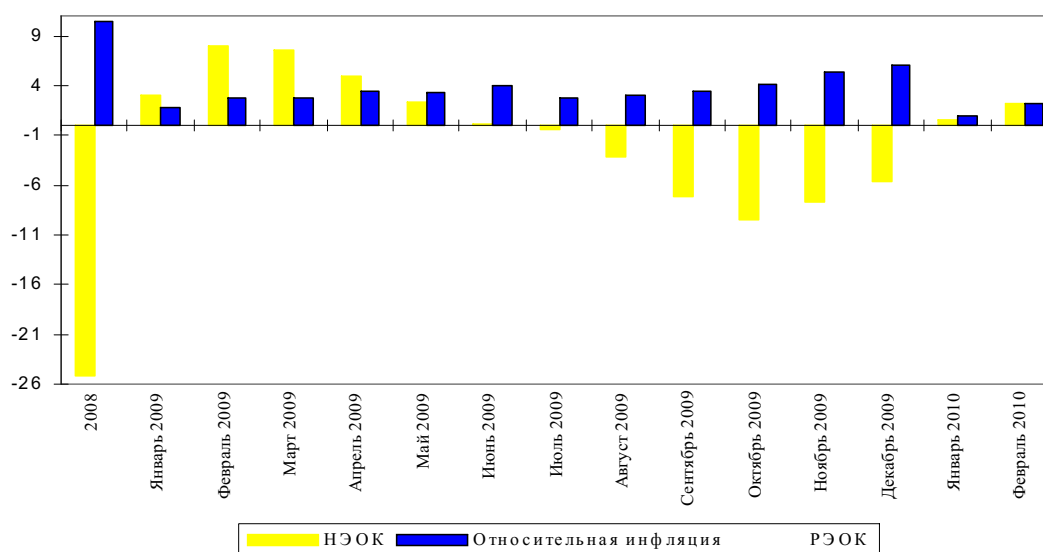


Рис. 2. Динамика реального эффективного обменного курса (РЕОК), номинального эффективного обменного курса (НЭОК), относительной инфляции<sup>8</sup> в % к декабрю предыдущего года<sup>9</sup>

– состояние платежного баланса:

а) определяется конъюнктурой внешних рынков и настроениями иностранных инвесторов, графиком погашения внешних частных и государственных долгов. Слабая предсказуемость этих факторов (кроме графика уплаты долгов) уменьшает прогнозируемость курсовой динамики;

б) зависит от темпов экспорта товаров и услуг<sup>10</sup>, которые являются одним из определяющих факторов стабилизации курса гривни. Однако в то же время растет им-

<sup>7</sup>Прошлогодняя инфляция в 12,3 % при сокращении ВВП на 15 % показывает, что количество выпущенных денег существенно превысило объем произведенных товаров, что сформировало потенциал будущей девальвации.

<sup>8</sup>Превышение темпами инфляции в Украине темпов инфляции в странах – основных торговых партнерах.

<sup>9</sup>Источник: по данным НБУ [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.bank.gov.ua/>.

<sup>10</sup>По итогам 2009 г. зафиксировано стремительное сокращение отрицательного сальдо текущего счета – до 1,9 млрд дол. США (около 1,7 % от ВВП) по сравнению с 12,8 млрд дол. США в 2008 г. (7,0 % от ВВП). Только за январь–февраль 2010 г. объемы экспорта товаров и услуг выросли на 23 % по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года. Отрицательное сальдо платежного баланса в 2009 г. составило 13,7 млрд дол. США (в 2008 г. – 3,2 млрд дол. США).

порт и спрос на иностранную валюту, поскольку большинство отечественных предприятий субъектов внешнеэкономической деятельности являются импортозависимыми;

в) обусловленный притоком иностранных инвестиций<sup>11</sup>, которые в контексте обеспечения курсовой стабильности следует оценивать крайне осторожно: поступление иностранной валюты поддерживает текущий валютный курс и в то же время формирует потенциальную угрозу его «обвала» – активный выход иностранных инвесторов из Украины летом 2008 г. создал предпосылки для падения курса гривны осенью того же года;

– денежно-кредитная и фискальная политики, которые являются проциклическими и не всегда согласованными. Дефицит бюджета, который покрывается за счет выпуска дополнительной денежной массы, в настоящее время является одной из ключевых угроз валютной стабильности в Украине. Высокая прибыльность ОВГЗ привлекает иностранных инвесторов: только за два недели апреля 2009 г. нерезиденты нарастили свой портфель ОВДП из 430 млн грн. до 2,6 млрд грн., что усилило ревальвационное давление на гривну. При негативных сигналах инвесторы в состоянии так же стремительно «выйти» из ОВГЗ и вывести свои капиталы из Украины. В этом смысле такой традиционный рычаг укрепления курса как повышение процентных ставок может рассматриваться как весьма опасный, который привлекает спекулятивный капитал и тормозит экономическую активность.

Высокая волатильность валютного курса вызывает недоверие к отечественной валюте и подпитывает процессы долларизации. В 2009 г. уровень долларизации экономики Украины вырос на 1,06 % с 30,7 до 31,76 %<sup>12</sup>. Последующий рост долларизации негативно повлияет на эффективность монетарной политики НБУ, повысит чувствительность отечественной финансовой системы к рискам ликвидности и платежеспособности, затруднит перевод долларовых сбережений населения в гривневые инвестиции через необходимость дополнительных транзакционных расходов на валютнообменные операции. Поэтому концентрация усилий НБУ на уменьшении долларизации является необходимым условием повышения действенности монетарной политики. Препятствием на пути процессов дедолларизации может стать отсутствие «длинных» и дешевых гривневых ресурсов для развития экономики, что делает безальтернативным вариантом возобновления валютного кредитования и наращивания внешних заимствований в среднесрочной перспективе.

Таким образом, потенциал курсовой стабильности лежит в плоскости стимулирования процессов дедолларизации, возобновления позитивной динамики экспорта и притока иностранных инвестиций при параллельном ужесточении контроля за валютными позициями и внешними заимствованиями финансовых и нефинансовых корпораций, сдерживания притока спекулятивного капитала, развития инструментов страхования от валютных рисков, бюджетной стабильности, возобновления доверия к национальной валюте и снижения инфляционных ожиданий.

В долгосрочной перспективе валютно-курсовая политика НБУ должна нацеливаться на усиление стойкости украинской валюты к негативным влияниям и сглаживанию существенных курсовых прыжков в рамках наклонного курсового коридора. Параметры коридора будут определяться, исходя из заданий снижения инфляции и поддержания внутренней и внешней конкурентоспособности товаропроизводителей, информационным индикатором которой является реальный курс. В долгосрочной перспективе с развитием рыночных механизмов курсообразования прямое государственное вмешательство в процессы курсообразования должно постепенно ослабнуть параллельно с развитием системы страхования валютных рисков как путем раз-

<sup>11</sup> За 2009 г. – 4,6 млрд дол., за январь–февраль 2010 г. – 469 млн дол. США.

<sup>12</sup> Для стран, которые развиваются, нормой считается 30–35 %.

вития рыночных инструментов, так и через совершенствование государственного контроля за валютными операциями и позициями субъектов валютных отношений.

Таким образом, переход от депрессии к экономическому росту требует преодоления существующих ограничений путем мобилизации имеющихся ресурсов для достижения стратегических целей. Приоритетным направлением государственной политики экономического роста должно стать стимулирование развития реального сектора на основе его модернизации и обновления основного капитала. Концептуальными изменениями в политике должен стать отход от концепции дешевой рабочей силы и дешевой национальной денежной единицы, переориентация на использование внутренних финансовых ресурсов, отказ от приоритета ориентации на внешние рынки и формирования отраслевых комплексов, тесно связанных с внутренним конечным потреблением.

Политика экономического развития должна формироваться в русле рекомендаций неоллиберального и институционального подхода, который предусматривает соединение усилий государства и механизмов самоорганизации рынка. Рынок должен обеспечивать адаптацию экономической системы к изменениям внутренних и внешних условий, а государство – целенаправленно формировать рыночные институты и определять векторы экономического развития, что обеспечит целостность экономической системы в процессе ее трансформации. Исходя из этих соображений, финансовая система должна рассматриваться как средство развития экономики страны, что расширяет цели и задачи финансовой политики государства за пределы финансового сектора и продлевает их часовые горизонты. При нацеленности на приоритетное стимулирование инвестиционной деятельности как средство структурной перестройки реального сектора экономики государство должно поддерживать также те сегменты конечного спроса, которые способны оживить внутреннее производство по цепочке спроса-предложения. Иначе говоря, монетарная политика должна быть подчинена заданию повышения конкурентоспособности отечественной экономики, которая определяет следующий порядок приоритетности ее целей: достижение стабильно низкой инфляции; контроль за курсовыми колебаниями; обеспечение финансовой стабильности как такого состояния финансовой системы, при котором достигается максимальная удовлетворенность потребностей субъектов ведения хозяйства в финансовых ресурсах.

### **Заключение**

Можно сделать следующие выводы относительно существующих монетарных ограничений политики роста и мероприятий по их преодолению.

Институциональная необеспеченность монетарных реформ требует повышения качества финансовой системы на основе синхронного развития всех ее секторов – банковского, страхового, фондового, инвестиционного; повышения независимости НБУ одновременно с усилением его подотчетности и прозрачности процесса принятия решений; обеспечения координации действий органов монетарной и фискальной власти; развития механизмов перелива капиталов между сегментами финансового рынка и повышения эффективности трансмиссионного монетарного механизма; совершенствования государственного регулирования на основе пруденциального контроля, мероприятия которого синхронизированы во времени и согласованы за направленностью с рычагами монетарной, фискальной, структурной политик; обеспечения высокого уровня прозрачности государственной стратегии экономического роста; совершенствования законодательной базы.

Противоречивость цели монетарной политики, обусловленную необходимостью одновременного поддержания инфляционной и курсовой стабильности, возможно сгладить за счет использования в качестве информационного индикатора денежно-

кредитної політики НБУ реального курсу гривни. При цьому уместно буде перейти від планування орієнтирів і заходів монетарної політики на один рік до прогнозування її напрямків на трьохрічний період при акцентуванні цілі стабільно низької інфляції і збільшенні гнучкості валютного курсу в довгостроковій перспективі.

Високі валютні ризики, обумовлені значительною курсовою волатильністю, вимагають від НБУ згладжування значительних курсових стрибків в межах нахилного курсового коридору; зменшення доларизації економіки; розвитку системи страхування валютних ризиків; посилення економічних рычагів привертання капіталів в країну і розвиток захисних механізмів, здатних забезпечити незалежність фінансового сектора через контроль за спекулятивними валютними і фінансовими потоками через межі України, а саме:

- вдосконалення методики оцінки виводу капіталів за межі країни;
- розгляд можливості впровадження податкового оподаткування спекулятивного капіталу («податок Тобіна») в формі високого (до 15 %) податкового оподаткування капіталу, який виводиться з країни менше ніж через рік після його введення;
- внесення змін до законодавства стосовно обігу деривативів;
- перегляд порядку обліку валютної позиції для зближення з міжнародними стандартами, за якими своп не впливає на валютну позицію банків;
- посилення відповідальності банків за порушення правил проведення операцій з іноземною валютою і нормативів відкритої валютної позиції;
- законодавче затвердження порядку і строків впровадження нормативу обов'язкової репатріації частини експортної виручки.

### Література

1. Шумська, С. С. Інфляція чи ревальвація: яке з двох зол лих менше? / С. С. Шумська // Економіка і прогнозування. – 2005. – № 5. – С. 127–146.
2. Литвицький, В. Макроекономічний танDEM: протиріччя руху / В. Литвицький // Вісн. НБУ. – 2008. – № 9. – С. 3–11.
3. Петрик, О. Фінансова криза в Україні та заходи щодо її подолання / О. Петрик // Вісн. НБУ. – 2009. – № 8. – С. 4–10.
4. Корнєєв, В. Антикризові інструменти фінансової стабілізації / В. Корнєєв // Економіка України. – 2009. – № 12. – С. 22–34.
5. Сомик, А. Умови середовища реалізації грошово-кредитної політики в Україні / А. Сомик // Фінанси України. – 2009. – № 6. – С. 21–45.
6. Паливода, К. Доларизація грошового обігу як гальмо інвестиційної активності в Україні / К. Паливода // Банківська справа. – 2009. – № 5. – С. 32–39.
7. Шелудько, Н. М. Фінансові кризи на ринках, що розвиваються: теоретичні й емпіричні аспекти аналізу / Н. М. Шелудько, А. І. Шкляр // Фінанси України. – 2009. – № 2. – С. 3–21.
8. Рамський, А. Ю. Формування інвестиційних ресурсів економіки на основі заощаджень населення : автореф. дис. ... на здобуття наукового ступеня канд. екон. наук / А. Ю. Рамський. – Київ, 2010. – 20 с.

Получено 08.06.2010 г.