

С. А. БУКОВИНСКИЙ,  
кандидат экономических наук,  
заслуженный экономист Украины,  
Председатель Совета НБУ,  
Т. Е. УНКОВСКАЯ,  
доктор экономических наук,  
главный консультант Аппарата Совета НБУ,  
М. О. ДЖУС,  
главный консультант Аппарата Совета НБУ  
(Киев)

## К ВОПРОСУ РАЗРАБОТКИ СТРАТЕГИИ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ НАЦИОНАЛЬНОГО БАНКА УКРАИНЫ

*Представлен детальный анализ ошибок реализации монетарной политики Национального банка Украины, усугубивших остроту кризиса стагфляции (когда рост инфляции происходит на фоне падения ВВП), в который украинская экономика вошла в 2014 г. Значительная часть этих ошибок не преодолена и сегодня. Предложены конкретные стратегические и тактические меры по реформированию операционной системы монетарной политики для исправления этих ошибок и создания монетарных предпосылок валютной стабильности, снижения инфляции и поддержки экономического роста.*

**Ключевые слова:** стагфляционный кризис, стратегия монетарной политики, валютное регулирование, девальвационно-инфляционная спираль, политика рефинансирования, депозитные сертификаты НБУ, процентная политика, межбанковский рынок.

---

S. A. BUKOVINSKII,  
Cand. of Econ Sci.,  
Honored Economist of Ukraine,  
Head of the of the Council of the National Bank of Ukraine,  
T. E. UNKOVSKAYA,  
Doctor of Econ Sci.,  
Chief Adviser of the Council of the National Bank of Ukraine,  
M. O. DZHUS,  
Chief Adviser of the Council of the National Bank of Ukraine  
(Kiev)

## ON THE ISSUE OF DEVELOPMENT OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE MONETARY POLICY STRATEGY

*The paper presents the comprehensive analysis of mistakes of the National Bank of Ukraine monetary policy implementation. These mistakes aggravated the severity of the stagflationary crisis (that is the rising inflation amid falling GDP) that began in 2014. Considerable part of these mistakes have not been overcome till now. The authors propose the concrete strategic and tactic measures to reform the operational system of the monetary policy to create the*

---

Буковинский Станислав Альбинович (Bukovinskii Stanislav Al'binovich) — e-mail: irinag@bank.gov.ua;  
Унковская Татьяна Евгеньевна (Unkovskaya Tat'yana Evgen'evna) — e-mail: unkovskaya@bank.gov.ua;  
unkovskaya@ukr.net.

Джус Михаил Олегович (Dzhus Mikhail Olegovich) — e-mail: dzhus@bank.gov.ua.

---

*monetary preconditions for exchange rate stability, inflation decrease, and stimulating of economic growth.*

**Keywords:** crisis of stagflation, monetary policy strategy, exchange rate regulation, devaluation-inflation spiral, refinancing operations, deposit certificates of the NBU, interest rate policy, and interbank market.

*Если действия власти вызвали монстра стагфляции,  
то есть растущую инфляцию в симбиозе с экономическим спадом,  
то понадобится чрезвычайная макроэкономическая виртуозность:  
необходимо одновременно оживлять экономику и сбивать инфляцию.  
Из экономических дискуссий 70-х годов XX в. в США.*

В 2014 г. украинская экономика вошла в состояние кризиса стагфляции \*, который к апрелю 2015 г. опасно обострился: галопирующая инфляция \*\* достигла почти 61% в годовом измерении, а падение ВВП – 17,6%. **Учитывая беспрецедентность галопирующей инфляции с момента введения гривни и риски демонетизации экономики, преодоление стагфляционного кризиса, в частности снижение инфляции, обеспечение экономического роста и повышение занятости являются задачей уровня национальной безопасности.**

Согласно классическим представлениям (в соответствии с зависимостью Филлипса), экономика может столкнуться либо с проблемой инфляции, в определенной мере стимулирующей экономический рост и занятость, либо с проблемой падения производства и занятости, которое сопровождается охлаждением динамики цен. И в первом, и во втором случае классические рецепты выхода из кризиса основываются на регулировании платежеспособного спроса с помощью процентных ставок: их повышение уменьшает спрос, следовательно – инфляцию, а их снижение стимулирует увеличение спроса и цен, что оживляет экономическое производство.

Однако природа инфляционных процессов в Украине не является классической. Отечественная экономика вследствие своей коррупционной монополизированной структуры и процессов резкой девальвации гривни попала в ловушку парадоксального стагфляционного состояния, в котором объединились наихудшие варианты макроэкономической динамики – галопирующая инфляция и экономический спад. Классические рецепты антиинфляционного охлаждения спроса в этом случае не работают: они могут только обострить проблемы и довести ситуацию до экономического коллапса. Поэтому необходимо применять более сложные, тонкие и селективные механизмы борьбы с инфляцией, основанные на глубоком понимании ее природы и встроенные в целостную систему возрождения экономики на здоровом фундаменте стабильности национальных денег.

Совет Национального банка Украины, конституционными задачами которого являются разработка и контроль выполнения “Основных принципов денежно-кредитной политики” \*\*\*, определил, что **стратегическая цель денежно-кредитной политики в среднесрочной перспективе состоит в снижении темпов инфляции до 5(±1)% в год.** Очевидно, что на данном этапе такая цель выглядит сверхсложной и весьма амбициозной. Однако, на наш взгляд, она может быть достигнута при условии разработки и реализации взвешенной Стратегии монетарной политики Национального банка Украины до 2020 г., то есть выполнения целостной системы неотложных, кратко- и среднесрочных

---

\* *Стагфляция* (от лат. stagno – делать неподвижным и inflatio – раздувание) – инфляция, сопровождающаяся стагнацией или падением производства и высоким уровнем безработицы.

\*\* *Галопирующая инфляция* – это инфляция на уровне от 20% до 100%; приближение индекса потребительских цен к вертикальной границе свидетельствует о росте рисков гиперинфляции.

\*\*\* Основні засади грошово-кредитної політики на 2015 рік [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=10465306>.

мер, объединения интеллектуальных и организационных усилий Совета и Правления НБУ, эффективных действий Правительства и Президента Украины.

В сложных условиях галопирующей инфляции и неустойчивого плавающего валютного курса (на фоне высоких девальвационных ожиданий и низкого уровня чистых валютных резервов) первоочередной задачей Национального банка Украины являются преодоление недостатков монетарного регулирования и создание “якоря” стабильности для динамики цен посредством развития операционной системы монетарной политики и концептуального подхода к ее реализации на качественно новом уровне.

**Сегодня фундаментальной проблемой монетарного регулирования является несоответствие характера осуществляемой монетарной политики ее конституционным целям в условиях объявленного режима плавающего валютного курса.** Операционная структура монетарной политики НБУ формировалась и применялась в течение более чем 20 лет в условиях режима де-факто фиксированного курса, когда доминирующим каналом эмиссии денежных средств был валютный, а другие каналы, в частности канал процентной ставки, имели незначительное влияние. Монетарная среда в основном определялась тем объемом ликвидности, который формировался в результате влияния автономных факторов — валютных интервенций для поддержки фиксированного курса и динамики денежных средств Правительства на казначейском счете.

Фиксированный валютный курс создавал определенный “якорь” для инфляции, но при этом блокировал возможности активного управления ликвидностью банковской системы через процентную политику. Отказ от фиксированного курса и резкий переход к режиму гибкого курсообразования должны были сопровождаться системными мерами по созданию качественно нового “якоря” стабильности посредством изменения характера монетарной политики, а именно — через усиление влияния и оптимизацию процентной политики, которая бы отвечала новому валютному режиму. Ее суть состоит в активном влиянии центрального банка посредством процентных ставок и операций на открытом рынке на формирование оптимального уровня ликвидности и ставок в банковской системе, которые бы предотвращали резкую девальвацию и рост инфляции, а также не нарушали механизмы экономического роста. Однако в условиях нового валютного режима до настоящего времени реализуется не адекватное ему монетарное регулирование, которое вместе с текущей валютной политикой создает эндогенные турбулентности на денежно-кредитном рынке. Его недостаток состоит в чрезмерных (даже беспрецедентных) оборотах по монетарным операциям постоянного доступа (standing facilities), которые являются сверхкраткосрочными (овернайт) и основаны на инициативе банков, выбранных на базе некоторых критериев. В течение 2014 г. — начале 2015 г., в условиях плавающего курса, низких процентных ставок по рефинансированию овернайт и высоких ставок по депозитным сертификатам НБУ, это приводило, с одной стороны, к росту спекулятивных валютных операций и раскручиванию девальвационно-инфляционной спирали, а с другой — к самоусиливающемуся циклу структурного профицита ликвидности. Результатом стала **ловушка чрезмерных оборотов операций постоянного доступа**, которая привела к системной неэффективности влияния процентных ставок на инфляцию и процессы кредитования банками экономики:

— когда ставки были низкими, это влекло за собой чрезмерное рефинансирование овернайт, что спровоцировало девальвационное давление и привело к формированию девальвационно-инфляционной спирали (при этом вследствие краткосрочности эти операции не решали задачу компенсации оттока депозитов) (рис. 1);

— когда ставки стали высокими, это остановило непродуктивное рефинансирование, но в то же время спровоцировало раскручивание спирали профицита ликвидности (рис. 2), повысило стоимость ее стерилизации и увеличило непродуктивную эмиссию по каналу выплаты процентных доходов по депозитным сертификатам.

там НБУ. Одновременно была заблокирована мотивация банков к кредитованию и обострена проблема фрагментации межбанковского рынка.



**Рис. 1. Обменный курс и объемы рефинансирования овернайт (обороты) за период 2014 г. – май 2015 г.**

Построено авторами по официальным данным НБУ и информации о валютном курсе “черного” рынка из интернет-ресурса Finance. UA [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://charts.finance.ua/ua/currency/order/-/1/usd>.



**Рис. 2. Месячные объемы мобилизационных операций (обороты) в 2008–2015 гг.**

Здесь и далее данные за 2015 г. представлены по апрель включительно.

Построено авторами по официальным данным НБУ.

Таким образом, необходим стратегический переход от доминирования монетарных операций постоянного доступа к операционной структуре монетарной политики, адекватной потребностям преодоления кризиса, обеспечения устойчивой динамики плавающего валютного курса, снижения инфляции и одновременного стимулирования экономического роста. Реализация этого перехода и составляет суть предложений к разработке Стратегии монетарной политики НБУ до 2020 г. Предложенный нами стратегический подход основывается на:

– результатах исследования особенностей стагфляционного кризиса в Украине, текущей специфики инфляционных процессов и монетарного регулирования, а также ретроспективного анализа, начиная с 1996 г. (года введения гривни);

– объективной диагностике проблем реализации монетарной политики, их систематизации, обнаружении неочевидных связей и определении “болевых точек”, требующих принятия неотложных мер;

– результатах исследования мирового опыта, в частности, стран, находившихся в подобных условиях stagflationного кризиса и успешно решивших задачу выхода из него;

– учете особенностей проблемной институциональной структуры экономики и социально-политического состояния Украины, а также дефицита времени, что обуславливает срочность эффективных действий.

#### **Основные особенности stagflationного кризиса и специфические черты инфляционных процессов в Украине**

Монетарное регулирование, направленное на преодоление галопирующей инфляции, должно базироваться на глубоком понимании специфики ценовой динамики и stagflationного кризиса в Украине. В течение 2009–2013 гг. ценовая конъюнктура носила ярко выраженный дезинфляционный характер (темпы инфляции замедлялись), а в 2012–2013 гг. имело место снижение цен (дефляция). Одним из ключевых факторов такой динамики стала поддержка стабильного курса гривни (после его снижения в период кризиса 2008–2009 гг. с 5,05 до 7,99 грн./дол., или на 58%, влияние которого на инфляционные процессы было весьма ограниченным).

*Со стороны спроса* существенное антиинфляционное воздействие в этот период оказывала переориентация денежных средств с потребительского рынка на депозиты (объем гривневых вложений физических лиц, после определенного сокращения в 2009 г., по итогам 2010–2013 гг. увеличился на 155 млрд. грн., или в 2,6 раза) и на покупку иностранной валюты (сальдо купли-продажи валюты на наличном рынке за 2009–2013 гг. составило в эквиваленте почти 45 млрд. дол.).

*Со стороны предложения* замедление темпов инфляции было обусловлено, прежде всего, насыщением продовольственного рынка в результате роста сельскохозяйственного производства (в частности, в 2011 г. объемы производства продукции растениеводства превысили уровень 1990 г.) на фоне общего снижения мировых цен на продовольствие. На непродовольственном сегменте рынка относительная стабильность цен была обеспечена благоприятными условиями для импорта вследствие поддержки завышенного обменного курса гривни.

В 2012–2013 гг. экономика вошла в фазу рецессии, действие отмеченных антиинфляционных факторов усилилось спадом деловой активности, и инфляционная динамика достигла своего “дна”: с мая 2012 г. по октябрь 2013 г. годовые скользящие темпы инфляции колебались в пределах от –1,2% до 0% (рис. 3).

Однако в 2014 г. произошел резкий перелом в инфляционной динамике на всех сегментах рынка (в течение года потребительские цены выросли на 24,9%). Инфляционный всплеск возник вследствие значительной девальвации гривни (официальный обменный курс к доллару в течение года снизился с 7,99 до 15,77, девальвация составила 97,3%), а также административного повышения тарифов на энергоносители.

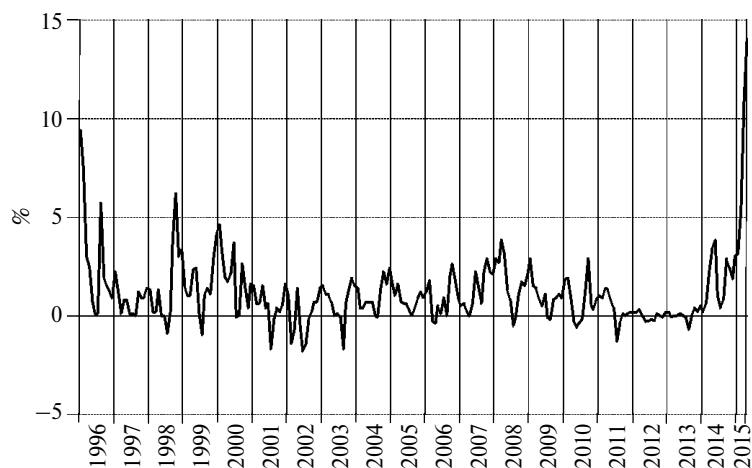
Аннексия Крыма и военные действия на Востоке страны обострили социально-политическую ситуацию в Украине. На этом фоне ошибочные действия в сфере монетарного и валютного регулирования, которые детально проанализированы ниже, привели к чрезмерно глубокой девальвации гривни, росту темпов инфляции, ухудшению ожиданий и, как следствие, к оттоку денежных средств с депозитов (вклады физических лиц в гривне сократились на 57,5 млрд., в иностранной валюте – на 9,3 млрд. дол.), что также ускорило рост цен. Он происходил вопреки действию антиинфляционных факторов как со стороны предложения (высокий урожай 2013–2014 гг.), так и спроса (сокращение реальных доходов населения).



**Рис. 3. Годовые скользящие темпы девальвации и потребительской инфляции в 1996–2015 гг.**

Построено авторами по данным НБУ и Госстата Украины.

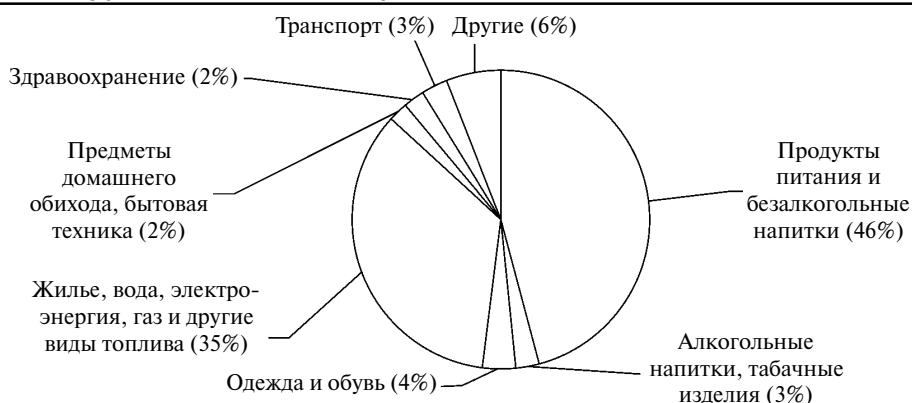
В начале 2015 г. действие отмеченных тенденций привело к раскручиванию девальвационно-инфляционной спирали: всплеск девальвации гривни в феврале (обменный курс достиг 30,01 грн./дол., снизившись с начала 2014 г. на 275,5%) спровоцировал развитие галопирующей инфляции, что значительно усилило риски потери контроля за ценовой динамикой. Под влиянием девальвации, а также из-за очередного административного повышения тарифов на энергоносители уровень потребительских цен в течение января – апреля 2015 г. вырос на 37,1%, годовые скользящие темпы инфляции с начала года ускорились с 24,9% до 60,9%, что является самым высоким значением с октября 1996 г. (см. рис. 3). Месячный прирост индекса потребительских цен в марте, впервые с момента введения в обращение гривни, достиг двухзначного уровня (10,8%), а в апреле составил 14% (рис. 4).



**Рис. 4. Месячные темпы инфляции в 1996–2015 гг.**

Построено авторами по официальным данным Госстата Украины.

С точки зрения составляющих потребительской корзины определяющее влияние на общий уровень инфляции в январе – апреле 2015 г. имело подорожание продуктов питания на 32,9% и жилищно-коммунальных услуг в целом на 116,5% (рис. 5). Существенное давление на формирование ценовой конъюнктуры потребительского рынка оказывало подорожание топлива на 20,1% и транспортных услуг на 20%.



**Рис. 5. Вклад основных групп товаров и услуг в общий уровень инфляции в январе – апреле 2015 г.**

(% к общему итогу)

Рассчитано авторами по данным Госстата Украины.

Годовые скользящие темпы базовой инфляции за 2014 г. выросли с 0,1% до 22,8%, а в течение января – апреля 2015 г. – до 47,1% (рис. 6), что отражает определяющее влияние на цены именно курсового фактора. Повышение цен производителей также было обусловлено, в основном, девальвацией гривни. Их годовые скользящие темпы прироста в 2014 г. ускорились с 1,7% до 31,8%, а по итогам января – апреля 2015 г. – до 48,6% (рис. 6).



**Рис. 6. Изменение ценовых индексов в течение 2013–2015 гг.**

(к соответствующему месяцу предыдущего года)

Построено авторами по данным Госстата Украины.

Начиная с февраля 2015 г. Национальный банк предпринял ряд мер по валютной стабилизации через повышение жесткости монетарного регулирования: дважды повышалась учетная ставка (с 6 февраля 2015 г. – до 19,5%, с 4 марта – до 30%), одновременно увеличивались ставки по активным и пассивным операциям. Благодаря этому, а также существенному снижению оборотов рефинансирования с одновременной активизацией мобилизационных операций произошло сокращение объемов гривневых ресурсов, которые попадали на валютный рынок и создавали девальвационное давление на обменный курс. В результате таких действий и введения административных ограничений по валютным операциям импортеров в марте удалось существенно укрепить обменный курс гривни. Однако инфляционные процессы развивались по сценарию ускорения вследствие продолжения действия фактора девальвации гривни, которая уже состоялась.

Исследования выявили важные специфические черты инфляции в Украине по сравнению с ее классическими моделями в рыночных экономиках, которые долж-

ны учитываться при разработке и реализации Стратегии монетарной политики. Эти специфические черты состоят в следующем.

1. Одним из основных факторов инфляции является глубокая и продолжительная девальвация национальной валюты, которая привела к раскручиванию девальвационно-инфляционной спирали [1]. Результаты анализа свидетельствуют о том, что текущая ценовая динамика не является инфляцией спроса, а представляет собой инфляцию издержек.

2. Ускорение инфляции в 2014 г. – апреле 2015 г. происходило на фоне снижения тренда денежных агрегатов (рис. 7). В частности, монетарная база по итогам января – апреля 2015 г. уменьшилась на 0,9%, а годовые скользящие темпы ее прироста в апреле впервые попали в область отрицательных значений (–2,5%). Среднемесячные остатки на корреспондентских счетах банков в апреле по сравнению с январем сократились на 23% (до 25,1 млрд. грн.).



**Рис. 7. Динамика годовых скользящих темпов потребительской инфляции и денежных агрегатов в 2007–2015 гг.**

(% к соответствующему месяцу предыдущего года)

Построено авторами по официальным данным НБУ и Госстата Украины.

3. Развертывание интенсивных инфляционных процессов происходило на фоне падения производства и занятости, то есть в 2014 г. экономика вошла в stagflationный кризис. Потеря производственных мощностей, неблагоприятная внешняя конъюнктура, сужение внутреннего спроса и денежный голод в реальном секторе экономики привели в 2014 г. к сокращению реального ВВП на 6,8%, а в I квартале 2015 г. падение ВВП ускорилось до 17,6%. Падение объемов промышленного производства в январе – апреле 2015 г. составило 21,5%.

4. В 2014 г. – апреле 2015 г. резко сократился внутренний платежеспособный потребительский спрос, что становится угрозой для экономики вследствие дальнейшего сжатия внутреннего рынка и уменьшения объемов производства. В начале 2015 г. усилилась прошлогодняя тенденция к сокращению конечных потребительских расходов домохозяйств: оборот розничной торговли за январь – апрель 2015 г. относительно аналогичного периода 2014 г. уменьшился на 25,3%. За первые четыре месяца 2015 г. по отношению к соответствующему периоду предыдущего года реальная заработная плата в среднем по экономике уменьшилась на 22,5%.

5. Stagflationный кризис вследствие девальвации, инфляции и роста безработицы наиболее болезненно ударил по наименее обеспеченной части населения. **По данным ООН, большинство населения Украины живет за чертой бедности, что обуславливает обострение системных социально-политических рисков.** Согласно стандартам ООН, порог бедности равен 150 дол. в месяц, следовательно, минимальная зарплата в Украине должна составлять 3750 грн., однако на сегодня прожиточный ми-



нимум зафиксирован на уровне 1176 грн., то есть менее 60 дол. в месяц. Это обостряет фундаментальную проблему украинской экономики, являющуюся системным катализатором stagflationных кризисов, а именно — чрезмерной неравномерности распределения доходов: небольшая прослойка населения концентрирует в своей собственности значительную долю ВВП, которая, вследствие девальвации и роста гривневого эквивалента экспортных доходов, стала еще выше. Средний класс является немногочисленным, доля малого и среднего бизнеса в ВВП не превышает 15%. Такая структура доходов формирует системные макроэкономические риски, связанные со сжатием внутреннего рынка и неполноценным использованием рыночного потенциала страны с населением 42,9 млн. чел.

Таким образом, можно сделать вывод, что ценовой всплеск 2014 г. — апреля 2015 г. не является инфляцией спроса, а носит характер роста инфляции издержек и не может быть преодолен классическими методами охлаждения спроса. Наоборот, ухудшение платежеспособности населения из-за значительной девальвации, инфляции, потери части депозитов, роста расходов по валютным кредитам и коммунальным расчетам снизило агрегированный спрос и вызвало сжатие внутреннего рынка. Низкий спрос сдерживает проявление положительного эффекта девальвации для развития внутреннего рынка и насыщения его товарами за счет импортозамещения. Таким образом, ключевой особенностью, которая должна определять стратегию монетарной политики, является то, что экономика находится в состоянии кризиса stagflation, то есть инфляционные процессы сочетаются с существенным снижением ВВП и занятости. Это требует, с одной стороны, принятия мер по снижению инфляции, а с другой — структурного стимулирования экономического роста.

#### **Базовые принципы, структурные ограничения и этапы реализации стратегии монетарной политики**

Предложенная Стратегия монетарной политики основана на качественном изменении операционной системы монетарной политики, реализация которой должна предусматривать четкое соблюдение следующих принципов.

**Принцип системности в использовании инструментов и мер монетарного регулирования.** Экономика является сложной нелинейной системой [2; 3; 4], в которой ошибочное использование отдельных рычагов монетарного регулирования может привести к неожиданным эффектам самоусиления инфляционных процессов, в частности, к раскручиванию девальвационно-инфляционной спирали [1], циклов гиперинфляции и дальнейшему развертыванию кризиса. *Уровень развития системы монетарного регулирования должен быть адекватным уровню сложности экономики и условиям режима плавающего валютного курса.* Поэтому монетарная политика должна быть взаимосогласованной целостной системой операций, мер и инструментов, которая через пять каналов трансмиссионного механизма (процентный, валютный, кредитный, канал цен на активы и канал ожиданий) будет влиять в необходимом направлении на экономику для достижения целевого синергетического эффекта — валютной и ценовой стабильности и одновременного стимулирования устойчивого экономического роста.

**Принцип правильной и четкой последовательности действий.** Правильная последовательность реализации монетарных мер имеет такую же значимость, как и их содержание. Ошибки в последовательности применения даже рациональных мер валютной и монетарной политики могут нивелировать их позитивный эффект и привести к результатам, противоположным ожидаемым. Поэтому монетарные меры следует применять согласно четкому системному плану, с соблюдением необходимой очередности и соответствующим его разъяснением обществу для формирования оптимальных ожиданий и доверия как основы социальной стабильности.

**Принцип системного сбалансирования денежно-кредитных рынков и предотвращения доминирования монопольных бизнес-интересов.** Равновесие любого рынка, в том

---

числе валютного и кредитного, – это динамическое состояние сбалансированности разнородных процессов со стороны формирования спроса и предложения. Ключевым фактором достижения устойчивого динамического равновесия на официальных рынках и самоорганизованного, спонтанного исчезновения теневых рынков является минимизация коррупционного и чрезмерного административного вмешательства государственных органов в экономику. Стратегические задачи государственных органов, в частности, монетарной власти, состоят в: недопущении коррумпированного доминирования монопольных или групповых бизнес-интересов, искажающего рыночные механизмы и формирующего искусственные барьеры для конкуренции; обеспечении прозрачного доступа субъектов финансовых операций на денежно-кредитные рынки.

**Структурные ограничения стратегии.** Экономическими ограничениями, которые следует учитывать, являются падение производства, структурные деформации рыночных механизмов в денежно-кредитной системе и ряде ключевых отраслей реального сектора. Вследствие этого классические антиинфляционные методы, построенные на принципах охлаждения спроса, могут привести к обострению кризиса. Поэтому стратегию монетарной политики следует строить на *методологии сочетания дезинфляции со структурным стимулированием экономического роста*, доказавшей свою успешность в восточноевропейских странах (Польше, Венгрии и др.), которые в подобных условиях преодолели стагфляционный кризис.

При разработке и реализации монетарной политики необходимо учитывать социальные ограничения, касающиеся недопустимости дальнейшего снижения уровня жизни большинства населения. Эти ограничения обусловлены ростом системных рисков социально-политического напряжения, связанного с чрезмерной неравномерностью распределения дохода в обществе и резким падением уровня жизни большинства населения после резкой девальвации и усиления инфляции.

Стратегию монетарной политики следует осуществлять в **два последовательных этапа**:

– *первый (2015–2018 гг.)* – обеспечение дезинфляционных процессов (disinflation processes), то есть перелом восходящей тенденции и снижение уровня инфляции в сочетании со структурным стимулированием экономического роста;

– *второй (2018–2020 гг.)* – стабилизация инфляции на устойчиво низком уровне и переход к режиму гибкого инфляционного таргетирования (FIT – Flexible Inflation Targeting), являющегося основой устойчивого экономического роста.

Определение стратегических действий и неотложных мер тактического характера должно базироваться на понимании существующих проблем в реализации монетарной политики, а также системных препятствий для эффективного функционирования механизма монетарной трансмиссии.

#### **Существующие проблемы использования инструментов и операций монетарной политики**

Стратегия монетарной политики должна основываться на глубоком понимании двух ключевых вопросов: 1) насколько эффективным является набор инструментов и операций монетарной политики НБУ для снижения инфляции, обеспечения валютной стабильности в условиях плавающего валютного курса и создания монетарных предпосылок экономического роста; 2) какие препятствия в функционировании трансмиссионного механизма монетарной политики мешают ее оптимальному влиянию на экономику.

Переход к режиму плавающего валютного курса должен стать переходом к качественно новой системе монетарного регулирования, в которой вместо традиционного “якоря” инфляции – фиксированного обменного курса – следует сформировать новый механизм обеспечения валютной и ценовой стабильности с помощью развитой операционной системы оптимального управления ликвидностью банковского сектора. Это необходимо сделать посредством реформирования использования опера-

ционной системы монетарной политики: процентной политики НБУ; операций на открытом рынке; других механизмов рефинансирования и мобилизации ликвидности; политики обязательного резервирования. Как уже отмечалось, фундаментальной текущей проблемой является несоответствие характера осуществляемой монетарной политики провозглашенному режиму плавающего валютного курса, целям снижения инфляции и потребностям экономического роста. Далее представлен анализ недостатков в реализации монетарной политики по отдельным инструментам.

#### *Проблемы реализации процентной политики*

До начала 2014 г. роль процентной политики оставалась сравнительно невысокой, что обуславливалось доминированием валютного канала эмиссии гривни в формировании конъюнктуры денежного рынка. Динамика ставок межбанковского рынка характеризовалась чрезмерной волатильностью и зависела от уровня ликвидности банковской системы, который формировался преимущественно под влиянием валютных интервенций и монетизации выпуска государственных облигаций. Ставки по кредитам в экономику, вопреки продолжительному снижению темпов инфляции и стоимости ресурсов Национального банка Украины, оставались высокими (рис. 8), отражая значительный кредитный риск, девальвационные ожидания и долговую экспансию Правительства после кризиса 2008–2009 гг.



Рис. 8. Динамика процентных ставок в 2008–2015 гг.

Здесь и далее построено авторами по официальным данным НБУ.

В 2014 г., с переходом к режиму плавающего валютного курса, влияние процентной политики на состояние денежного рынка должно было усилиться. Однако, вследствие действия ряда объективных факторов и недостаточной взвешенности монетарной политики, этого не произошло — взаимосвязь между ставками НБУ, ставками межбанковского рынка и ставками банков по кредитам и депозитам не носила системного характера, который бы свидетельствовал об оптимизации процентной политики.

В течение 2014 г. НБУ трижды повышал учетную ставку: в апреле (с 6,5% до 9,5%), июле (до 12,5%) и ноябре (до 14%). В двух первых случаях одновременно с учетной ставкой росли ставки по активным и пассивным операциям, однако в ноябре они оставались неизменными, что привело к усилению девальвационного давления. Средневзвешенная ставка по всем инструментам рефинансирования повысилась в течение года с 7,1% до 18%. В частности, ставка по кредитам овернайт выросла с 7,5% до 17,5%, ставка по кредитам, предоставленным путем проведения тендера, — с 6,5% до 19,1%, по операциям репо — с 6,5% до 19,2% (рис. 9). Средневзвешенная процентная ставка по мобилизационным операциям с депозитными сертификатами Национального банка Украины в течение года увеличилась с 2% до 8,3%, в том числе по операциям овер-

найт – с 2% до 7,5%, что было достаточно для мотивации банков вкладывать свободные денежные средства в депозитные сертификаты.



Рис. 9. Динамика процентных ставок НБУ в 2011–2015 гг.

В течение 2014 г. (как случалось и ранее) ставки межбанковского кредитного рынка несколько раз выходили за пределы коридора, формируемого ставками центрального банка по активным и пассивным операциям (рис. 10). Динамика ставок на межбанковском рынке определялась не столько процентной политикой, сколько изменениями валютного курса (в частности, на “черном” рынке).



Рис. 10. Динамика ставок межбанковского рынка и НБУ в 2009–2015 гг.

Вопреки повышению стоимости ресурсов НБУ динамика ставок по кредитам коммерческих банков имела противоположную направленность (рис. 11). Ставка по кредитам в гривне после резкого роста в начале 2014 г. (вследствие девальвации) достаточно быстро снизилась и во II полугодии находилась в диапазоне 16,1–16,7%. Такая ситуация была связана с охлаждением кредитной активности, в частности, из-за значительного ухудшения финансового состояния потенциальных заемщиков. Несмотря на проблемы с ликвидностью у многих банков, ставки по депозитам в гривне также демонстрировали в целом нисходящую динамику: среднемесячная ставка по гривневым депозитам снизилась с 12,7% до 10% (рис. 11). Меры, которые принимались для повышения стоимости денежных средств, были нивелированы потерей населением доверия к банкам, в частности, из-за ликвидации многих из них и ограничений на снятие денежных средств со счетов. Кроме того, упрощение доступа банков к ресурсам центрального банка снижало их мотивацию к привлечению средств на рынке. Следовательно, можно сделать вывод, что процентная политика Национального

банка Украины в течение 2014 г. имела определенную рациональную целевую направленность, однако была недостаточно последовательной и эффективной.

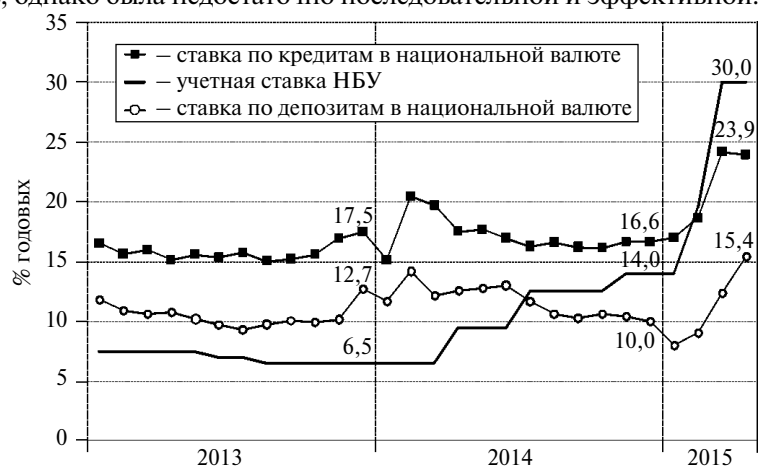


Рис. 11. Динамика ставок по кредитам и депозитам банков в 2013–2015 гг.

В течение января – апреля 2015 г. в условиях резкого ускорения темпов инфляции и девальвации процентная политика значительно ужесточилась. Так, дважды повышалась учетная ставка: в феврале – с 14% до 19,5% и в марте – до 30%. Средневзвешенная ставка по всем инструментам рефинансирования с начала года выросла с 18% до 32,2%, ставка по операциям с депозитными сертификатами – с 8,3% до 21,3%. В частности, ставка по депозитным сертификатам сроком на неделю достигла 26%, а на месяц – 27%, что снизило мотивацию банков к кредитованию.

Национальному банку Украины удалось сформировать коридор для ставок межбанковского рынка: ставки по кредитам овернайт на межбанковском рынке (на конец апреля 2015 г. – 24,1%) находились в диапазоне, верхняя граница которого определялась ставкой по кредитам рефинансирования овернайт (с начала года выросла с 17,5% до 33%), а нижняя – ставкой по депозитным сертификатам НБУ овернайт (повысилась с 7,5% до 20%) (рис. 12).



Рис. 12. Динамика ставок овернайт в 2014–2015 гг.

Однако количественные параметры этого коридора не были оптимальными: нижняя его граница была чрезмерно высокой. Высокие ставки по депозитным сертификатам НБУ формировали предложение банкам высокодоходных безрисковых краткосрочных инструментов, эмитированных регулятором, которые не выполня-

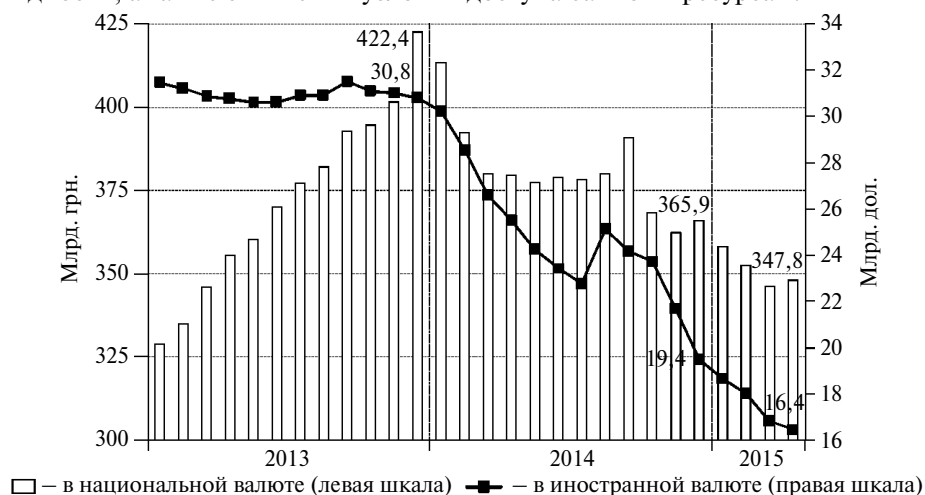
ли конструктивную функцию для экономики, а наоборот, блокировали мотивацию банков к кредитованию, вели к обострению фрагментации межбанковского рынка и искусственному раскручиванию затратной для государства спирали профицита ликвидности банковской системы. На фоне денежного голода в реальном секторе экономики такое надувание “финансового пузыря” между НБУ и определенным количеством банков (около 30) с ежедневными оборотами около 10–12 млрд. грн. и выплатой процентных доходов за счет дополнительной эмиссии не может считаться адекватной монетарной, в частности, процентной политикой.

Ставки по кредитам и депозитам банков продолжительное время не реагировали на изменение стоимости ресурсов Национального банка Украины и возобновили рост только в феврале, что обусловлено очередным ускорением девальвационной и инфляционной динамики. Среднемесячная ставка по кредитам в национальной валюте с начала года выросла с 16,6% до 23,9%, ставка по гривневым депозитам – с 10% до 15,4%.

Таким образом, в процентной политике в начале 2015 г. хоть и произошли определенные положительные сдвиги, однако остались существенные проблемы. Повышение ставок рефинансирования оказалось несколько запоздалым и недостаточным. Значительные обороты кредитования овернайт в феврале стали дополнительным фактором дестабилизации валютного рынка (см. рис. 1). В то же время ставки по депозитным сертификатам НБУ овернайт провоцировали раскручивание спирали структурного профицита ликвидности и снижение мотивации банков к кредитованию. Рассмотрим подробнее проблемы рефинансирования и мобилизации ликвидности в аспекте их объемов и динамики.

#### *Проблемы регулирования объемов рефинансирования и мобилизации ликвидности*

**Рефинансирование банков.** В начале 2014 г. Национальный банк Украины значительно увеличил объемы рефинансирования, что было обусловлено ухудшением финансового состояния банков из-за девальвации и резкого сокращения объема депозитов (рис. 13). Это было сделано как за счет более активного использования стандартных процедур, так и путем введения временных механизмов поддержки ликвидности, а также смягчения условий доступа банков к ресурсам.



**Рис. 13. Остатки по депозитам в 2013–2015 гг.**

Обороты рефинансирования, по итогам 2014 г., составили 222,3 млрд. грн., что является самым большим годовым значением за весь период существования НБУ. В частности, путем проведения тендеров было предоставлено 55,4 млрд. грн., под программы финансового оздоровления (стабилизационные кредиты) – 28,2 млрд. грн., в виде кредитов для сохранения ликвидности (временный инструмент) – 23 млрд. грн., посредством операций прямого репо – 20,4 млрд. грн.

Однако, если в первой половине 2014 г. НБУ эмитировал относительно “длинные” деньги, которые могли выполнить функцию компенсации оттока депозитов, то в конце года (после парламентских выборов) характер рефинансирования сменился доминированием сверхкраткосрочных операций, которые стимулировали спекулятивный спрос на валютном рынке – большая часть денежных средств начала предоставляться через канал овернайт. Именно такая структура сохранялась и в начале 2015 г.

По итогам января – апреля 2015 г., обороты рефинансирования банков с помощью всех инструментов составили 70,9 млрд. грн., в месячном разрезе (рис. 14) наибольший объем денежных средств был предоставлен банкам в феврале (30,8 млрд. грн.), что совпадает с периодом максимального всплеска девальвации.



Рис. 14. Ежемесячные объемы рефинансирования (обороты) в 2008–2015 гг.

Как указывалось выше, в структуре рефинансирования банков с точки зрения отдельных инструментов с конца 2014 г. наибольшая доля пришлась на кредиты овернайт. Если за январь – октябрь их доля составляла 26%, то в ноябре – декабре на фоне значительного роста абсолютных объемов доля кредитов овернайт выросла почти до 80% (за весь 2014 г. через канал овернайт было эмитировано 95,2 млрд. грн., или 43% от общего объема рефинансирования). По результатам января – апреля 2015 г. обороты рефинансирования овернайт составили 46,4 млрд. грн., или 65% от всего оборота (рис. 15), причем половина этих средств (23,3 млрд. грн) была предоставлена в феврале. Вероятно, что высокий спрос со стороны банков на отмеченные кредиты в условиях динамичных девальвационных процессов носил спекулятивный характер (см. рис. 1). В этом контексте важен тот факт, что кредиты рефинансирования предоставлялись банкам по ставкам значительно ниже уровня инфляции. С учетом этого неоправданным представляется введение в феврале 2015 г. регуляторной меры по увеличению максимального объема кредита овернайт под обеспечение государственными облигациями, за которым банк может обратиться в Национальный банк Украины (с 70% до 100% от определенного, согласно установленным нормативам, размера обязательных резервов за предыдущий период удержания).

Задолженность банков перед центральным банком по кредитам в течение прошлого года выросла на 32,8 млрд. грн. (до 108,9 млрд. грн.), по результатам января – апреля 2015 г. – на 7,7 млрд. грн. (до 116,7 млрд. грн.).

Однако ухудшение финансового состояния банковской системы увеличивает риск невозврата банками полученных кредитов. Дополнительным аргументом в подтверждение этого является предоставление значительных объемов кредитов рефинансирования банкам, которые затем были признаны неплатежеспособными.



Рис. 15. Структура рефинансирования банков в 2015 г.

**Мобилизационные операции (операции с депозитными сертификатами Национального банка Украины).** В 2014 г. был значительно увеличен объем операций с депозитными сертификатами, а в начале 2015 г. обороты мобилизационных операций достигли беспрецедентных размеров (см. рис. 2, 16). Росту заинтересованности банков в размещении средств в депозитных сертификатах Национального банка Украины способствовало резкое повышение ставок по таким операциям.

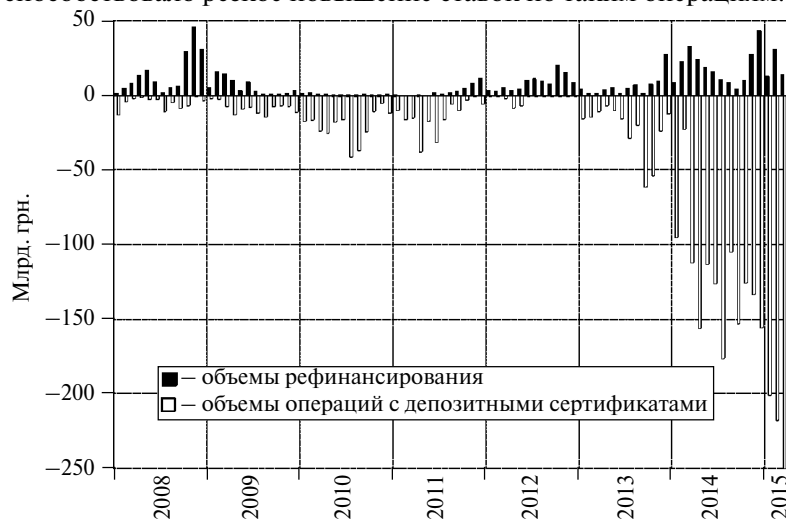


Рис. 16. Месячные объемы рефинансирования и мобилизации денежных средств (обороты) в 2008–2015 гг.

В 2014 г. объем мобилизационных операций (1472,7 млрд. грн.) более чем в 5 раз превысил значение предыдущего года (270,4 млрд. грн.) и приблизился к величине номинального ВВП. Большинство операций было осуществлено путем размещения депозитных сертификатов овернайт (1275,2 млрд. грн., или 87% от общего объема), ставка по ним выросла с 2% до 7,5%. В начале 2015 г. активность мобилизационных операций еще больше выросла. Месячные обороты операций с депозитными сертификатами в январе превысили 200 млрд. грн., к концу I квартала увеличились, а в апреле сократились до 191,2 млрд. грн. По итогам января – апреля 2015 г., общий объем операций составил 860,2 млрд. грн., из них операции овернайт – 732,7 млрд. грн., ставка по которым с начала года выросла с 7,5% до 20%; ставка по депозитным сертификатам сроком на неделю достигла 26%, на месяц – 27%.

Существенное увеличение оборотов мобилизационных операций и количества их участников (наряду с другими факторами) привело к сокращению остатков на корреспондентских счетах банков – среднесуточный объем в апреле составил 25,1 млрд.



грн., тогда как на начало года превышал 32 млрд. грн. На фоне снижения уровня ликвидности банковского сектора, а также вследствие роста ставок центрального банка в условиях ускорения темпов инфляции среднемесячная ставка по кредитам на межбанковском рынке (после снижения в январе до 17,2%) в течение февраля – апреля выросла до 26,9% (рис. 17). Однако чрезвычайно большие объемы операций с депозитными сертификатами не смогли предотвратить девальвацию гривни и ускорение темпов инфляции, что дает основания поставить под сомнение эффективность применения данного инструмента.

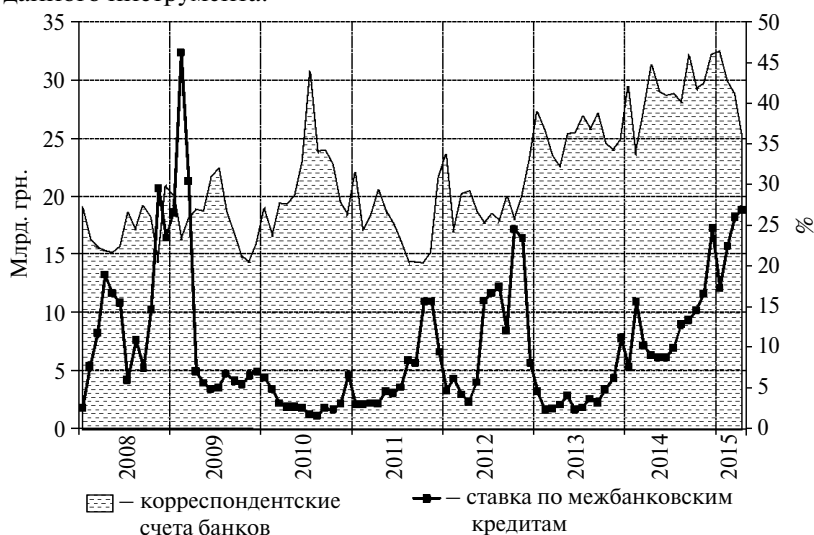


Рис. 17. Остатки на корреспондентских счетах банков в 2008–2015 гг.

(среднемесячное значение)

Одновременное осуществление значительных оборотов мобилизационных операций (на фоне чрезмерного повышения процентных ставок по ним) и активного рефинансирования (см. рис. 16) было признаком того, что в банковской системе одновременно существовали структурные профицит и дефицит ликвидности, а Национальный банк Украины фактически перебирал на себя функции рынка. **Такие действия приводят к снижению эффективности работы межбанковского рынка как механизма перераспределения ликвидности и оказывают деструктивное влияние на экономическую активность из-за снижения мотивации платежеспособных банков к кредитованию клиентов.** Кроме того, значительные обороты по операциям постоянного доступа по депозитным сертификатам с такими высокими ставками приводят к росту стоимости стерилизации структурного профицита ликвидности и дополнительной непродуктивной эмиссии. Такие проблемы накапливаются на фоне того, что более действенный потенциал операций, которые во многих странах традиционно применяются для стерилизации структурного профицита ликвидности, а именно – операций на открытом рынке, используется недостаточно.

#### Операции Национального банка Украины по покупке ОВГЗ на “открытом рынке”

В странах с развитой экономикой и режимом плавающего валютного курса операции на открытом рынке являются основным монетарным инструментом, с помощью которого центральные банки достигают действенности процентной политики и поддержки валютной стабильности через формирование оптимального уровня ликвидности банковского сектора. Согласно мировой практике, к операциям на открытом рынке относятся, в частности, операции купли-продажи центральным банком государственных облигаций. Однако отечественная практика реализации Национальным банком Украины этих операций с ОВГЗ имеет определенные особенности. В структуре монетарных инструментов НБУ операции по купле-продаже государственных

ных ценных бумаг играют весомую роль, но характер их применения имеет другую природу: он направлен не столько на выполнение функций монетарной политики, сколько на решение задач, связанных с финансированием дефицита бюджета.

В течение 2014 г. – апреля 2015 г. Национальный банк Украины активно вкладывал денежные средства в государственные облигации, остаток ОВГЗ в его портфеле за 2014 г. вырос на 171,1 млрд. грн., по итогам января – апреля 2015 г. – на 22,2 млрд. грн. (рис. 18).

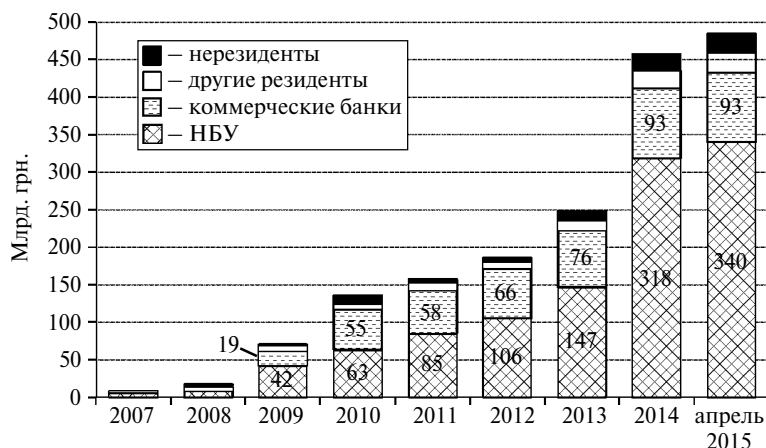


Рис. 18. Распределение ОВГЗ в обращении по субъектам в 2007–2015 гг.

(на конец периода)

Средства, выпущенные путем покупки ОВГЗ, можно было бы направить на сглаживание дисбалансов ликвидности банков, возникающих, в частности, вследствие оттока депозитов (см. рис. 13). Однако для поддержки ликвидности банков центральным банком применялись другие инструменты, такие как стабилизационные кредиты и некоторые временные механизмы рефинансирования.

Вместо этого операции по купле-продаже ОВГЗ были направлены на потребности финансирования государственного сектора. Так, в 2014 г. объем выпуска гривневых ОВГЗ достиг 218 млрд. грн., Национальный банк Украины за тот же период приобрел облигаций на сумму 181,9 млрд. грн. По итогам января – апреля 2015 г., объем покупки гривневых ОВГЗ равнялся 34,4 млрд. грн., тогда как эмиссия этих бумаг Министерством финансов Украины составила 42,6 млрд. грн. (рис. 19). Таким образом, Национальным банком Украины фактически осуществляется финансирование расходов бюджета, что существенно ограничивает его независимость и возможности оперативно влиять на параметры денежного предложения.

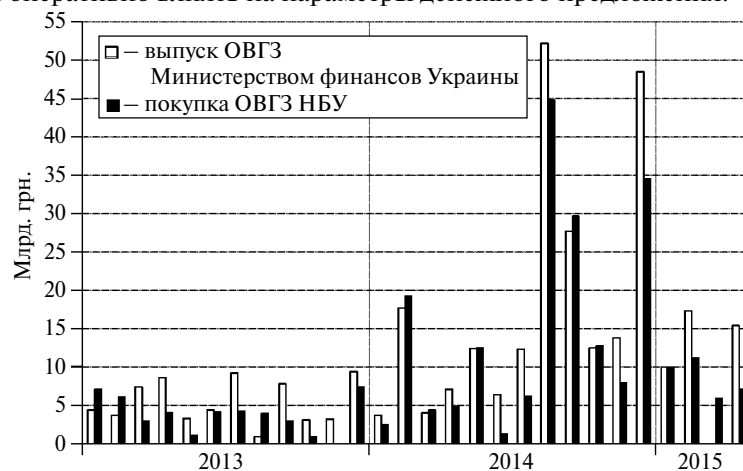


Рис. 19. Выпуск ОВГЗ и их покупка НБУ в 2013–2015 гг.

Описанная практика привела к тому, что в 2014 г. — начале 2015 г. произошло кардинальное изменение качественной природы эмиссии. Если в начале 2008 г. остаток ОВГЗ в портфеле НБУ равнялся нулю, то после финансового кризиса 2008—2009 гг. он стабильно рос. В конечном итоге, в 2014 г. вследствие монетизации беспрецедентно больших объемов государственных облигаций их остаток в собственности центрального банка приблизился к размеру монетарной базы, а в январе 2015 г. — превысил его. Таким образом, можно констатировать, что сегодня *практически все эмитированные денежные средства имеют долговую природу*. Это несет в себе значительные риски инфляционного характера в среднесрочной перспективе и обуславливает необходимость активизации операций на открытом рынке с учетом опыта развитых стран. Работа в этом направлении должна быть подкреплена мерами по развитию фондового рынка. Речь идет, в частности, о создании ликвидного рынка государственных облигаций и ограничении максимального объема ОВГЗ, которые могут находиться в портфеле Национального банка Украины.

Операции прямого репо (в 2014 г. — на 20,4 млрд. грн., в январе — апреле 2015 г. — на 2,3 млрд. грн.), а также размещение через тендеры депозитных сертификатов сроком на неделю и более (соответственно, на 198 млрд. грн. и 128 млрд. грн.), которые в мировой практике (в отличие от отечественной) классифицируются как операции открытого рынка, по своим объемам значительно уступали операциям постоянного доступа.

#### ***Проблемы управления обязательными резервами банков***

С конца 2008 г. обязательному резервированию подлежали только привлеченные средства в иностранной валюте, тогда как по депозитам в гривне действовала нулевая ставка. В то же время в период с августа 2009 г. по август 2014 г. банки были обязаны хранить часть обязательных резервов на отдельном счете в Национальном банке Украины.

В 2014 г. вследствие значительной девальвации гривни возникла ситуация, когда из-за курсовой переоценки обязательств в иностранной валюте нормативный объем обязательных резервов начал стабильно превышать фактические остатки на корреспондентских счетах банков. Он увеличился на 12,2 млрд. грн. — до 39,4 млрд. грн., тогда как среднегодовое значение остатков на корреспондентских счетах равнялось приблизительно 29 млрд. грн. (рис. 20). Вопреки этому, Национальный банк Украины избегал изменения нормативов обязательного резервирования, а основные меры в этой сфере касались смягчения условий хранения и использования обязательных резервов. Так, с целью поддержания ликвидности банков (в условиях сокращения депозитов) был уменьшен с 60% до 40% минимальный объем обязательных резервов, которые должны храниться на начало каждого операционного дня на корреспондентском счете банка, а также с 40% до 0% снижена доля обязательных резервов, которые должны храниться банком на отдельном счете в Национальном банке Украины. Это повлекло за собой высвобождение значительных объемов денежных средств (в целом 10,7 млрд. грн.), которые могли быть использованы банками для осуществления текущей деятельности. Разрыв между фактическими остатками денежных средств на корреспондентских счетах и нормативным объемом обязательных резервов покрывался, в частности, путем зачисления банками для покрытия обязательных резервов части портфеля ОВГЗ.

В конце 2014 г. для упрощения порядка формирования и хранения резервов были изменены нормативы и объекты резервирования, установлены периоды определения и удержания резервов, определен объем (не менее 40%) обязательных резервов, который должен ежедневно храниться на корреспондентском счете. Особенностью новых правил, в частности, было и то, что банки получили возможность зачислять для покрытия обязательных резервов определенную часть остатков наличных средств в национальной валюте в кассе банка. Требования по обязательному резервированию были распространены на обязательства в национальной валюте, тогда как нормативы по

денежным средствам в иностранной валюте снизились. Дифференциация нормативов была сохранена только относительно срочности обязательств: по срочным депозитам – 3%, по денежным средствам на текущих счетах и депозитам до востребования – 6,5%. Вследствие этих изменений нормативный объем обязательных резервов на стыке 2014–2015 гг. сократился с 39,4 млрд. грн. до 37,5 млрд. грн., однако и в дальнейшем продолжал превышать фактические остатки денежных средств на корреспондентских счетах банков, находящихся под постоянным стерилизационным влиянием в силу активного использования операций с депозитными сертификатами.



**Рис. 20. Корреспондентские счета и обязательные резервы банков в 2007–2015 гг.**

Резкое ускорение темпов девальвации в феврале 2015 г. привело к увеличению в марте расчетного объема обязательных резервов до 48 млрд. грн., а дальнейшее укрепление обменного курса, соответственно, обеспечило его снижение в апреле до 43,4 млрд. грн. Отмеченные колебания происходили на фоне сокращения остатков на корреспондентских счетах банков с 32,6 млрд. грн. в январе до 25,1 млрд. грн. в апреле. Возникший вследствие этого разрыв был компенсирован за счет внесения изменений в порядок формирования обязательных резервов, а именно – путем увеличения с 50% до 100% доли наличных средств в кассе банка в национальной валюте, которая может быть зачтена банком для покрытия обязательных резервов. На конец апреля 2015 г. объем наличных средств в кассах превышал 20 млрд. грн., что и позволило банковскому сектору выполнять нормативы.

Все это уже само по себе противоречит определению обязательных резервов как монетарного инструмента долгосрочного действия. Эффективность применения политики обязательного резервирования была недостаточной в силу неравномерности распределения ликвидности в банковской системе, признаками которой является одновременное присутствие ее структурных профицита и дефицита. В то же время смягчение условий резервирования (которое касалось всех банков) углубило такой дисбаланс, улучшая положение платежеспособных банков, что способствовало росту профицита ликвидности.

Для эффективного исправления обозначенных недостатков реализации монетарной политики необходимо глубокое понимание препятствий, мешающих нормальному функционированию механизмов монетарной трансмиссии, которые рассматриваются ниже.

#### **Систематизация проблем функционирования трансмиссионного механизма монетарной политики**

Операции монетарного регулирования влияют на уровень инфляции, экономический рост и занятость через трансмиссионный механизм монетарной полити-

ки, то есть через систему каналов, по которым действия центрального банка передаются в экономику. В Украине эту систему формируют 5 основных каналов: кредитный (credit channel), процентный (interest rate channel), валютный (exchange rate channel), канал цен на активы (assets' prices channel) и канал ожиданий (channel of expectations) (рис. 21).

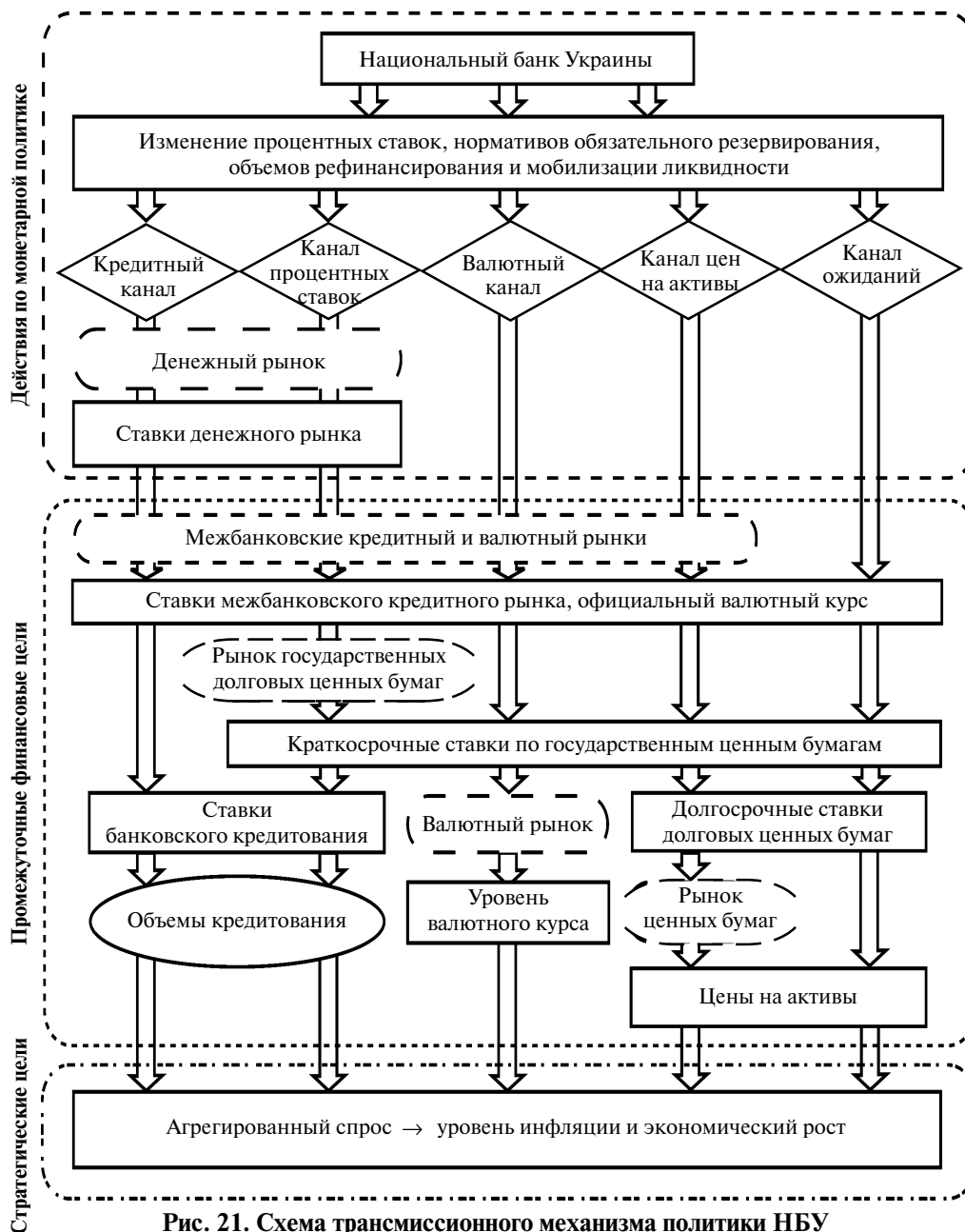


Рис. 21. Схема трансмиссионного механизма политики НБУ

Presentation Kireyev. – IMF, 2015 [Электронный ресурс] – Режим доступа : <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2015/wp1599.pdf>.

Трансмиссионный механизм в экономике Украины имеет существенные недостатки, которые в сочетании с определенными ошибками монетарного регулирования формируют значительные инфляционные всплески и одновременно препятствуют процессам кредитования реального сектора, а следовательно, экономическому росту. Главной общей проблемой этих каналов является неполноценное

---

функционирование определенных сегментов финансового рынка, в частности межбанковского валютного и кредитного, которые находятся в зоне прямой ответственности НБУ.

**Процентный канал** в условиях плавающего валютного курса должен быть главным каналом влияния монетарной политики на инфляцию и экономический рост. Первое звено процентного канала – это механизм воздействия инструментов монетарной политики на процентные ставки межбанковского рынка, далее – на всю структуру процентных ставок в экономике, в частности на ставки по кредитам и депозитам в банковской системе. Второе звено – влияние банковских ставок на решения домохозяйств и бизнеса в отношении сбережений, кредитования и инвестиций, а затем – на инфляцию и экономический рост.

*Основными проблемами функционирования процентного канала являются следующие.*

1. До 2015 г. наблюдался низкий уровень корреляции между процентными ставками НБУ и ставками межбанковского рынка, что отражало слабость функционирования процентного канала. С момента повышения учетной ставки до 30% и ставок овернайт по активным и пассивным операциям постоянного доступа сформировался коридор, в котором колебались ставки межбанковского рынка, что является положительным шагом в направлении управляемости. Однако вследствие неоптимальных границ коридора (в частности, завышенной ставки по депозитным сертификатам) на банковском рынке активов искусственно создан высококонкурентный инструмент – безрисковые и высокоприбыльные депозитные сертификаты НБУ. Это вызвало цепную реакцию негативных явлений – раскручивание спирали профицита ликвидности, рост расходов стерилизации и непродуктивную эмиссию по каналу процентных выплат, блокирование мотивации банков к вложению денежных средств в другие активы, в том числе в кредитование реального сектора. Это препятствует эффективной работе процентного канала и влиянию центрального банка на инфляцию и экономический рост.

Пути решения проблемы связаны с комплексными мерами по реформированию операционной системы монетарной политики и расширению коридора ставок операций постоянного доступа – повышение ставок по рефинансированию овернайт и снижение ставок по депозитным сертификатам овернайт. Риск того, что снижение ставок по депозитным сертификатам приведет к направлению профицита ликвидности на спекулятивные валютные операции и усилению девальвационного давления, должен быть минимизирован за счет развития монетарных операций на открытом рынке.

2. Действие процентного канала ослабляют значительные риски нестабильности банковской системы, валютного курса и инфляции. В силу доминирующего влияния девальвационных и инфляционных ожиданий, низкого уровня доверия к банковской системе процентные ставки имеют незначительную корреляцию с решениями субъектов рынка относительно размещения денежных средств на депозитах.

3. Существующая учетная ставка не является целевым ориентиром для межбанковских ставок, а служит только условным сигнальным индикатором, который допускает различные трактовки и высокий уровень неопределенности относительно величины ставок по другим операциям НБУ. То есть отсутствует ключевая процентная ставка (key policy rate), которая объявляется обществу и имеет определяющее влияние на все финансовые операции. Это создает препятствия для трансмиссии по процентному каналу и снижает роль процентной политики. Центральные банки, которые работают в условиях плавающего валютного курса, в качестве ключевой ставки монетарной политики выбирают либо целевое значение определенных ставок межбанковского рынка, либо ту ставку, по которой проводят определенные операции.

**Кредитный канал трансмиссии** должен обеспечивать влияние монетарной политики, в частности процентных ставок центрального банка, на объемы банковского кредитования и далее — на процессы инфляции и экономического роста. Кредитный канал служит дополнением к процентному каналу и должен рассматриваться в комплексе с ним.

*Основными проблемами функционирования кредитного канала являются следующие.*

1. Ослабление действия этого канала вследствие неэффективного равновесия на кредитном рынке — низкого платежеспособного спроса на кредиты и их низкого предложения со стороны банков. Поэтому проблемы кредитного канала должны рассматриваться системно со стороны как спроса на кредиты, так и их предложения.

2. Снижение платежеспособного спроса на кредитные ресурсы вследствие падения производства, низкой деловой активности, неблагоприятного бизнес-климата из-за коррупции и зарегулированности, обремененности потенциальных заемщиков проблемами погашения полученных ранее кредитов. Основные пути решения этих проблем лежат в плоскости как экономической политики Правительства в отношении структурных реформ, так и монетарного регулирования Национального банка Украины в плане обеспечения валютной, ценовой и банковской стабильности.

3. Ослабление кредитного канала из-за снижения предложения кредитных ресурсов со стороны банков, в том числе вследствие высоких ставок по депозитным сертификатам НБУ, то есть Национальный банк Украины в этом случае действует не как эффективный монетарный регулятор, а как “успешный” конкурент на рынке банковских ресурсов и активный участник создания спирали профицита ликвидности, который нарушает нормальное функционирование кредитного канала.

**Валютный канал монетарной трансмиссии** содержит два звена влияния монетарной политики: влияние инструментов монетарного регулирования на валютный курс и влияние изменений валютного курса на экономику, в том числе на инфляцию (exchange rate path-through).

*Основными проблемами функционирования валютного канала являются следующие.*

1. Валютный канал вследствие высокой степени открытости экономики Украины и ее импортозависимости характеризуется значительным уровнем нелинейности связей, склонности к рискам возникновения девальвационно-инфляционной спирали, мощности и скорости передачи валютных импульсов в экономику (path-through effect). Это требует особой взвешенности НБУ в принятии решений.

2. Первая особенность усиливается тем, что до 2014 г. традиционным было отношение власти к валютному курсу как к политической переменной, которая выполняет функцию “якоря” стабильности (ценовой, финансовой, социально-политической), и поэтому он жестко регулировался в фиксированных пределах. Изменение валютного курса без создания альтернативного “якоря” стабильности повлекло за собой взрывную цепную реакцию в финансовых, бюджетных, макроэкономических и социально-политических процессах. В условиях плавающего курса такая особенность валютного канала требует от НБУ безотлагательных действий по обеспечению альтернативного “якоря” стабильности за счет повышения качества управления ликвидностью банковской системы и развития положительной сигнальной роли монетарных операций.

3. Значительные валютные, административные и коррупционные ограничения блокируют приток валютных средств в страну, что препятствует стабилизации валютного рынка и его выходу “из тени”. По мере развития операционной системы монетарной политики согласно предложенным направлениям необходимо ослаблять валютные ограничения для улучшения бизнес-климата, повышения доверия к монетарному регулятору и национальной валюте.

---

**Канал ожиданий** синтезирует действие всех других каналов и определяет экономическое поведение субъектов рынка. Он содержит три взаимосвязанных звена: от действий монетарного регулятора – до ожиданий субъектов рынка, от ожиданий – до принятия решений и экономического поведения, от экономических решений субъектов – до результатов макроэкономического развития и инфляции.

*Основными проблемами функционирования канала ожиданий являются следующие.*

1. Ожидания формируют трансмиссионный канал высокой мощности и скорости воздействия. Он является рычагом двойственного влияния: в случае эффективного монетарного регулирования – положительно влияет на экономику, в случае ошибочных мер – провоцирует массовые действия населения, направленные на защиту своих денежных средств, и значительные макроэкономические когерентные эффекты, в частности, массовое снятие с депозитов, повышение активности на валютном и товарном рынках, что усиливает девальвационное и инфляционное давление.

2. Формирование ожиданий в обществе и их стабилизация являются одним из самых слабых мест текущего монетарного регулирования Национального банка Украины. Преодоление этой проблемы должно быть комплексным: с одной стороны, необходимо повышение эффективности регуляторных монетарных действий и их сигнальной функции, с другой – требуется совершенствование процесса информирования общества об этих регуляторных действиях. Определенные положительные шаги в этом направлении уже наблюдаются, однако они требуют большей системности и взвешенности.

Четкое определение проблем инструментария, операций и трансмиссионного механизма монетарного регулирования позволяет разработать систему стратегических мер по его оптимизации для снижения и стабилизации инфляции на устойчиво низком уровне с одновременным созданием монетарных предпосылок экономического роста.

#### **Система стратегических и тактических мер по оптимизации монетарного регулирования для снижения инфляции и созданию монетарных предпосылок экономического роста**

На **первом этапе** для оптимизации управления ликвидностью банковской системы и снижения инфляции следует перейти от доминирования операций постоянного доступа, которые вызывают обозначенные выше проблемы, к дискреционной монетарной политике на основе преимущественно операций на открытом рынке. Суть такого перехода состоит в том, чтобы при временном сохранении валютных ограничений достаточно быстро заменить аккомодативную (которая больше отвечает условиям фиксированного курса или дефляции) операционную систему монетарной политики дискреционной, отвечающей режиму плавающего курса, целям снижения инфляции и позволяющей создать альтернативный фиксированному курсу “якорь” стабильности в экономике. После этого следует постепенно либерализовать валютные ограничения для стимулирования притока валютных средств в страну и устойчивой стабилизации валютного рынка. Для перехода к дискреционной монетарной политике необходимо действовать в следующей последовательности (правильная и четкая последовательность является очень важной):

1) в качестве основных операций управления ликвидностью банковской системы развить использование операций репо и др. на открытом рынке по предоставлению и мобилизации ликвидности. В настоящее время функцию абсорбции ликвидности выполняют, в основном, операции постоянного доступа по депозитным сертификатам овернайт, проводимым по инициативе банков и не позволяющим Национальному банку Украины эффективно мобилизовать структурный профицит ликвидности и возобновить нормальное функционирование межбанковского рынка. Следовательно, необходимо кардинально сместить активность с монетарных опе-



раций постоянного доступа на монетарные операции на открытом рынке. Согласно успешному опыту многих стран, базовыми инструментами для операций на открытом рынке могут быть как государственные облигации, так и кратко- и среднесрочные (от 6 месяцев) депозитные сертификаты центрального банка. Это будет способствовать развитию дискреционной политики и оптимизации регулирования ликвидности банковской системы;

2) оптимизировать инструментальную структуру и объемы операций монетарной политики с учетом условий плавающего курса и необходимости снижения инфляции. Для этого следует четко структурировать операции монетарной политики в соответствии с качественно разными группами.

**Первая группа** — основные операции по предоставлению и мобилизации ликвидности, то есть операции на открытом рынке (open market operations), объем которых должен формировать большую часть всех операций Национального банка Украины по управлению ликвидностью банковской системы. Основные операции должны включать:

- базовые операции на открытом рынке (операции репо и др.), которые будут проводиться на регулярной основе (basic open market operations);
- операции дополнительного регулирования ликвидности в случае необходимости, то есть операции тонкой настройки (fine-tuning operations);
- структурные операции регулирования ликвидности (structural operations).

**Вторая группа** — операции постоянного доступа (standing facilities), которые выполняются по инициативе банков. К ним относятся операции рефинансирования овернайт (marginal lending facility) и операции овернайт с депозитными сертификатами НБУ (deposit facility). Процентные ставки по ним должны находиться за пределами конкурентной привлекательности для рынка: ставки рефинансирования овернайт должны быть выше, а ставки по депозитным сертификатам НБУ овернайт — значительно ниже рыночных. В данном случае эти операции будут иметь небольшой объем и использоваться преимущественно для определения коридора рыночных ставок и технических потребностей ежедневного выполнения банковских нормативов.

**Критериями эффективности операций первой группы** должны быть их конкурентная привлекательность для банков и формирование оптимального объема ликвидности в банковской системе, что будет способствовать снижению инфляции без нарушения мотивации к кредитованию реального сектора.

**Эффективность операций второй группы** определяется оптимальностью границ создаваемого ими коридора процентных ставок и минимизацией объемов этих операций. Ставки по операциям постоянного доступа должны носить характер штрафов за ошибки банковского менеджмента, не мешать активности на межбанковском рынке и проведению операций первой группы на открытом рынке.

Необходимо разработать динамичную модель оптимального уровня ликвидности банковской системы Украины на основе современного подхода моделирования динамики сложных сетей. Модель позволит в ежедневном режиме принимать эффективные решения по проведению операций на открытом рынке для оптимизации уровня ликвидности банковского сектора;

3) одновременно с развитием операций первой группы необходимо вывести операции постоянного доступа из разряда конкурентно привлекательных посредством расширения коридора процентных ставок: снизить ставки по депозитным сертификатам овернайт и повысить ставки по рефинансированию овернайт. Необходимые объемы ликвидности будут предоставляться или мобилизовываться через операции репо, а также другие операции на открытом рынке по ставкам в пределах оптимального коридора;

---

4) определить в качестве операционной (промежуточной) цели монетарной политики **ключевую процентную ставку (key policy rate)**, уровень которой будет целевым для ставок межбанковского рынка. Ключевая ставка, которая будет периодически объявляться обществу, будет играть роль промежуточного “якоря” для валютной и ценовой стабильности. Для формирования позитивных ожиданий участников рынка и снижения неопределенности следует разработать график объявления уровня ключевой ставки и проведения соответствующих пресс-конференций с детальными пояснениями. В настоящее время ставка спроса (bid) межбанковского кредитного рынка фактически тяготеет к значению процентной ставки по депозитным сертификатам овернайт, которая, с учетом ее высокого уровня и специфики операций постоянного доступа, блокирует мотивацию банков к кредитованию и создает спираль профицита ликвидности. Учетная ставка может получить статус ключевой, то есть целевой ставки для межбанковского рынка овернайт, в том случае, если будут предприняты меры по оптимизации структуры и объемов монетарных операций, описанных в предыдущих пунктах;

5) официально ввести специальное название для средневзвешенной ставки овернайт межбанковского рынка Украины, например: UONIA или UKRON и т. д. (аналогично названиям ставок межбанковского рынка EONIA, SONIA, LIBOR, STIBOR в других странах);

6) сопровождать развитие операций на открытом рынке взвешенной, профессиональной коммуникационной политикой для разъяснения смысла перехода к более развитой монетарной политике и дискреционному управлению ликвидностью. Это будет носить стабилизирующий характер и способствовать снижению девальвационных и инфляционных ожиданий. Мандат на официальные объявления должен иметь один или несколько официальных представителей НБУ. Неофициальные разъяснения для общества могут осуществлять квалифицированные специалисты – эксперты центрального банка в рамках определенного стратегического направления, согласованного Советом или Правлением Национального банка Украины. Дискуссии в обществе, которые неизбежно будут возникать, являются необходимым атрибутом демократического развития, так как они выполняют функцию обратной связи с обществом и не должны контролироваться центральным банком или другим органом власти. Влияние на эти дискуссии и ожидания участников рынка должно осуществляться путем повышения профессиональности выполнения регулятором своих функций и уровня доверия к нему в обществе;

7) после активизации работы межбанковского рынка и устранения его фрагментации разработать и принять меры по обязательному резервированию с позиции оптимизации параметров монетарной политики и созданию умеренного структурного дефицита ликвидности в банковской системе для обеспечения управляемости процентных ставок со стороны монетарного регулятора;

8) задействовать инструменты и операции монетарной политики для стимулирования кредитования реального сектора экономики, особенно его высокотехнологического сегмента, малого и среднего бизнеса. С этой целью разработать среднесрочные инструменты и схемы рефинансирования (funding for lending scheme) прозрачных и стабильных украинских банковских учреждений для увеличения их портфелей кредитов предприятиям реального сектора, в частности высокотехнологичным, а также малому и среднему бизнесу. Разработать четкие индикаторы эффективности и механизмы контроля за реализацией этих схем. Принципом такого структурного рефинансирования может быть зависимость его размеров и процентной ставки от объема и качества банковского портфеля кредитов для предприятий реального сектора (такой опыт используется в настоящее время Банком Англии);

9) внедрить инструменты и операции монетарной политики, которые будут переориентировать денежные средства, задействованные в раскручивании спирали профицита ликвидности, на кредитование реального сектора экономики. Для этого ввести монетарные инструменты среднесрочного действия от 1 года (в частности, среднесрочные депозитные сертификаты НБУ) для мобилизации этих денежных средств и дальнейшего их направления в реальный сектор с помощью механизма структурного рефинансирования;

10) ослабить валютные ограничения, в частности, для экспортеров и инициировать вместе с Правительством меры по стимулированию поступления в страну валютной выручки экспортеров путем автоматического возврата им НДС.

На **втором этапе**, при условии успешного выполнения мер первого этапа стратегии и преодоления stagflationного кризиса, необходимыми являются стабилизация инфляции на устойчиво низком уровне и поддержка стабильных темпов экономического роста. На этом этапе станет возможным полноценный переход к режиму гибкого инфляционного таргетирования.

#### Список использованной литературы

1. Унковська Т.Є. Як зупинити девальваційний торнадо // Дзеркало тижня. — 2014. — 12 грудня [Електронний ресурс]. — Режим доступа : <http://gazeta.zn.ua/macrolevel/kak-ostanovit-devalvacionnyu-tornado-.html>.

2. Буковинський С.А., Унковська Т.Є. До питання оптимізації стратегії монетарної політики Національного банку України // Економічна теорія. — 2014. — № 2. — С. 70–85.

3. Унковська Т.Є. Макроекономічне моделювання: сучасні виклики і перспективи розвитку // Економічна теорія. — 2013. — № 1. — С. 43–60.

4. Унковська Т.Є. Як врятувати національну валюту // Дзеркало тижня. — 2015. — 13 березня [Електронний ресурс]. — Режим доступа : <http://gazeta.zn.ua/macrolevel/kak-spasti-nacionalnuyu-valyutu-.html>.

#### References

1. Unkovs'ka T.E. *Yak zupynyty deval'vatsiynyi tornado* [How the devaluation tornado can be stopped]. *Dzerkalo Tyzhnya — Week's Mirror*, December 12, 2014, available at: <http://gazeta.zn.ua/macrolevel/kak-ostanovit-devalvacionnyu-tornado-.html> [in Ukrainian].

2. Bukovyns'kyi S.A., Unkovs'ka T.E. *Do pytannya optymizatsii strategii monetarnoi polityky Natsional'nogo banku Ukrainy* [To the question of the optimization of a strategy of the monetary policy of the National bank of Ukraine]. *Ekon. Teoriya — Econ. Theory*, 2014, No. 2 [in Ukrainian].

3. Unkovs'ka T.E. *Makroekonomichne modelyuvannya: suchasni vyklyky i perspektyvy rozvytku* [Macroeconomic modeling: modern challenges and perspectives of development]. *Ekon. Teoriya — Econ. Theory*, 2013, No. 1, pp. 43–60 [in Ukrainian].

4. Unkovs'ka T.E. *Yak vryatuvaty natsional'nu valyutu* [How can the national currency be saved?]. *Dzerkalo Tyzhnya — Week's Mirror*, March 13, 2015, available at: <http://gazeta.zn.ua/macrolevel/kak-spasti-nacionalnuyu-valyutu-.html> [in Ukrainian].

Статья поступила в редакцию 9 июня 2015 г.