

**Станислав Буковинский,
Татьяна Унковская**

К ВОПРОСУ ОПТИМИЗАЦИИ СТРАТЕГИИ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ НАЦИОНАЛЬНОГО БАНКА УКРАИНЫ

В настоящее время, когда Национальный банк Украины осуществил переход к режиму плавающего валютного курса, возникает много вопросов и дискуссий о целесообразности этого шага. В данной статье проблема выбора валютного режима рассматривается в контексте оптимизации стратегии монетарной политики НБУ с учётом сложившихся экономических условий и мирового опыта в решении проблем этого типа.

Ключевые слова: валютный режим, фиксированный валютный курс, плавающий валютный курс, трилемма невозможности Манделла, равновесие, стратегия монетарной политики.

JEL: E400; E420, F200.

Отсутствие своей стратегии обрекает
на состояние жертвы чужой тактики.

У. Черчилль

Национальный банк Украины является одним из ключевых регуляторов, который влияет не только на развитие банковской системы и экономики в целом, но и, через валютный курс и процентные ставки, на финансовое состояние бизнеса и населения. Поэтому чрезвычайно важными факторами роста доверия к Национальному банку являются оптимальное монетарное регулирование, а также его активная коммуникационная политика, целенаправленные усилия по объяснению своих тактических и стратегических действий участникам рынка, населению, международному сообществу. В условиях обострения экономических и внешнеполитических вызовов для Украины взвешенная позиция учёных и экспертов в сфере денежно-кредитной политики в дискуссиях по этим вопросам является не только их правом, но и в какой-то степени их гражданской обязанностью.

В данной статье представлена система научных аргументов оптимизации политики Национального банка Украины, в частности, выбора валютного режима и в целом стратегии монетарной политики.

Концепция стратегии монетарной политики

Национальный банк имеет серьёзные рычаги влияния на развитие банковской системы и денежного рынка, однако спектр его действий законодательно ограничен его фундаментальной функцией – обеспечением

*Буковинский Станислав Альбинович (ec-teor@ief.org.ua), канд. экон. наук, доц.
Унковская Татьяна Евгеньевна (unkovskaya@ukr.net), д-р экон. наук, ведущий
научный сотрудник отдела экономической теории ГУ "Институт экономики и про-
гнозирования НАН Украины".*

стабильности национальной денежной единицы и приоритетной целью – поддержанием ценовой стабильности. В той части, в которой это не противоречит главному приоритету, НБУ должен также содействовать финансовой стабильности и поддержанию устойчивых темпов экономического роста. Ясно, что инфляция, финансовая стабильность и экономический рост – это те итоговые эффекты, которые видны всем, однако они формируются в результате скрытых глубоких и сложных механизмов взаимодействия институциональной структуры экономики, макроэкономического регулирования, инвестиционных процессов, а также глобальных влияний и внешних шоков. То есть Национальный банк в условиях системной неопределённости и рисков, значительная часть которых находится за пределами его влияния, должен следовать такой *оптимальной стратегии монетарной политики*, которая обеспечивает ценовую стабильность как основу финансовой стабильности и экономического роста. Под стратегией монетарной политики понимается система фундаментальных принципов и правил, на базе которых центральный банк выстраивает свою монетарную и валютно-курсовую политику. Более точную трактовку этого термина даёт Европейский центральный банк (ЕЦБ): **стратегия монетарной политики** (Monetary Policy Strategy – MPS) – это система целей, инструментов, индикаторов и принципов принятия решений, которыми руководствуется центральный банк при проведении монетарной и валютно-курсовой политики. В настоящее время MPS для центральных банков различных стран – это гибкая система взаимосвязанных элементов, направленная на стратегическое регулирование, в том числе на минимизацию наиболее разрушительных рисков для данной страны. В частности, для стран Европейского Союза одним из серьёзных рисков сегодня является риск дефляции, то есть опасное отклонение вниз от целевого ориентира индекса цен. Стратегия монетарной политики Европейской системы центральных банков (ЕСЦБ) включает три основных составляющих¹:

- фундаментальную цель ЕЦБ как приоритет номер один – обеспечение ценовой стабильности в странах ЕС;
- количественное определение ценовой стабильности как поддержание в среднесрочном периоде целевого значения *годового гармонизированного индекса инфляции* (Harmonized Index of Consumer Prices – HICP) *вблизи уровня 2%*;
- превентивную оценку рисков нарушения ценовой и финансовой стабильности на основе двухопорного подхода (Two-Pillar Approach), с помощью которого формируется аналитическая картина финансовых и экономических процессов в краткосрочном и долгосрочном аспектах. *Первая опора (экономический анализ)* предполагает оценку рисков в краткосрочном и среднесрочном аспектах на базе анализа широкого спектра экономических и финансовых переменных, оказывающих влияние на ценовую стабильность. В этот спектр входят параметры активности в реальном секторе, тенденции в ценообразовании, формировании издержек, заработных плат; параметры фискального сектора, доходности правительственных облигаций; валютные курсы; индексы предпринимательской и потребительской уверенности; существенные индикаторы финансовых рынков. *Вторая опора (монетарный анализ)* включает оценку влияния монетарных агрегатов на предложение денег и ценовую стабильность в долгосрочной перспективе. Этот анализ включает тенденции монетарной и кредитной динамики, их влияния на инфляцию и экономический рост в ЕС. Анализ динамики денежных агрегатов используется и для оценки имплементации стратегии монетарной политики ЕЦБ.

После драматических уроков текущего глобального кризиса стратегия монетарного регулирования получила более широкую трактовку и

¹ См.: <http://www.ecb.europa.eu>.

значение её оптимизации существенно возросло. Очевидной стала опасность краткосрочных конъюнктурных политик вне рамок эффективной стратегии, учитывающей накопление фундаментальных дисбалансов и системных рисков. В этой связи в финансовом и монетарном регулировании экономик развитых стран происходят глубокие институциональные реформы. Они нацелены на повышение внимания к обеспечению финансовой стабильности и созданию регуляторов системных рисков: European Systemic Risks Board в ЕС с участием ЕЦБ, Financial Policy Committee в Великобритании с участием Банка Англии, Financial Stability Oversight Council в США с участием ФРС, комитеты и департаменты по управлению системными рисками в структуре центральных банков различных стран. Проводится реформирование Базельских стандартов (Basel III), направленное на преодоление процикличности регулирования и повышение требований к капиталу и ликвидности банковской системы. В зависимости от специфики внутренних дисбалансов и особенностей внешних шоков проводятся изменения стратегий монетарной политики центральных банков с целью их оптимизации. Интересен, в частности, опыт Банка Японии, который в апреле 2013 года ввёл новую стратегию монетарной политики – Стратегию количественного и качественного смягчения (Qualitative and Quantitative Easing – QQE) – для преодоления рисков углубления дефляции, имеющей в Японии 15-летнюю историю. Банк Японии совместно с правительством реализует программу реформ "Преодоление дефляции и достижение устойчивого экономического роста"², которая уже привела к значительному прогрессу – положительному значению индекса инфляции и увеличению темпов экономического роста.

В условиях растущей несбалансированности глобальных рынков, сложных внешнеполитических и экономических вызовов оптимизация стратегии монетарной политики Национального банка Украины – это тот необходимый ответ со стороны денежно-кредитного регулирования, который позволит смягчить внешние шоки и создаст основу для обеспечения стабильности национальной денежной единицы.

Предпосылки и направления оптимизации стратегии монетарной политики Национального банка Украины

Исходные предпосылки. В процессе реформирования стратегии монетарной политики важно понимание необходимости системного подхода и хорошей координации фискальной, монетарной, валютно-курсовой и структурной экономической политики, поскольку они являются различными инструментами целостного механизма макрорегулирования. Практика показывает, что поиск оптимального способа использования одного из этих инструментов без связи с другими является бессмысленным и безуспешным. Известно, что в условиях разных режимов валютного курса и монетарная, и фискальная политика работают по-разному и приводят к разным результатам. Кроме того, вполне рациональная монетарная политика в сочетании с несоответствующей ей фискальной политикой может привести к "неожиданным" негативным последствиям и росту вероятности кризиса. В исследованиях Нобелевского лауреата Роберта Манделла показано, что каждый инструмент макрорегулирования при разных валютных режимах проявляет разную специфику воздействия на рынки, при этом попытки использовать фискальную, монетарную и валютно-курсовую политики без учёта их взаимовлияния приводят к циклическим колебаниям, раскачивающим экономическую систему и подталкивающим её к кризису. С этой точки зрения при отсутствии системной координации непродуктивность дискуссий на тему: "Что таргетировать – инфляцию или экономический рост, валютный курс или другой номинальный якорь?" явля-

² http://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2013/k130122c.pdf.

ется следствием некорректной и слишком узкой постановки задачи. Более правильным было бы ставить задачу адекватного выбора стратегий фискальной, монетарной и внешнеторговой политик в целостной системе оптимального макрорегулирования для существующих стартовых условий и с учётом наиболее серьёзных системных рисков. Решение этой задачи базируется на понимании законов динамики и взаимосвязи состояний внутреннего и внешнего равновесия экономики. Внутреннее равновесие – это состояние сбалансированного экономического роста при поддержании ценовой стабильности. То есть это совмещение равновесия на товарном и денежном рынках внутри страны, что обеспечивает оптимальное сочетание темпов инфляции и экономического роста. Внешнее равновесие – это сбалансированное состояние платёжного баланса, то есть динамическое равновесие потоков валютных ресурсов, направленных в страну и из страны, являющееся основой стабильности валютного рынка и курса национальной валюты. Основная идея координации состоит в том, что **стратегическим ориентиром макрорегулирования должно быть одновременное поддержание динамических состояний внешнего и внутреннего равновесия**, направленное на достижение устойчивого роста благосостояния нации. Именно эта цель как результат реализации системы подцелей (оптимальной динамики темпов инфляции, экономического роста, занятости, платёжного баланса и т. д.) должна объединять в единую систему согласованное взаимодействие всех институтов и инструментов макрорегулирования.

Без стратегического системного подхода, учитывающего эти сложные взаимосвязи, принятие ключевых решений будет подвержено риску противоречивого воздействия краткосрочных финансовых и политических интересов разных влиятельных групп, требований МВФ, других организаций, разрозненных советов зарубежных экспертов. Страны, успешно прошедшие реформирование и показывающие высокие темпы экономического развития, достигли этого по-разному, но их объединяет одно – преобразования были системными, и, кроме того, они были разработаны изнутри теми, кто чувствовал нужды и потребности своих стран.

В работах многих учёных, в частности Нобелевских лауреатов Яна Тинбергена, Роберта Манделла, Маркуса Флеминга, Джозефа Стиглица, исследованы возможности и способы достижения внутреннего и внешнего равновесия экономик различного типа под действием различных инструментов макрорегулирования. Они показали, что возможности достижения экономикой внешнего и внутреннего равновесия решающим образом зависят от выбора режима валютного курса. При разных режимах влияние монетарной и бюджетно-налоговой политик на возможности достижения экономикой состояний внутреннего и внешнего равновесия существенно отличается. Рассмотрим более глубоко практическую проблему выбора режима валютного курса.

Решение проблемы выбора валютного режима. Важной частью стратегии монетарной политики Национального банка является выбор валютного режима и валютно-курсовой политики в целом. Поскольку валютно-курсовая политика является одним из наиболее мощных и быстродействующих рычагов макрорегулирования, её использование требует особой осторожности. С одной стороны, она может дать быстрые и масштабные результаты, с другой – быть источником чрезмерных рисков и обострения нестабильности. Ясно, что вопросы валютно-курсовой политики глубоко затрагивают экономические интересы и политические амбиции различных групп, влияют на реальный сектор, платёжный баланс, банковскую систему, бюджетную сферу, благосостояние населения, настроения инвесторов и динамику потоков капитала. Такой масштаб воздействия динамики валютного курса усиливает мотивацию различных сил влиять на валютно-курсовую политику в собственных интересах и повы-

шает ответственность НБУ за свои решения в связи с их эффективностью для экономики в целом. Отец "немецкого экономического чуда" Людвиг Эрхард писал: "Хотя в любой экономике и существуют групповые интересы, не они должны определять линию экономической политики. Столкновение групповых интересов не ведёт к плодотворному синтезу. Нельзя допустить распада народного хозяйства на составные части – групповые интересы. Нельзя идти путём разложения, отдаляться от того всеобъемлющего, подлинного порядка в хозяйственной жизни, который один лишь способен гарантировать гармонию в социальной жизни народа. Поэтому нашей важнейшей задачей должно быть предотвращение этой опасности" (2001).

В этом контексте режим фиксированного валютного курса в условиях недостаточно взвешенной бюджетной и долговой политики создаёт почву для злоупотреблений и перекладывания валютных рисков бизнес-структур и частных лиц на государство, то есть на плечи всех налогоплательщиков. Уровень валютного курса в данном случае становится политической переменной и предметом манипуляций, обслуживающих интересы наиболее влиятельных бизнес-групп. *В условиях интенсивной монетизации дефицита бюджета и политики поддержания курса на уровне, далёком от равновесия, режим фиксированного курса становится источником высоких рисков валютного кризиса вследствие неизбежности кризиса платёжного баланса.* Эти механизмы известны и достаточно глубоко исследованы многими учёными, в частности П.Кругманом и М.Обстфельдом (2003). Главной причиной валютного кризиса в таких обстоятельствах является фундаментальное несоответствие между целями монетарной политики, масштабами монетизации бюджетного дефицита и попытками обеспечить стабильный валютный курс. Возможности поддержания фиксированного курса в такой ситуации скоротечны и определяются только размерами валютных резервов центрального банка и доступом к внешнему финансированию.

Для оптимизации стратегии монетарной политики НБУ необходимо понимание глобальных тенденций и основных принципов выбора оптимального валютного режима для ситуации, сформировавшейся в Украине.

По классификации МВФ³, все валютные режимы можно разделить на десять видов, относящихся к трём агрегированным группам: режимы жёсткой фиксации курса, промежуточные режимы и режимы плавающего курса (табл. 1). За период с начала 2008 года до 2013-го процентное соотношение стран с различными валютными режимами не претерпело существенных изменений (рис. 1).

Доля стран с режимом фиксированного курса не превышает 13,2%. Подавляющее большинство (не менее 86,8%) составляют страны с различными видами плавающего и промежуточного режимов.

По данным МВФ⁴, в последние несколько лет наблюдались общие мировые тенденции к либерализации валютных операций и усилению регуляторной структуры финансового сектора. С конца 2012 года в целом началось улучшение глобальных финансовых и рыночных условий, однако процессы были неоднородными – на фоне медленного экономического восстановления в развитых странах замедлялся рост наиболее крупных экономик с формирующимися рынками.

С одной стороны, гибкая монетарная политика центральных банков развитых экономик помогла стимулировать рост, ограниченный фискальной консолидацией и ещё слабой финансовой системой. С другой – вследствие объявления ФРС США о выходе из программ количественного

³ Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions. – IMF, Washington, D.C., 2013.

⁴ IMF Country Report on Ukraine No 14/106. – IMF, Washington, D.C., 2014.

смягчения QE со второй половины 2013 года смена настроений инвесторов увеличила волатильность потоков капитала и привела к крупномасштабным изъятиям инвестиций из стран с формирующимися рынками.

Таблица 1

Классификация МВФ валютных режимов

№	Валютный режим	Оригинальное название
	Режимы жёсткого фиксированного курса	Hard pegs
1	Курсовой режим без отдельного платёжного средства	Exchange arrangement with no separate legal tender
2	Режим валютного правления, или валютный совет	Currency Board
	Промежуточные режимы	Intermediate, soft pegs
3	Прочие традиционные режимы фиксированного курса	Other conventional fixed peg arrangement
4	Режим стабилизированного курса	Stabilized arrangement
5	Фиксированный курс с возможностью корректировки (ползущая привязка)	Crawling peg
6	Прочие режимы с возможностью корректировки	Crawl-like arrangement
7	Фиксированный курс в рамках горизонтального коридора	Pegged exchange rate within horizontal bands
8	Прочие режимы управляемого курса	Other managed arrangement
	Режимы плавающего курса	Floating exchange rate arrangement
9	Управляемое плавание	Manageable floating
10	Режим свободно плавающего курса	Free floating

Источник: Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions. – IMF, Washington, D.C., 2013.

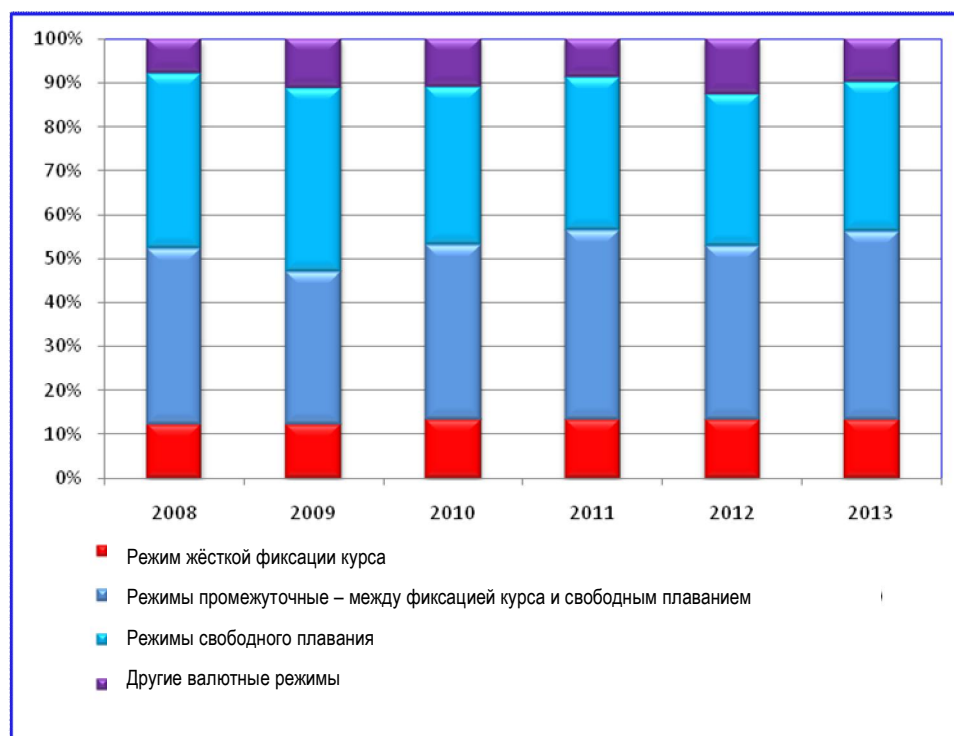


Рисунок 1. Динамика количества стран с различными валютными режимами, %

Построено на основе данных: Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions. – IMF, Washington, D.C., 2013.

В 2013 году среди стран-членов МВФ в сфере валютного регулирования наблюдались следующие основные тенденции.

1. Улучшение рыночных условий и медленное восстановление экономического роста стимулировали возврат к более гибким валютным режимам.

2. Валютные курсы оставались якорем монетарной политики для меньшей части стран; в основном, они выбирали множественные индикаторы для мониторинга. В целом наблюдалось пятилетнее устойчивое падение количества стран, использующих доллар как якорную валюту.

3. Главные развитые страны отчитались об отсутствии валютных интервенций. Это не касалось малых развитых экономик и экономик стран с формирующимися рынками, так как вследствие увеличения волатильности потоков капитала их валютные курсы оказались под давлением. Возросшая активность этих стран в сфере валютных интервенций привела к значительному снижению их валютных резервов.

4. Несмотря на слабость глобального восстановления, продолжался тренд к большей открытости текущего счёта платёжных балансов.

5. Ужесточалось регулирование в банковской системе, в том числе регулирование банковских валютных операций.

Общие глобальные кризисные тенденции затронули открытую экономику Украины через каналы внешней торговли и потоков капитала. Это отразилось, в частности, на обострении внутренних и внешних дисбалансов. По данным Национального банка, в 2013 году дефицит текущего счёта платёжного баланса достиг 9% ВВП. Вследствие попыток поддержания фиксированного валютного курса, несовпадающего с его равновесным значением, объём международных резервов сократился на 4,1 млрд долл. США – до 20,4 млрд долл. (в эквивалентном выражении), дефицит Государственного бюджета достиг 4,4% ВВП. Начало 2014 года характеризовалось не только ухудшением экономических параметров, но и обострением социально-политического кризиса в стране. Объёмы промышленного производства в первом квартале снизились на 5%, наибольшее падение зафиксировано в экспортных отраслях, темп прироста индекса потребительских цен в годовом измерении в марте 2014 года ускорился до 3,4% по сравнению с 0,5% в 2013-м. Экономическая и политическая нестабильность в стране повлекла за собой отток капитала. Дефицит финансового счёта платёжного баланса в январе–феврале составил 3,7 млрд долл., международные валютные резервы в первом квартале сократились на 5,3 млрд долл. – до 15,1 млрд долл. Цена режима фиксированного валютного курса стала для экономики слишком высокой. Возникла ситуация, когда риски поддержки этого режима значительно превосходили выгоды такой "валютной стабильности" для внешней торговли, макроэкономики, финансовых рынков, государственных финансов, банковской системы, предприятий и населения. С другой стороны, режим свободного плавления при отсутствии прочного якоря финансовой стабильности в экономике и оптимального валютного регулирования может приводить к чрезмерным колебаниям валютного курса. Поэтому Национальный банк Украины *оптимизирует стратегию монетарной политики на основе сочетания рационального выбора валютного режима, совершенствования тактики валютно-курсовой политики и адекватного регулирования валютных операций субъектов экономики*. Логика такого тройного выбора для малой открытой экономики, каковой является экономика Украины, основана на идеях известной модели Манделла-Флеминга (Mundell, 1963). Один из выводов модели получил обобщённое название **"трилемма невозможности"** (trilemma of impossibility). Суть трилеммы состоит в том, что в малой открытой экономике невозможно одновременное соблюдение трёх условий: поддержания режима фиксированного валютного курса, проведения независимой монетарной политики и обес-

печения мобильности капитала. То есть если необходимо привлекать капитал для обеспечения экономического роста и проводить независимую монетарную политику для контроля над инфляцией, то центральному банку неизбежно придётся отказаться от режима фиксированного курса как фундаментально несовместимого с первыми двумя целями.

В условиях режима фиксированного валютного курса монетарная политика теряет свою независимость и эффективность в достижении внутреннего равновесия. Трансмиссионный механизм в этом случае работает так, что процентные ставки центрального банка практически не влияют на достижение стабильности цен, стимулирование кредита, экономического роста. Главным каналом воздействия на объём денежной массы при фиксированном курсе является не процентная ставка, а валютный курс через механизм валютных интервенций. Рычагами воздействия на цены, экономический рост и занятость могут быть только инструменты бюджетной политики и государственных расходов. Однако если государственный долг и бюджетный дефицит уже достигли критических значений и инструменты бюджетной политики не могут быть задействованы, режим фиксированного курса является проигрышным выбором.

Рассмотрим этот тезис более глубоко на основе модели Манделла-Флеминга. *Внутреннее равновесие экономики*, или равновесие на рынке товаров и услуг характеризуется состоянием сбалансированности мирового спроса на национальные товары и услуги с их предложением в экономике, то есть равенством нулю избыточного спроса (X), стимулирующего инфляцию. По сути, это означает равенство избытка внутренних сбережений над внутренними инвестициями активному сальдо (профициту) торгового баланса:

$$X = (C + I + G + Ex - Im) - (C + G + S) = I - S + NX = 0,$$

где: X – избыточный спрос на товары и услуги, C – частное потребление, I – инвестиции, G – государственное потребление, $Ex - Im = NX$ – сальдо торгового баланса, S – сбережения.

Если избыточный спрос больше нуля, в экономике возникает инфляционный потенциал, если же он отрицательный, возникает дефляционный потенциал.

Внешнее равновесие, или равновесие на валютном рынке характеризуется равенством нулю превышения сальдо торгового баланса над чистым экспортом капитала, то есть

$$F = NX - EK = 0 \text{ – условие внешнего равновесия экономики,}$$

где F – сальдо платёжного баланса, а EK – чистый экспорт капитала.

Динамическая модель Манделла (1968), описывающая процесс адаптации экономики при использовании инструментов монетарной и бюджетно-налоговой политик, включает соотношения:

$$X(r(t), k(t)) = 0 \text{ – внутреннее равновесие,} \quad (1)$$

$$F(r(t), k(t)) = 0 \text{ – внешнее равновесие,} \quad (2)$$

где r – реальный валютный курс, k – внутренняя процентная ставка.

$$r(t) = e(t) \frac{p_h(t)}{p_f(t)},$$

где $e(t)$ – номинальный валютный курс (долл. за 1 грн), $p_h(t)$ – индекс внутренних цен, $p_f(t)$ – индекс зарубежных цен.

После дифференцирования (1) и (2), получим:

$$\left(\frac{dk}{dr} \right)_{X=0} = - \frac{\frac{dX}{dr}}{\frac{dX}{dk}} \text{ – наклон линии внутреннего равновесия,} \quad (3)$$

$$\left(\frac{dk}{dr}\right)_{F=0} = - \frac{\frac{dF}{dr}}{\frac{dF}{dk}} - \text{наклон линии внешнего равновесия,} \quad (4)$$

$$\frac{dX}{dr} < 0, \quad \frac{dX}{dk} < 0, \quad \frac{dF}{dr} < 0, \quad \frac{dF}{dk} > 0.$$

Это означает, что при прочих равных условиях рост (appreciation – укрепление) реального валютного курса ведёт к снижению сальдо торгового баланса, а более высокая процентная ставка будет стимулировать более высокий уровень чистого притока капитала. Следовательно, при заданной процентной ставке повышение индекса внутренних цен или рост номинального курса национальной валюты ухудшают платёжный баланс. И, наоборот, при заданном реальном курсе повышение процентной ставки улучшает платёжный баланс. В любой точке линии внешнего равновесия по определению платёжный баланс является равновесным, хотя его составляющие не одинаковы: движение вдоль линии внешнего равновесия вверх означает увеличение чистого притока капитала и сокращение сальдо торгового баланса.

На рис. 2 точки, лежащие ниже и справа от линии FF , соответствуют дефициту платёжного баланса: в этой области либо процентная ставка слишком мала, либо реальный курс завышен и не соответствует равновесию. Аналогично все точки выше и левее линии FF указывают на активное сальдо платёжного баланса (его профицит), что означает либо завышение процентной ставки, либо занижение реального валютного курса. Угол наклона линии внешнего равновесия определяется уровнем мобильности капитала и эластичностью торгового баланса по отношению к изменениям реального валютного курса.

Существует целый набор сочетаний процентной ставки и реального валютного курса, при которых платёжный баланс является равновесным. Однако экономика в целом не может находиться в равновесии, если при этом не сбалансирован внутренний рынок товаров и услуг. Как уже отмечалось, чтобы этот рынок находился в равновесии, сальдо торгового баланса должно быть равно превышению сбережений над инвестициями. Укрепление реального валютного курса сопровождается дефляционным давлением на экономику, что объясняется двумя факторами: уменьшением сальдо торгового баланса и ростом уровня сбережений. Изменение же процентной ставки влияет, прежде всего, на инвестиционные расходы: при высокой ставке уровень инвестиций ниже, поэтому рост ставки сопровождается дефляционным давлением. Точки, лежащие ниже и слева от линии внутреннего равновесия XX , соответствуют ситуации инфляционного потенциала экономики, а точки, лежащие выше и справа XX , – ситуации дефляционного потенциала.

Таким образом, координатная плоскость всех текущих состояний экономики может быть разделена на четыре квадранта – А (дефицит платёжного баланса (ПБ), инфляционный потенциал), В (профицит ПБ, инфляционный потенциал), С (профицит ПБ, дефляционный потенциал), D (дефицит ПБ, дефляционный потенциал). Линии внутреннего и внешнего равновесия, а также квадранты, соответствующие четырём возможным ситуациям в национальной экономике, по методологии Манделла, описываются диаграммой, представленной на рис. 2. Эта схема описывает внешнее и внутреннее равновесие экономической системы в статике и является полезным инструментом для анализа динамической реакции этой системы как при фиксированном, так и при плавающем валютном курсе. Манделл показал, что **в случае режима фиксированного валют-**

ного курса переход к состоянию полного (то есть внешнего и внутреннего) равновесия Q описывается уравнениями:

$$\frac{dr}{dt} = a_1 X(r, k), \quad (5)$$

$$\frac{dk}{dt} = -a_2 F(r, k), \quad (6)$$

где a_1, a_2 – скорости адаптации соответствующих рынков.

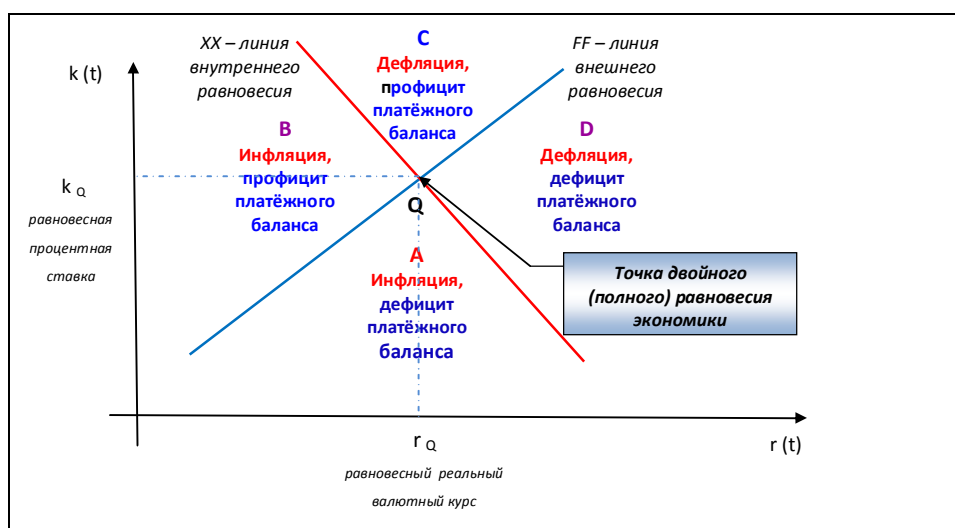


Рисунок 2 Линии внешнего и внутреннего равновесия экономики и четыре возможные зоны

Источник: Mundell R.A. The Monetary Dynamics of International Adjustments under Fixed and Flexible Exchange Rates. Chapter in International Economics. – New York: Macmillan, 1968. – P. 152–176 // <http://www.columbia.edu/~ram15/ie/ie-11.html#1>.

После разложения правых частей уравнений (5) и (6) в ряды Тейлора и линеаризации получим:

$$\begin{aligned} \frac{dr}{dt} &= a_1 \frac{dX}{dr} (r - r_0) + a_1 \frac{dX}{dk} (k - k_0), \\ \frac{dk}{dt} &= a_2 \frac{dF}{dr} (r - r_0) - a_2 \frac{dF}{dk} (k - k_0), \end{aligned}$$

где r_0, k_0 – соответственно равновесные значения реального валютного курса и процентной ставки.

Характеристическое уравнение для этой системы имеет следующий вид:

$$\begin{vmatrix} \lambda - a_1 \frac{dX}{dr} & -a_1 \frac{dX}{dk} \\ a_2 \frac{dF}{dr} & \lambda + a_2 \frac{dF}{dk} \end{vmatrix} = \lambda^2 - (a_1 \frac{dX}{dr} - a_2 \frac{dF}{dk}) \lambda - a_1 a_2 (\frac{dX}{dr} \frac{dF}{dk} - \frac{dX}{dk} \frac{dF}{dr}) = 0.$$

Возможности достижения экономикой состояния равновесия и способ перехода к нему – монотонный или циклический – зависят от типа характеристических корней этого уравнения, которые могут быть действительными или комплексными числами:

$$\lambda_1, \lambda_2 = \frac{a_1 X_r - a_2 F_k \pm \sqrt{(a_1 X_r + a_2 F_k)^2 - 4a_1 a_2 X_k F_r}}{2} \quad (7)$$

Динамика этого перехода представлена на рис. 3.

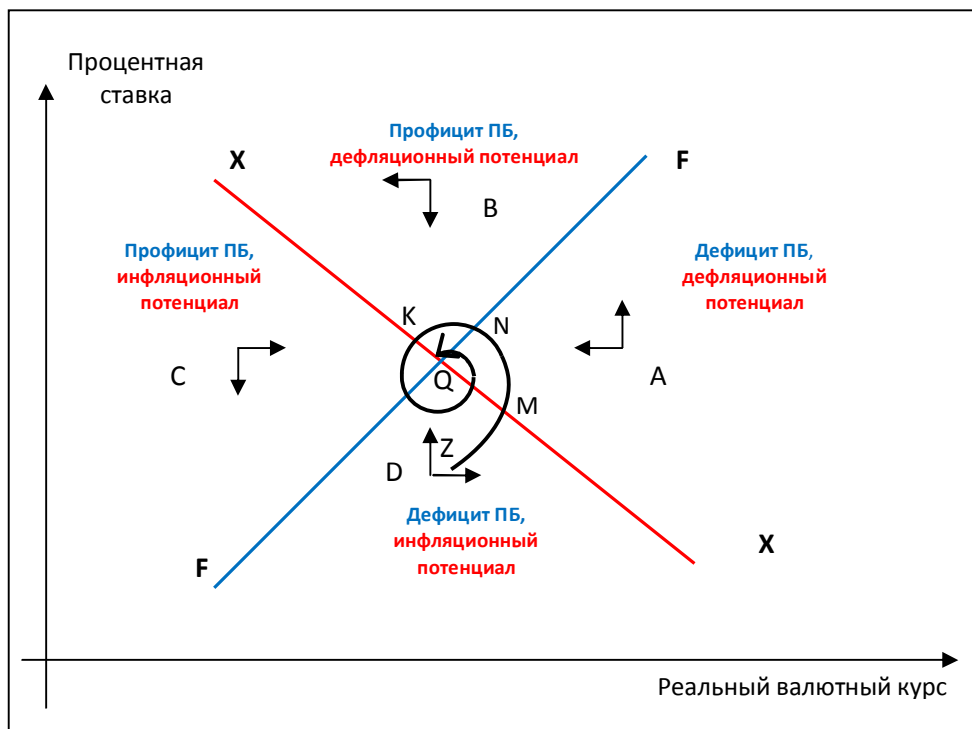


Рисунок 3. Динамическая реакция экономики в случае фиксированного валютного курса

Источник: Mundell R.A. The Monetary Dynamics of International Adjustments under Fixed and Flexible Exchange Rates. Chapter in International Economics. – New York: Macmillan, 1968. – P. 152–176 // <http://www.columbia.edu/~ram15/ie/ie-11.html#1>.

Траектория, отражающая решение этой системы уравнений, является циклической, при этом развитие затухающего цикла, сходящегося к точке равновесия, происходит по направлению против часовой стрелки. Стрелки, выходящие из точки, имеют следующий смысл: одна направлена в сторону равновесия, тогда как другая указывает направление циклического движения, которое должно привести к этому равновесию. Это можно пояснить частным примером: экономическая система, изначально находящаяся в точке Z квадранта D, должна двигаться сначала к достижению внутреннего равновесия за счёт использования налогово-бюджетной политики (в точку M), затем через повышение процентных ставок и улучшение финансового счёта платёжного баланса – к точке N, затем к точке K и далее по сходящемуся циклу к точке полного равновесия Q. Попытки макрорегуляторов направить экономическую систему по другой траектории (по часовой стрелке на схеме) приведут к тому, что её динамика будет иметь характер расходящегося цикла, всё дальше уводящего экономику от состояния равновесия. Такая динамика обозначала бы углубление дисбалансов и накопление системных рисков, которые в итоге приводят к кризисным процессам.

В случае плавающего валютного курса динамические свойства экономики описываются соотношениями:

$$\frac{dr}{dt} = b_1 F(r, k),$$

$$\frac{dk}{dt} = b_2 X(r, k)$$

Решение этой системы (через разложение в ряды Тейлора и линеаризацию):

$$\lambda_1, \lambda_2 = \frac{b_1 F_r + b_2 X_k \pm \sqrt{(b_1 F_r - b_2 X_k)^2 + 4b_1 b_2 F_k X_r}}{2} \quad (8)$$

Уравнение (8) даёт картину существования возможности и способов перехода экономики в состояние полного равновесия, а также зависимости этих способов от монетарной и фискальной политик в условиях *плавающего валютного курса* или промежуточного режима (допускающего управляемые колебания номинального курса). Достижение положения полного равновесия обеспечивается за счёт движения по циклической траектории, направленной по часовой стрелке (рис. 4).

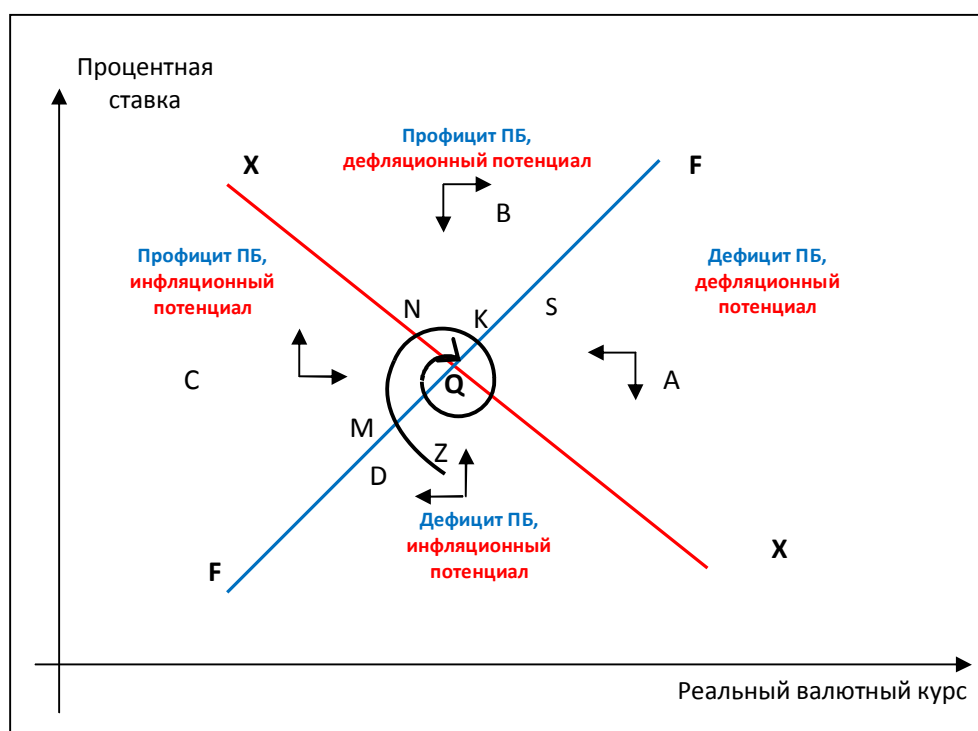


Рисунок 4. Динамическая реакция экономики в случае плавающего валютного курса или промежуточного режима управляемого плавления

Источник: Mundell R.A. The Monetary Dynamics of International Adjustments under Fixed and Flexible Exchange Rates. Chapter in International Economics. – New York: Macmillan, 1968. – P. 152–176 // <http://www.columbia.edu/~ram15/ie/ie-11.html#1>.

Итак, двигаясь из точки Z, экономическая система за счёт изменения уровня плавающего курса перейдёт в состояние внешнего равновесия – точку M, затем с помощью инструментов монетарной политики (изменения внутренней процентной ставки) в состояние внутреннего равновесия – точку N, далее через последующую адаптацию валютного курса – в новое состояние внешнего равновесия K и далее по траектории сходящегося цикла в состояние полного равновесия – точку Q. Ясно, что это

схематичное, упрощённое представление закономерностей реальной динамики, однако оно даёт понимание фундаментальных механизмов, лежащих в основе развития экономики, и правильного выбора ориентиров фискальной и монетарной политик в условиях режимов фиксированного и плавающего валютных курсов.

На начало 2014 года состояние экономики Украины характеризовалось накоплением дисбалансов, соответствующих квадранту D (на рис. 3 – дефицит платёжного баланса, инфляционный потенциал). Как упоминалось выше, дефицит текущего счёта платёжного баланса составлял 9% ВВП. В первом квартале обменный курс гривни к доллару на межбанковском рынке снизился на 34,9% – до 10,998 грн/долл., а по операциям продажи доллара населению на 37,6% – до 11,397 грн/долл. Напряжённая политико-экономическая ситуация спровоцировала отток депозитов с банковских счетов. Объём депозитов населения в национальной валюте в течение первого квартала 2014 года уменьшился на 32,3 млрд грн, в иностранной – на 3,1 млрд долл. Действия НБУ были направлены на поддержку ликвидности банковской системы, объём предоставленных кредитов рефинансирования за первый квартал составил 63,1 млрд грн. Денежная база за этот период выросла на 7,4% по сравнению с ростом денежной массы (на 3,8%).

В условиях режима фиксированного курса такие вынужденные меры приводили к углубляющимся дисбалансам и всё большему отклонению экономики от состояний внешнего и внутреннего равновесия. Искусственное поддержание номинального курса на неравновесном уровне (7,99 грн/долл.) в течение предыдущих периодов создавало иллюзию валютной стабильности, однако усиливало системные риски для экономики. Это можно увидеть, в частности, из динамики коэффициента покрытия монетарной базы международными резервами, который устойчиво снижался начиная с февраля 2011 года (рис. 5).

С учётом обострения дисбалансов и накопления системных рисков Национальным банком в феврале 2014 года было принято стратегическое решение об изменении валютного режима и переходе к плавающему курсу. Далее процесс реформирования монетарного режима должен приобрести характер системных преобразований, направленных на развитие рыночной инфраструктуры и формирование оптимальной стратегии монетарной политики – инфляционного таргетирования.

Инфляционное таргетирование – это стратегия монетарной политики, которая охватывает пять основных элементов:

1) публичное объявление среднесрочных количественных целей относительно уровня инфляции, в форме точечного таргета или целевого диапазона;

2) институционально закреплённое обязательство поддержания ценовой стабильности как приоритетной цели монетарной политики и ответственность за его выполнение;

3) независимость центрального банка (независимость монетарной политики, в частности, от валютного и монетарного таргетов; инструментальная и операционная независимость);

4) развитие центральным банком системы прогнозирования инфляции и механизмов координации действий с правительством в вопросах контроля инфляционных процессов; прогноз инфляции играет важнейшую роль и рассматривается как промежуточный таргет, то есть принятие операционных решений имеет упреждающий характер, ориентированный на прогноз инфляции;

5) прозрачность, подотчётность центрального банка и его активность в реализации коммуникационной стратегии.

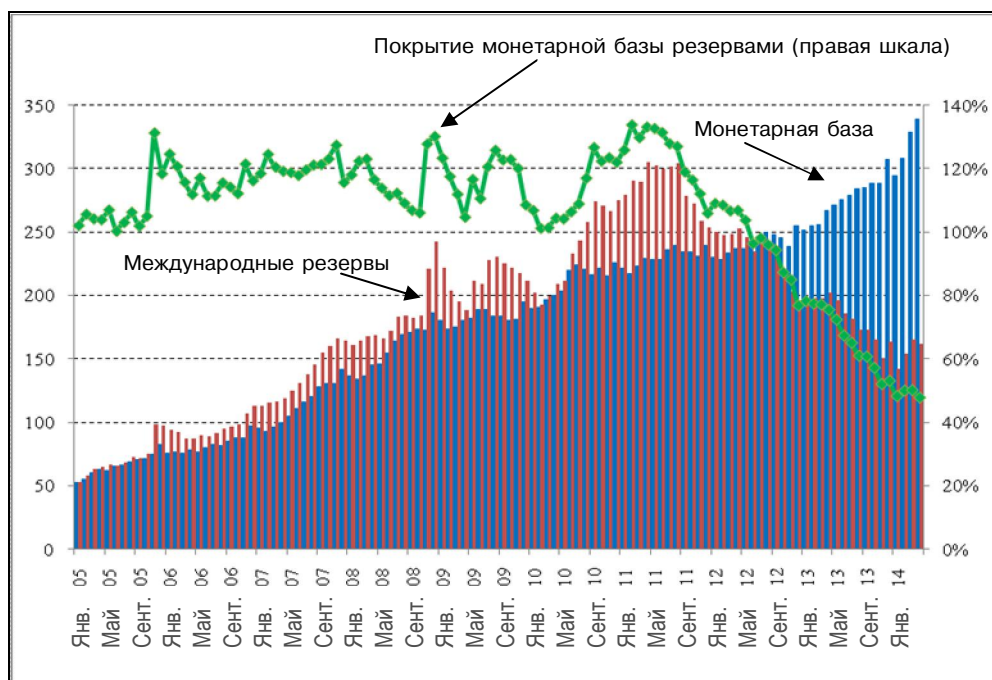


Рисунок 5. Динамика коэффициента покрытия монетарной базы международными резервами

Рассчитано авторами на основе данных НБУ.

Постепенный переход к инфляционному таргетированию создаёт ряд новых возможностей, позволяющих решать важнейшие экономические задачи, что даёт основания говорить об оптимизации этой стратегии монетарной политики. К таким задачам относятся следующие.

Достижение соответствия между стратегией монетарной политики НБУ и его законодательно определённой миссией, а также курсом европейской интеграции экономики. Переход к плавающему курсу в феврале 2014 года позволил решить тактические задачи сглаживания внешних дисбалансов за счёт снижения курса гривни, его приближения к равновесному уровню и сбалансирования платёжного баланса (1 млрд долл. в мае 2014-го). В отсутствие прежнего номинального якоря – фиксированного валютного курса – Национальный банк должен выработать новый якорь стабильности, то есть следовать такой *оптимальной стратегии монетарной политики*, которая обеспечит ценовую стабильность как основу финансовой стабильности и экономического роста. Наиболее распространённой стратегией монетарной политики в европейских странах является инфляционное таргетирование. Экономическое сближение Украины с Европейским Союзом и работа на перспективу членства в ЕС обуславливают необходимость постепенной интеграции в европейское монетарное пространство и перехода к инфляционному таргетированию.

Разблокирование канала процентных ставок трансмиссионного механизма монетарной политики. На протяжении практически всей истории Национального банка его монетарная политика де-факто была подчинена правилу поддержания фиксированного валютного курса. Валютный канал играл роль регулятора объёма денежной массы на вну-

тренем рынке, а изменение ставок рефинансирования фактически не влияло на инфляционные процессы, кредитование реальной экономики и экономический рост. Это означало отсутствие независимой монетарной политики, стимулов для развития инфраструктуры денежного рынка, а также блокирование мощных каналов процентных ставок трансмиссионного механизма. Кроме того, не использовались адаптационные механизмы изменений валютного курса для достижения равновесия валютного рынка, которые являются мощными встроенными стабилизаторами платёжного баланса и внешнего равновесия экономики. Валютный курс часто устанавливался искусственно на уровне, далёком от равновесия, что периодически приводило к валютным кризисам, обусловленным кризисами платёжного баланса. Переход к режиму инфляционного таргетирования и развитие инфраструктуры финансовых рынков позволят реанимировать канал процентной ставки трансмиссионного механизма монетарной политики и разблокировать влияние процентной ставки на инфляцию и экономический рост.

Институциональное урегулирование координации действий Национального банка и Правительства в сфере контроля инфляционных процессов (Гриценко та ін., 2008). Инфляционное таргетирование предполагает развитие в центральном банке системы прогнозирования инфляции и институциональное закрепление обязательного сотрудничества между Национальным банком и Правительством в вопросах прогнозирования инфляции и обеспечения ценовой стабильности. Поскольку инфляция формируется под влиянием не только спроса, но и предложения, а Национальный банк с помощью инструментов монетарной политики воздействует преимущественно на факторы со стороны спроса, то необходимо определённое соглашение с правительством о недопустимости его действий, нарушающих возможности поддержания ценовой стабильности. Стратегия инфляционного таргетирования по определению содержит разработку таких механизмов координации и их институциональное закрепление.

Повышение доверия к Национальному банку и создание фундаментальной основы ценовой и финансовой стабильности. Ключевыми факторами ценовой и финансовой стабильности являются ожидания участников рынка, определяющие коллективные рыночные эффекты их экономического поведения. Негативные ожидания могут приводить к банковской и валютной панике, запуску порочного круга роста инфляции и инфляционных ожиданий, выводу капитала и сворачивания экономической деятельности. В настоящее время эти эффекты могут блокировать усилия регуляторов, направленные на обеспечение экономического роста и ценовой стабильности. Поэтому чрезвычайно важной задачей является повышение доверия к Национальному банку и его политике за счёт создания якоря стабильности для ожиданий участников рынка. Стратегия инфляционного таргетирования позволяет выстроить системную структуру для эффективной работы над этими задачами и формирования прочной основы для доверия, ценовой и финансовой стабильности.

Литература

- Гриценко А.А., Кричевська Т.О., Петрик О.М. (2008) Інститут таргетування інфляції: зарубіжний досвід і перспективи запровадження в Україні: Наукова доповідь. К.: Інститут економіки та прогнозування.
 Эрхард Л. (2001) Благосостояние для всех. М.

- Krugman P.R., Obstfeld M.* (2003) *International Economics. Theory and Policy*. Sixth Edition. New York.
- Mundell R.A.* (1963) Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates // *Canadian Journal of Economic and Political Science*. 29 (4). P. 475–485.
- Mundell R.A.* The Monetary Dynamics of International Adjustments under Fixed and Flexible Exchange Rates. Chapter in *International Economics*. – New York: Macmillan, 1968. – P. 152–176 // <http://www.columbia.edu/~ram15/ie/ie-11.html#1>.

**ON THE ISSUE OF OPTIMIZATION OF THE MONETARY POLICY STRATEGY
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE**

Stanislav Bukovinskii, Tatiana Unkovskaia

Author affiliation:

Stanislav Bukovinskii, PhD in Economics Ukraine, Kyiv E-mail ec-teor@ief.org.ua.

Tatiana Unkovskaia, Doctor of Economics, Professor, Leading Researcher, Department of Economic Theory, State Organization "Institute for Economics and Forecasting, NAS of Ukraine" Ukraine, Kyiv. E-mail: unkovskaya@ukr.net.

Today, that the National Bank of Ukraine has made a transition to the regime of floating exchange rate, there appear a lot of questions and discussions on the advisability of that step. When market agents and society as a whole get used to unchanged exchange rate, which is supported by the central bank, then, in business, in the banking circles, and among general public, there appears a situation of the underestimation of exchange risks and shifting them on the state i.e. onto the shoulders of all tax payers. If the exchange rate is maintained at a level far from the equilibrium, then such a fixed rate suggests only illusory exchange stability leading to the accumulation of deep disproportions and crisis. The article considers the solution of that problem in a wider context of the optimization of the NBU's monetary policy taking into account the present economic conditions and the international experience in the solution of similar tasks.

Key words: monetary policy, exchange rate, stability, crisis processes.

JEL: E400; E420, F200.