



Рынок финансово-банковских услуг

Александр ДЗЮБЛЮК

**ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЙ МЕХАНИЗМ
РЕГУЛЯТОРНОГО ВЛИЯНИЯ
НАЦИОНАЛЬНОГО БАНКА УКРАИНЫ
НА ДИНАМИКУ ЭКОНОМИЧЕСКОГО
РАЗВИТИЯ**

Резюме

Рассмотрены особенности денежно-кредитного механизма влияния центрального банка на протекание экономических процессов. Проанализированы противоречия отдельных стратегических целей монетарного регулирования и определена необходимость выбора приоритетов среди них с учетом тех задач реформирования экономики, которые ставятся на разных этапах рыночной трансформации. Рассмотрена стратегия денежно-кредитного регулирования Национального банка Украины, определяющая направленность соответствующих мер по поддержанию стабильности национальной валюты и стимулированию экономического роста.

Ключевые слова

Денежно-кредитная политика, монетизация экономики, инфляция, стратегия денежно-кредитного регулирования, денежная масса, денежная база, обязательное резервирование, учетная ставка, рефинансирование,

© Александр Дзюблюк, 2007.

Дзюблюк Александр, докт. экон. наук, профессор, заведующий кафедрой банковского дела, Тернопольский национальный экономический университет, Украина.

дефицит государственного бюджета, национальная валюта, валютный рынок.

Классификация по JEL: E51.

Введение

В условиях развитых рыночных отношений денежно-кредитная политика является одним из важнейших рычагов влияния государства на протекание экономических процессов с целью обеспечения финансовой стабильности и стимулирования производственного роста. В то время, когда административные рычаги регулирования хозяйства сводятся к минимуму, именно денежно-кредитный регуляторный механизм приобретает решающее значение в обеспечении активного влияния государства на протекание всех экономических процессов.

Эффективность денежно-кредитного регулирования в решающей степени зависит от адекватности выбора той стратегии монетарной политики, которая в наибольшей степени соответствует существующим реалиям рыночной трансформации экономики Украины. Это определяется непосредственным влиянием осуществляемого в стране денежно-кредитного регулирования на все сферы хозяйственной жизни общества и формирования закономерностей экономического развития в переходный период.

Исходным моментом для обоснования оптимальной стратегии реализации монетарной политики в условиях трансформационных изменений является определение ее целей, что в конечном итоге сводится к проблемам оценки той роли, которую должен играть центральный банк в экономике. Такими стратегическими целями являются стабильный рост экономики, низкая инфляция и, соответственно, стабильность цен, низкий уровень безработицы и равновесие платежного баланса.

Если роль центрального банка ограничивается лишь обеспечением стабильности национальной денежной единицы, как это отмечается в действующем законодательстве Украины [2], то она далеко не в полной мере раскрывает его возможности, особенно как института, выполняющего важные социально-экономические функции. Речь идет прежде всего о решении задач борьбы с инфляцией и стимулировании экономического роста, а также высокой занятости, характеризующей воспроизводительную составляющую денежно-кредитной политики, проводимой центральным банком.

1. Стратегия денежно-кредитного регулирования

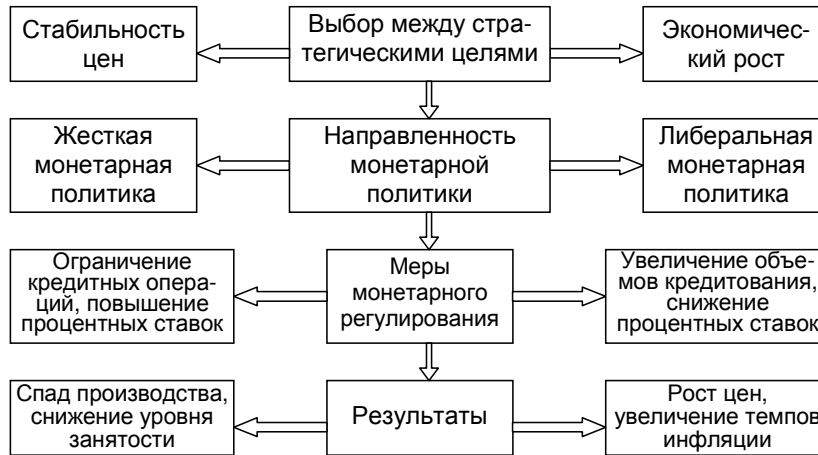
Формирование эффективной стратегии денежно-кредитного регулирования играет исключительно важную роль во всей совокупности осуществляемых превращений, поскольку монетарная политика, определяя особенности функционирования денежной сферы экономики, активно влияет, без преувеличения, на деятельность всех субъектов рынка во всех отраслях и секторах хозяйства.

Однако при этом важной теоретико-методологической проблемой, возникающей при определении стратегии денежно-кредитного регулирования, является решение вопроса о возможности или невозможности одновременного достижения конечных целей регуляторного процесса, причем именно относительно переходной экономики. Особенности ее развития существенно отличаются от функционирования развитой рыночной системы именно отсутствием надлежащих механизмов саморавновесия и регулирования.

Сущность указанной проблемы определяется наличием противоречий между стратегическими целями денежно-кредитного регулирования рыночной экономики, что, безусловно, проявляется, причем в больших масштабах, и в экономике переходного периода. Отмеченные противоречия обозначаются прежде всего на достижении таких целей как низкие темпы инфляции (стабильность цен), с одной стороны, и экономический рост и высокая занятость, с другой. Производственный рост, увеличение занятости и, соответственно, снижение безработицы сопровождаются ростом темпов инфляции, поскольку в экономике уменьшается объем неиспользуемых ресурсов, а повышение спроса на последние ведет к росту цен. В другом случае меры, направленные на сокращение государственных затрат и денежной массы с целью снижения уровня цен и стабилизации инфляции (при фиксированной в трудовых договорах заработной плате), снижают прибыль фирм, что побуждает их к сокращению объемов производства, а отсюда и занятости.

Противоречие отдельных конечных целей государственного регулятивного влияния на экономику вынуждает центральный банк маневрировать в реализации денежно-кредитной политики, учитывая состояние хозяйственной конъюнктуры и изменение фаз делового цикла с тем, чтобы собственными мерами не способствовать усилению тенденций ни в "перегреве" экономики, ни в ее спаде и, соответственно, не обострять проблемы чрезмерной инфляции и роста безработицы (рис. 1).

Рисунок 1.

Несовместимость стратегических целей денежно-кредитной политики

В условиях рыночных трансформационных изменений в экономике противоречия между стратегическими целями денежно-кредитного регулирования выражены в значительно большей степени, поскольку экономические агенты вынуждены действовать в особых условиях, связанных со слабостью или отсутствием базовых рыночных институтов. При таких обстоятельствах механизм реализации монетарной политики должен основываться на выборе разных его стратегических направлений в разные этапы переходного периода, которые дифференцируются между собой с учетом приоритетности той или другой цели рыночных превращений в целом.

2. Приоритеты денежно-кредитного влияния на экономику

Выбор приоритетов денежно-кредитного влияния на экономику должен быть непосредственно связанным с тремя основными направлениями превращений в процессе становления рыночного хозяйства: во-первых, *либерализацией*, обуславливающей постепенное сокращение государственного контроля во всех сферах хозяйственной деятельности; во-вторых, *формированием рыночных институтов*, предусматривающих изменение форм собственности и условий хозяйствования, создание рыночной инфраструктуры, преобразование правовой базы, регулирующей поведение

экономических агентов; в-третьих, *структурным реформированием экономики*, определяющей ликвидацию производств, продукция которых не пользуется спросом и приоритетное развитие производства потребительских товаров и предоставление услуг, а также новых сегментов рынка (капитала, труда, земли и т. д.).

Вполне очевидно, что реализация указанных задач не может быть осуществлена за сравнительно короткий срок. Рыночная трансформация проводится в более продолжительные сроки, а их периодизация в конечном итоге определяется теми элементами реформ, которые имеют доминирующий характер на данном этапе. С этой точки зрения весь переходный период можно разделить на два основных этапа, для каждого из которых должны устанавливаться и свои стратегические цели денежно-кредитного регулирования.

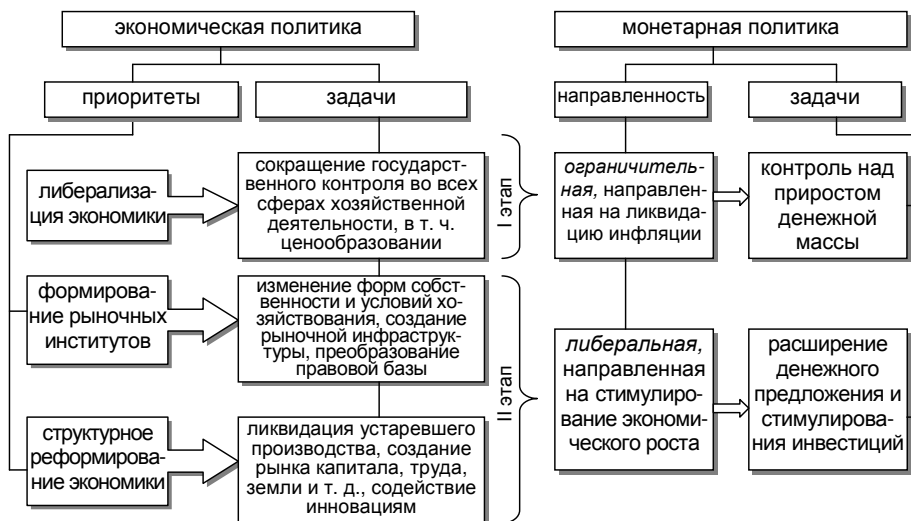
На первом этапе переходного периода главной задачей является либерализация экономики, выступающая исходным моментом для всех дальнейших превращений, поскольку рыночные условия хозяйственной деятельности невозможно создать без свободного движения цен, обращения товаров и услуг, свободы предпринимательства и открытости экономической системы. При этом либерализация цен переводит инфляционные процессы из скрытой формы в открытую, а в условиях, когда инфляция приобретает галопирующие и гипер-размеры, без стабильной денежной единицы экономика обречена на глубокий кризис, поскольку просто отсутствуют условия для нормальной работы рыночных институтов (предприятия, например, не вкладывают средства в развитие производства, поскольку не могут рассчитывать на получение прибыли в условиях быстрого роста цен). Понятно, что основной стратегической целью денежно-кредитного регулирования при таких обстоятельствах должно быть преодоление инфляции, то есть направление усилий на ценовую и финансовую стабилизацию.

После достижения финансовой стабилизации наступает второй этап переходного периода, стратегическими задачами которого является перевод экономики в фазу роста по мере реализации необходимых институциональных и структурных превращений. В отличие от циклических колебаний в развитых экономических системах, что обычно связано с динамикой совокупного спроса, в переходной экономике продолжительный и глубокий спад часто сопровождается снижением уровня выпуска продукции из-за значительной утраты ресурсов предприятиями (прежде всего через инфляционное обесценивание средств). А значит, наравне с соответствующей институциональной и структурной политикой, для денежно-кредитного регулирования приоритетность целей смещается в сторону стимулирования экономического роста. При этом одним из ключевых элементов регуляторного влияния, направленного на увеличение совокупного предложения, является обеспечение производства необходимыми капиталами – процесс, в котором либерализация кредитных отношений играет одну из ведущих ролей.

В соответствии с выбором указанных приоритетов в стратегических целях экономической политики на разных этапах переходного периода, выбираются и адекватные подходы к реализации денежно-кредитного регулирования. В соответствии с этим, на первом этапе монетарная политика должна носить ограничительный характер, чтобы усмирить инфляционные процессы, которые разворачиваются вследствие либерализации цен. На втором этапе, по мере реализации необходимых институциональных и структурных превращений, монетарная политика должна служить уже целям экономического роста и стимулировать инвестиционные процессы (рис. 2).

Рисунок 2.

Выбор приоритетов монетарной политики в процессе рыночного реформирования экономики



С таких позиций на первом этапе наиболее приемлемой кажется жесткая денежно-кредитная политика, поскольку ограничение инфляционных процессов является первым, исходным условием стабилизации экономики и преодоления производственного спада. Дело в том, что в период высокой инфляции расширение денежного предложения не может стимулировать приток капитала в производственную сферу и увеличение выпуска продук-

ции, а наиболее прибыльным направлением вложения средств становится перераспределительная деятельность. Естественно, что при таких обстоятельствах реализация ограничительной денежно-кредитной политики, направленной на ликвидацию инфляционного потенциала, требует установления достаточно жесткого контроля над приростом денежной массы.

В таком контексте речь может идти о применении рестрикционного подхода к организации денежно-кредитного регулирования, при котором ключевой тактической целью следует считать стабилизацию денежной массы, а снижение темпов инфляции, в свою очередь, должно создать условия для роста инвестиций, обновления и оживления производства и более эффективного решения социальных проблем. С этой целью центральному банку необходимо установить целевые ориентиры прироста денежной массы по агрегатам, и через механизм собственных инструментов влияния на денежную базу, наблюдать за их соблюдением. С этой точки зрения вряд ли можно считать соответствующую политику в нашей стране монетаристской – в классическом понимании – как таргетирование денежных агрегатов и соблюдение монетарного правила, хотя вообще ее можно назвать антиинфляционной (особенно после 1995–1996 гг.).

В целом же элементы жесткой денежно-кредитной политики – прекращение прямого кредитования центральным банком дефицита государственного бюджета, установление процентных ставок по кредитам коммерческих банков выше уровня инфляции, увеличение нормативов обязательных резервов, ограничение рефинансирования коммерческих банков – ведут к ограничению прироста или же сокращению денежной базы и, соответственно, сказываются на состоянии денежной массы и темпах инфляции.

В то же время, если, по утверждению классического монетаризма, основной конечной целью денежно-кредитной политики является стабильность уровня цен, а достижение устойчивого роста производства и полной занятости происходит вследствие этого автоматически – через тенденцию рыночной системы к самоуравновешиванию, то для переходной экономики такой постулат не может быть принятым в связи с недостаточным развитием саморегулирующих механизмов. К тому же монетаристское утверждение о том, что инфляция всегда и везде является результатом повышения темпов роста денежной массы по сравнению с темпами роста реального производства, нельзя считать справедливым в отношении начальных стадий реформирования экономики в период либерализации, в процессе которой не устранены еще структурные диспропорции в хозяйстве, а цены не стали инструментом установления равновесия. При подобных обстоятельствах меры, направленные на ограничение денежной массы в обращении, могут дать лишь временный положительный эффект при сохранении инфляционного потенциала.

А отсюда жесткая стабилизационная политика, связанная с ограничением платежеспособного спроса, не может оставаться неизменной в те-

чение продолжительного периода времени, поскольку наравне с положительными моментами (снижение темпов инфляции) она может иметь и определенные отрицательные последствия, заключающиеся прежде всего в значительном производственном спаде и росте безработицы (в том числе скрытой). Общий спад при этом перерастает в структурный кризис, для которого характерным является уже то, что различия в глубине спада и динамике производства в разных отраслях определяются ограничениями в спросе.

Таким образом, ценовая стабилизация является необходимым условием прекращения спада материального производства и возобновления экономического роста, поскольку свободные денежные средства становятся выгодным вкладывать в реальный сектор. Однако условий этих далеко не достаточно. В данном случае речь идет вот о чем. Хотя успешная финансовая стабилизация наравне с началом формирования рыночных институтов и структурной перестройки хозяйства позволяет перейти к собственно второму этапу переходного периода – этапу экономического роста, необходима также и переориентация денежно-кредитного регулирования на соответствующие стратегические задачи – рост производства и снижение уровня безработицы.

В таком понимании может речь идти прежде всего об изменении основной тактической цели денежно-кредитного регулирования – от жесткой политики поддержания на определенном уровне денежной массы до гибкой политики регулирования ставки процента. Умеренная экспансия в проведении денежно-кредитной политики путем либерализации условий кредитования центральным банком коммерческих банков расширяет денежное предложение на рынке, снижая тем самым цену на кредитные ресурсы – процентные ставки, которые из-за снижения стоимости капитала стимулируют инвестиционные процессы, а значит, ведет и к росту совокупного ВВП. В то же время экспансионистская политика должна носить достаточно умеренный характер, чтобы не спровоцировать обновления инфляционных процессов. В конечном итоге целью такой политики должна быть поставлена либерализация кредитных отношений настолько, чтобы облегчить предприятиям реального сектора доступ к необходимым денежным ресурсам.

Таким образом, особенности организации денежно-кредитного регулирования в переходной период должны соответствовать этапам этого периода и основываться на использовании элементов двух разных подходов к выбору стратегических целей монетарной политики: преодоление инфляции и стимулирование роста производства.

3. Практические аспекты денежно-кредитного регулирования в Украине

Формирование стратегии денежно-кредитного регулирования в качестве полноценного инструмента государственной экономической политики является отражением сложного процесса трансформации всего хозяйства нашей страны на рыночных принципах, что, помимо прочих задач, предусматривает переход от исключительно прямого, административного к преимущественно опосредствованному влиянию на течение общественного воспроизводства. Продолжительность, сложность и противоречивость этого процесса обусловлены отсутствием четкой стратегии и последовательности осуществления практических мер по реформированию экономики, непосредственно сказались и на проведении монетарной политики.

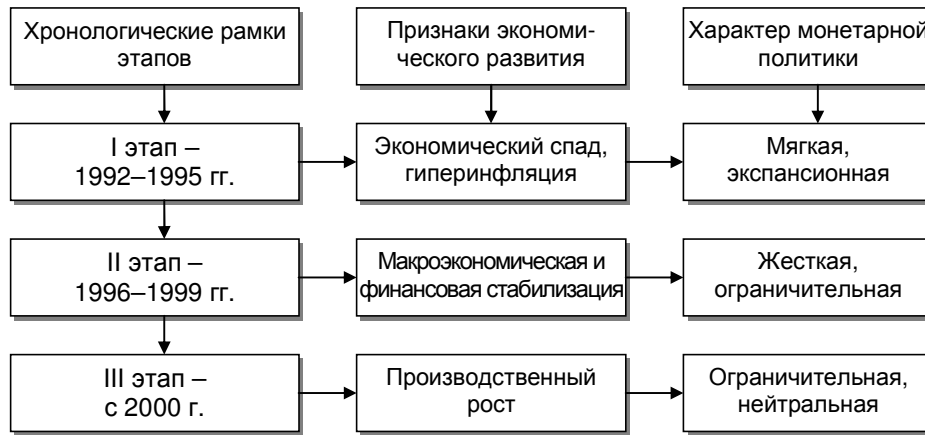
Понятно, что основой конкретного пополнения денежно-кредитного регулирования является выбор определенных его стратегических целей. Соответственно к этому особенности и порядок применения этих или других инструментов регулирования в значительной степени зависят от текущего этапа переходного периода, на котором конкретные цели определены в качестве приоритетных. Как уже было отмечено, оптимальным в этом отношении видится вариант, согласно которому начальный этап реализации монетарной политики, охватывающей собственно формирование основных инструментов денежно-кредитного регулирования, должен иметь обеспечение ценовой стабильности в качестве стратегической цели, достижение которой позволило бы осуществить переход ко второму этапу, содержание регуляторных мер в котором определяется уже задачей стимулирования экономического роста.

На практике в Украине процесс реализации Национальным банком денежно-кредитного регулирования с момента начала рыночных преобразований экономики приобрел прямо противоположную направленность. Здесь необходимо отметить, что стратегическая направленность денежно-кредитного регулирования не является раз и навсегда определенным в законодательно-нормативных актах [1; 2], а формируется в виде Основных принципов денежно-кредитной политики, которые принимаются на каждый следующий год, однако часто не выполняется, как запланировано [3].

Ретроспективно изучая опыт проведения в Украине денежно-кредитной политики, можно условно разделить пройденный путь на три основных этапа (рис. 3), которые различаются между собой по степени жесткости и целевому направлению монетарного регулирования.

Рисунок 3.

Этапы реализации денежно-кредитной политики



Так, на **первом этапе (1992–1995 гг.)** был взят курс на стимулирование развития отечественного производства и поддержание социальной сферы на уровне, установленном еще при условии административно-командной экономики. Иначе говоря, в качестве стратегической цели денежно-кредитной политики сразу было взято стимулирование экономического роста без предварительной финансовой стабилизации и укрощения инфляции. Арсенал практических мер Национального банка Украины, который использовался для достижения отмеченной цели, по своему содержанию был еще далеким от рыночного, поскольку включал прямое кредитование бюджетных затрат, централизованное распределение кредитных ресурсов, предоставление льготных кредитов приоритетным отраслям и отдельным государственным предприятиям. Применялась практика финансирования Национальным банком дефицита бюджета, которая по своей сути была прямым кредитованием правительства. Результатом такой политики стал экономический спад, снижение уровня инвестиций и объемов товарооборота (табл. 1).

При таких условиях реализация в Украине на первом этапе переходного периода в течение 1992–1995 гг. либеральной денежно-кредитной политики способствовало вливанию эмиссионных средств в экономику, которые, не имея адекватного товарного обеспечения, разрушали ценовые пропорции и вели к гиперинфляции.

Таблица 1

**Экономическое развитие Украины в 1992–1995 гг.
(I этап реализации монетарной политики)**

| Показатели | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 |
|---|-------|-------|--------|--------|
| Реальный ВВП, % к предыдущему году | 90,1 | 85,8 | 77,1 | 87,8 |
| Инвестиции в основной капитал, % к предыдущему году | 63,1 | 89,6 | 77,5 | 71,5 |
| Розничный товарооборот, % к предыдущему году | 82,0 | 65,0 | 86,4 | 86,1 |
| Индекс потребительских цен, % | 2100 | 10256 | 501 | 282 |
| Индекс цен производителей промышленной продукции, % | 4235 | 9768 | 874 | 277 |
| Дефицит сводного бюджета, % ВВП | -13,8 | -5,1 | -8,9 | -6,6 |
| Учетная ставка НБУ, % | 80,0 | 240,0 | 252,0 | 110,0 |
| Процентные ставки банков по кредитам в национальной валюте, % | 76,0 | 221,1 | 201,7 | 107,4 |
| Денежная масса (МЗ), млрд крб. | 2522 | 48146 | 321569 | 692996 |
| Темпы роста денежной массы к предыдущему периоду | 11 р. | 19 р. | 7 р. | 213% |
| Уровень монетизации, % | 27,4 | 17,1 | 15,4 | 9,3 |
| Среднегодовой курс к доллару, крб./дол. | 208 | 4539 | 31700 | 147307 |
| Девальвация карбованца относительно доллара США, % | - | -1870 | -726 | -72 |

Источник: Бюллетень НБУ.

В результате «бегства от денег», которые быстро утрачивали свою стоимость, значительные финансовые потоки направлялись на валютный рынок, что вело к резкому росту обменного курса иностранной валюты и обесцениванию национальной. При этом либерализация цен не привела к созданию надежной базы для структурной перестройки экономики, поскольку доходы работников в разных отраслях экономики превышали рост производительности труда. Имевшаяся в этот период спираль «зарплата – цены» стала мощным генератором инфляционных процессов. Ведь главной причиной инфляции всегда является превышение общей суммы всех денежных доходов населения над созданной в процессе производства общей суммой стоимости товарной массы и платных услуг.

Экспансионистский характер денежно-кредитного регулирования приобрел конкретное выражение в росте кредитных влияний центрального банка в экономику через бюджет и государственный сектор (хотя собственно «кредитными» их назвать трудно, учитывая фактическую необратимость потока ресурсов и низкую эффективность их использования). Так, за 1992 г. объемы кредитов, предоставленных Национальным банком правительству, увеличились в 34 раза, за 1993 г. – в 7 раз, а за 1994 г. – в 11 раз. Значительные кредиты были предоставлены также угледобывающей отрасли, агропромышленному комплексу и на пополнение оборотных средств предприятий.

Вообще, конечные результаты указанной политики оказались противоположными ожидаемым. Значительный рост объемов денежной массы (за 1992 г. – в 11 раз, за 1993 г. – в 19 раз, за 1994 г. – в 7 раз) стимулировал резкий рост цен, индекс которых в соответствующие периоды составлял 2100%, 10256% и 501%. В конечном итоге кредитная поддержка убыточных предприятий наравне с чрезмерным государственным потреблением объективно обнаружили тормозящее влияние на возможности структурной перестройки экономики и развития производства. В то же время, несмотря на большой рост денежной массы в обращении в 1993 г. (1928%), в следующем году был зафиксирован крупнейший за всю новейшую историю Украины производственный спад – почти 23% [5].

Из-за инфляции катастрофически сокращались реальные доходы населения, что привело к почти полному обесцениванию старых и сделало невозможным аккумуляцию новых сбережений населения, в том числе депозитов физических лиц у банках. Высокие темпы инфляции обусловили быстрый рост номинального ВВП, однако это был лишь рост цен при значительном сокращении реальных объемов произведенной продукции. В то же время инфляция почти разрушила доверие к национальной денежной единице и привела к сокращению спроса на деньги, что обусловило снижение уровня монетизации экономики за этот период почти в три раза – с 27% до 9%.

При таких условиях предприятия были вынуждены денежные единицы замещать «квазиденьгами», что вызвало масштабное применение бартерных схем расчетов между предприятиями, взаимозачетов с бюджетом, рост неплатежей и задолженности. Усиление недоверия к национальной денежной единице стало причиной выполнения ее функций меры стоимости и средства сбережения иностранной валютой, ростом долларизации экономики. Субъекты хозяйствования предпочитали более стабильную иностранную валюту, из-за чего огромные эмиссии украинских карбованцев сразу выливались на валютный рынок. Это обесценивало национальную валюту и при возрастающем импорте вело к еще большему росту цен.

Главными уроками первого этапа реализации монетарной политики стали необходимость предоставления Национальному банку Украины не-

зависимости в вопросах разработки и ее реализации монетарной политики с целью укрощения гиперинфляционных процессов, разрушительные макроэкономические последствия высокого дефицита бюджета и его эмиссионного финансирования центробанком.

Наращивание темпов гиперинфляции к уровню свыше 50% в месяц стало одним из последствий ошибочного выбора приоритетов среди стратегических целей денежно-кредитного регулирования из-за непонимания невозможности достижения экономического роста без обеспечения стабильности национальной валюты.

Осознав эту истину и выбрав в качестве приоритетной цель по достижению ценовой стабилизации, ведет свой отсчет уже, по сути, второй этап реализации денежно-кредитной политики.

На **втором этапе (1996–1999 гг.)** в качестве стратегической цели денежно-кредитного регулирования Национальным банком Украины был взят курс на преодоление гиперинфляции (табл. 2). Для этого были предприняты определенные меры по удержанию темпов роста денежной массы, повышению процентных ставок, установление «потолков» по кредитам, введение кредитных аукционов.

В этот период антиинфляционная направленность денежно-кредитного регулирования Национального банка приобрела последовательный характер и основывалась на таких принципах, как:

- внедрение практики обязательного резервирования для валютных депозитов, являющихся условием снижения излишняя ликвидности коммерческих банков;
- установление порядка, согласно которому коммерческие банки обязаны корректировать собственные процентные ставки согласно изменениям учетной ставки НБУ, которая, в свою очередь, корректируется с темпами роста цен, что позволило вывести процентные ставки банковской системы на положительный уровень, стимулируя сбережения;
- использование государственных ценных бумаг как инструмента финансирования дефицита бюджета путем мобилизации временно свободных средств субъектов рынка;
- введение ломбардного кредитования коммерческих банков под залог облигаций внутреннего государственного займа;
- либерализация и децентрализация валютного рынка, которая предусматривала отмену обязательной продажи 10% валютных поступлений субъектов хозяйствования, возобновления торгов на УМВБ и на межбанковском валютном рынке, установление обменного курса под влиянием спроса и предложения, проведение

валютных интервенций для поддержки стабильного курса карбованца;

- оптимизация структуры кредитов, предоставленных Национальным банком Украины, путем снижения доли прямых кредитов правительства на покрытие дефицита государственного бюджета (с 77,2% в 1995 г. до 13,9% в 1996 г.) и, соответственно, увеличения рефинансирования коммерческих банков (с 8,5% в 1995 г. до 21,9% в 1996 г.).

Реализация указанных ограничительных мер позволила существенно снизить темпы роста денежной массы в обращении – если в 1994 г. денежная масса возросла в 7 раз, то в 1995 г. – уже в 2,1 раза, а в 1996 г. – лишь в 1,3 раза. В результате были достигнуты существенные положительные сдвиги и в динамике инфляции, темпы которой приобрели стойкую тенденцию к снижению как в течение 1995 г., так и в 1996 г. [5].

Таблица 2.

**Экономическое развитие Украины в 1996–1999 гг.
(II этап реализации монетарной политики)**

| Показатели | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 |
|---|--------|--------|--------|--------|
| Реальный ВВП, % к предыдущему году | 90,0 | 97,0 | 98,1 | 99,8 |
| Инвестиции в основной капитал, % к предыдущему году | 78,0 | 91,2 | 106,1 | 100,4 |
| Розничный товарооборот, % к предыдущему году | 94,9 | 100,2 | 93,4 | 92,9 |
| Индекс потребительских цен, % | 140 | 110 | 120 | 119 |
| Индекс цен производителей промышленной продукции, % | 117 | 105 | 135 | 116 |
| Дефицит сводного бюджета, % ВВП | -4,9 | -6,6 | -2,2 | -1,5 |
| Учетная ставка НБУ, % | 40,0 | 35,0 | 60,0 | 45,0 |
| Процентные ставки банков по кредитам в национальной валюте, % | 77,0 | 49,1 | 54,5 | 53,4 |
| Денежная масса (МЗ), млн грн. | 9364 | 12541 | 15705 | 22070 |
| Уровень монетизации, % | 11,5 | 13,4 | 15,3 | 16,9 |
| Среднегодовой курс гривны к доллару, грн./дол. | 1,8295 | 1,8617 | 2,4495 | 4,1304 |
| Девальвация гривны относительно доллара США, % | -5 | -1 | -80 | -52 |

Источник: Бюллетень НБУ.

В 1996 г. темы инфляции снизились в 4,5 раза по сравнению с предыдущим годом – с 181,6% до 39,7%. Стабилизация макроэкономической ситуации в Украине в 1996 г. позволила создать реальные предпосылки для проведения денежной реформы, которая была осуществлена путем изменения масштаба цен и введения национальной валюты – гривны – вместо временной денежной единицы – украинского карбованца.

Национальный банк в это время усилил требования к участникам финансового рынка, прекратил непосредственное эмиссионное кредитование правительства и экономики. Более жесткая монетарная политика, которая выражалась в уменьшении темпов роста денежной базы и массы, стала причиной снижения темпов инфляции. Дефицит денег способствовал повышению процентных ставок как цены на деньги, чтобы уравновесить спрос с предложением.

Среди положительных сдвигов этого этапа следует также отметить то, что финансирование дефицита бюджета происходило более рыночным путем – за счет выпуска государственных ценных бумаг и продажи их на аукционах. В то же время осуществлялась опосредствованная денежная эмиссия Национального банка, который был вынужден выкупать на вторичном рынке у банков государственные ценные бумаги почти сразу после их размещения Министерством финансов. Фактически государственные займы в Украине не сыграли роли катализатора инвестиционной активности или стимула для совокупного спроса (согласно кейнсианской теории), а лишь создали условия для перераспределения имеющихся заемных средств в пользу бюджета, который, к тому же, открыл путь для спекулятивного краткосрочного капитала иностранных инвесторов и зарубежных банков и этим уменьшил их заинтересованность в кредитовании реального сектора экономики, посредством создания условий для «зарабатывания» денег за счет средств налогоплательщиков.

В последующие два года Национальным банком была продолжена реализация монетарной политики, ориентированной на макроэкономическую стабилизацию. При этом соответствующие меры денежно-кредитного регулирования в развитие приведенных выше включали:

- обеспечение количественного контроля за динамикой денежной массы путем установления границ ее прироста;
- отказ от прямого кредитования дефицита государственного бюджета;
- увеличение доли кредитной эмиссии, направленной на рефинансирование коммерческих банков;
- соблюдение положительного уровня учетной ставки НБУ по темпам роста цен.

Указанные меры способствовали дальнейшему снижению темпов инфляции – с 39,7% в 1996 г. до 10,1% в 1997 г. И даже в условиях финансового кризиса 1998 г. оперативность Национального банка в применении определенных рестрикционных методов денежно-кредитной политики (повышение норм обязательного резервирования и учетной ставки, регуляторные меры на валютном рынке, направленные на снижение спроса, рекомендации по ограничению кредитных операций) не позволили инфляционным процессам выйти из-под контроля, вследствие чего годовые темпы инфляции составляли 20%, что в общем может свидетельствовать о полном повышении действенности денежно-кредитных рычагов регулирования экономики.

Таким образом, на втором этапе денежно-кредитная политика стала более жесткой. Такое сочетание позволило постепенно снизить уровень инфляции, приостановить темпы сокращения производства и доходов населения, хотя возобновить их рост так и не удалось.

На **третьем этапе (2000–2006 гг.)** наблюдается переход украинской экономики начиная с 2000–2001 гг. в фазу роста, что также можно в некоторой степени считать также результатом определенной либерализации денежно-кредитной политики Национального банка (табл. 3). Ее меры, в частности, предусматривали: снижение и установление дифференцированных норм минимальных обязательных резервов, снижение учетной ставки, увеличение объемов рефинансирования и т. д. Как следствие, объем кредитных вложений в экономику коммерческих банков Украины возрос с 19,5 млрд грн. в 2000 г. до более 245 млрд грн. в 2006 г., то есть практически в 12 раз.

Улучшение внешней конъюнктуры способствовало устойчивому росту экспорта и ВВП, а также розничного товарооборота, активизировались инвестиционные процессы, гривна относительно доллара укреплялась, увеличивались валютные резервы НБУ. Это способствовало постепенному возобновлению доверия к национальной денежной единице, увеличению спроса на нее. Денежно-кредитная политика оставалась нейтральной или хотя бы не была ограничительной – предложение денег возрастало в соответствии со спросом на них.

Как следствие, существенно увеличился коэффициент монетизации экономики, который в начале 2007 г. составлял 8%. Фактически речь идет о процессе ремонетизации экономики, которая в сочетании с соответствующими структурными изменениями в реальном секторе, повышением производительности труда, привлечением инвестиций и при условии эффективного функционирования банковской системы существенно способствует росту реального ВВП [8, 5].

Таблица 3

**Экономическое развитие Украины в 2000–2006 гг.
(III этап реализации монетарной политики)**

| Показатели | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
|---|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|
| Реальный ВВП, % к предыдущему году | 105,9 | 109,2 | 105,2 | 109,6 | 112,1 | 102,7 | 107,1 |
| Инвестиции в основной капитал, % к предыдущему году | 114,4 | 120,8 | 108,9 | 131,3 | 128,0 | 101,9 | – |
| Розничный товарооборот, % к предыдущему году | 108,1 | 113,7 | 115,0 | 120,5 | 121,9 | 123,4 | 125,3 |
| Индекс потребительских цен, % | 126 | 106 | 99 | 108 | 112 | 110 | 111,6 |
| Индекс цен производителей промышленной продукции, % | 121 | 101 | 106 | 111 | 124 | 109 | 114,1 |
| Дефицит сводного бюджета, % ВВП | +0,6 | –0,3 | +0,7 | –0,2 | –3,2 | –1,8 | –0,7 |
| Учетная ставка НБУ, % | 27,0 | 12,5 | 7,0 | 7,0 | 9,0 | 9,5 | 8,5 |
| Процентные ставки банков по кредитам в национальной валюте, % | 37,3 | 29,6 | 19,6 | 17,7 | 17,5 | 16,4 | 15,1 |
| Кредитные вложения банков в экономику, млн грн. | 19574 | 28373 | 42035 | 67835 | 88579 | 143418 | 245226 |
| Денежная масса (М3), млн грн. | 32252 | 45755 | 64870 | 95043 | 125801 | 194071 | 261063 |
| Уровень монетизации, % | 18,9 | 22,4 | 28,7 | 35,5 | 36,5 | 43,9 | 48,7 |
| Среднегодовой курс гривны к доллару, грн./дол. | 5,4402 | 5,3721 | 5,3266 | 5,3327 | 5,3192 | 5,1247 | 5,0500 |
| Девальвация(-), ревальвация (+) гривны к доллару США, % | –4,18 | +2,50 | –0,6 | +0,0169 | +0,4895 | +4,814 | 0,0 |
| Международные резервные активы НБУ, млн дол. США | 1475,42 | 3089,46 | 4416,83 | 6937,25 | 9524,74 | 19390,42 | 22255,84 |

Источник: Бюллетень НБУ.

Процессу ремонетизации экономики способствовало определенное оживление фондового рынка, постепенное возобновление роли капиталоемких отраслей (металлургия, машиностроение) в структуре экономического роста, что обуславливало больший спрос на кредиты с соответствующим увеличением потребности в платежных средствах на единицу ВВП, а также значительный рост цен на определенные виды инвестиционных активов (в частности, на недвижимость и землю), что требовало больше денежных средств для осуществления операций на соответствующих рынках.

Рост коэффициента монетизации свидетельствует о том, что национальная денежная единица все больше усиливает свои позиции как средство платежа, мера стоимости и средство сбережения, то есть успешно выполняет три базовые функции денег. При условии незначительных инфляционных ожиданий превышение темпов роста денежной массы над темпами роста цен лишь будет способствовать устойчивому росту экономики.

Вместе с тем, если рассматривать результаты реализации денежно-кредитной политики в Украине в плане достижения ее конечных стратегических целей в течение всего переходного периода, следует обратить внимание на ограниченные возможности влияния денежно-кредитного регулирования на ход воспроизводительного процесса и состояние реального сектора хозяйства страны. Это связано, прежде всего, с отсутствием или недостаточностью базовых, структурных реформ в реальном секторе хозяйства, проявлением чего является неспособность основной массы предприятий работать в условиях гибкой системы цен, приспосабливаться к условиям конкурентной среды и изменений рыночной конъюнктуры. Свидетельством этого являются кризисные явления на рынке энергоносителей в начале 2005 г. и в системе газоснабжения в начале 2006 г., когда предприятия с устаревшими энергозатратными технологиями обнаружили неспособность работать в условиях жестких вызовов рыночных механизмов ценообразования. При таких условиях реальный сектор достаточно слабо реагирует на передающиеся импульсы монетарной политики, даже если она проводится по классическим рыночным принципам.

Вполне очевидно, что основой для окончательного преодоления кризисных явлений в экономике должна быть реализация ряда мероприятий, направленных прежде всего на обеспечение кардинальных изменений в структуре хозяйства – приоритетное развитие малого и среднего бизнеса, закрытие неэффективно работающих предприятий через механизм санации и банкротства, проведение реформы финансовой системы с целью снижения налогового давления на субъектов предпринимательской деятельности, признание приоритетными для развития (и распределения ресурсов государства) лишь тех секторов экономики, которые имеют реальные возможности для получения конкурентных преимуществ на мировом и внутреннем рынках.

Выводы

Лишь в том случае, если структурное реформирование экономики достигнет успеха, будут созданы надлежащие условия для реализации потенциала денежно-кредитного регулирования по его влиянию на реальный сектор, причем не только в плане поддержки ценовой стабильности, но и в отношении стимулирования производства. Современная стратегия денежно-кредитной политики Национального банка Украины, несмотря на сохранение своей гибкости, должна быть направлена на достижение реального роста производства и, соответственно, минимизации уровня безработицы, что в рамках доступных для центрального банка рычагов и инструментов предусматривает надлежащий уровень либерализации кредитных отношений с коммерческими банками, направленный на облегчение доступа хозяйствующим субъектам к кредитным ресурсам, а отсюда и стимулирование расширенного воспроизводства. Это могло бы стать одним из факторов преодоления кризисных явлений и успешного завершения рыночных трансформационных процессов в обществе. Проводя монетарную политику, центральный банк не влияет непосредственно на состояние реального сектора экономики. Его главная задача – создать объективные предпосылки для формирования сбережений предприятиями и населением и их последующей трансформации в производственные инвестиции. Такими объективными предпосылками, которые находятся в компетенции центрального банка, является стабильность темпов инфляции, валютного курса, низкий уровень процентных ставок. На достижение этих задач и должно быть направлено функционирование всего денежно-кредитного механизма регуляторного влияния государства на экономику.

Литература

1. Закон України «Про банки і банківську діяльність» № 121-III від 7.12.2000 р.
2. Закон України «Про Національний банк України» № 679-XIV від 20.05.1999 р.
3. Основні засади грошово-кредитної політики на 2006 рік // Вісник НБУ. – 2005. – № 10. – С. 3–20.
4. Береславская Е. И. Стабилизация гривны как фактор развития экономики // Финансовые риски. – 2002. – № 3. – С. 39–42.
5. Бюлетень Національного банку України. – 2007. – № 1.

6. Мишкін Ф. С. Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків / Пер. з англ. – К.: Основи, 1998. – 963 с.
7. Національний банк і грошово-кредитна політика: Підручник / За ред. А. М. Мороза, М. Ф. Пуховкіної. – К.: КНЕУ, 1999. – 368 с.
8. Стельмах В. С. Монетарна політика як один із ключових факторів економічного зростання // Вісник НБУ. – 2002. – № 1. – С. 2–9.
9. Стельмах В., Петрик О. Обмінний курс, інфляція та конкурентоспроможність економіки // Вісник НБУ. – 2001. – № 9. – С. 3–7.
10. Стельмах В. С., Єпіфанов А. О., Гребеник Н. І., Міщенко В. І. Грошово-кредитна політика в Україні. – К.: Знання, 2000. – 305 с.
11. Фетисов Г. Г. Монетарная политика и развитие денежно-кредитной системы России в условиях глобализации: национальный и региональный аспекты. – М.: Экономика, 2006. – 509 с.

Статья поступила в редакцию 7 июня 2007 г.