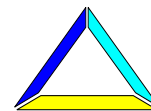


**НЕМЕЦКАЯ КОНСУЛЬТАТИВНАЯ ГРУППА
ПО ЭКОНОМИКЕ ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ УКРАИНЫ**



проф. Лутц Хоффманн Немецкий Институт экономических исследований, Берлин	д-р Лоренц Шомерус, Статс-секретарь в отставке Федеральное Министерство экономики и технологий, Берлин	
Консультативная группа в Киеве	д-р Фолькхарт Винценц Рикардо Джуччи проф. Штефан фон Крамон-Т. Фелицитас Мёллерс д-р Петра Опитц д-р Ульрих Тиссен д-р Кристиан фон Хиршхаузен Людвиг Штриве	Институт Восточной Европы, Мюнхен Немецкий Институт экономических исследований, Берлин Университет г. Геттинген, Институт аграрной экономики Deutsche Bank Research, Франкфурт Немецкий Институт экономических исследований, Берлин Немецкий Институт экономических исследований, Берлин Немецкий Институт экономических исследований, Берлин Университет г. Геттинген, Институт аграрной экономики

Бюро: 01001, Киев, ул. Крещатик, 30
Тел. 0038 044 228 63 42, 0038 044 228 63 60, факс 0038 044 228 63 36, Email: germanad@public.ua.net

05

**К вопросу нынешней денежно-кредитной политики и политики
в отношении обменного курса национальной валюты НБУ**

Нынешняя денежно-кредитная политика та политика в отношении обменного курса национальной валюты Национального банка Украины (НБУ) складывается из трёх составных частей. Во-первых, он нетто покупает доллары США на валютном рынке, которые используются для обслуживания и погашения иностранных долгов украинского государства (чистые интервенции). Кроме того, при помощи купли и продажи долларов США он, начиная с февраля этого года, удерживает номинальный обменный курс гривни по отношению к американскому доллару (фиксация валютного курса). В-третьих, он также осуществляет экспансивную денежную политику.

В среднесрочной перспективе эти компоненты несовместимы. Во избежание в будущем резких изменений денежно-кредитной и валютной политики НБУ мы рекомендуем ему как можно скорее сделать свой выбор в пользу политики, рассчитанной на перспективу. Для этого, согласно нашей оценке, следует в первую очередь значительно снизить темп экспансии денежной политики. Кроме того, мы рекомендуем НБУ отказаться от его политики фиксации валютного курса в пользу политики лёгкой и постоянной номинальной девальвации. Тем не менее, Национальный банк должен по-прежнему осуществлять свои чистые интервенции и усиливать их.

1. Чистые интервенции НБУ на валютном рынке

В этом году НБУ неоднократно заявлял о своём намерении покупать на валютном рынке доллары США для частичного погашения иностранных долгов украинского государства. Это намерение с успехом реализовывалось до настоящего времени. До конца августа НБУ купил нетто около 1,1 миллиарда долларов США (см. схему 1) и использовал эту сумму, прежде всего, для

выплаты процентов и погашения внешнего долга. Таким образом его валютные резервы на конец августа находились на уровне начала года, то есть около 1,2 миллиарда долларов США.

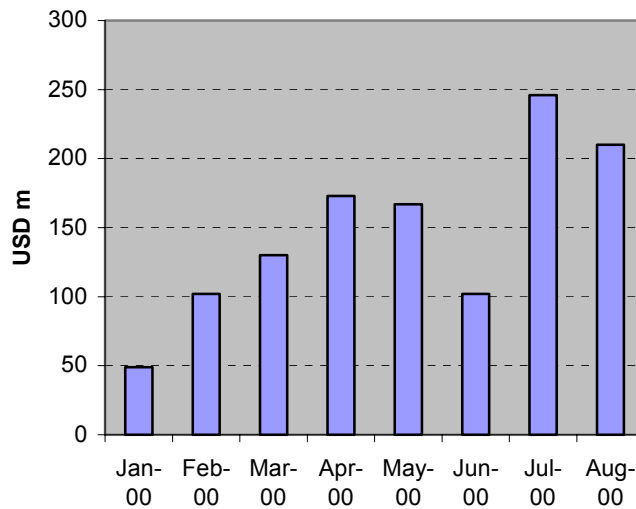


Схема 1: Чистые интервенции НБУ на валютном рынке

Объём чистых интервенций с начала года (1,1 миллиарда долларов США) приблизительно соответствует активному сальдо баланса торговли и услуг за тот же период, которое возникло как следствие реальной девальвации гривни по отношению к американскому доллару в 1998 та 1999 годах. Согласно данным Госкомстата активное сальдо по текущим расчётам и торгового баланса составило в первом полугодии этого года 680 миллионов долларов США. Если мы предположим, что в период июнь - июль 2000 года будет иметь место подобная тенденция, то такое активное сальдо в этих двух частях платёжного баланса составит до конца августа почти 900 миллиардов долларов США.

2. Фиксация номинального обменного курса в отношении к доллару США

Однако при более тщательном рассмотрении выясняется, что проводимая НБУ с февраля этого года политика интервенций преследует ещё одну цель, а именно фиксацию номинального обменного курса по отношению к доллару США. Об этом свидетельствует, во-первых, тот факт, что хотя НБУ и покупает доллары, однако он также регулярно продавал валюту. Во-вторых, НБУ часто сообщал прессе, что он вроде бы скупил «избыток предложения над спросом» относительно долларов США на валютном рынке. Однако избыточное предложение существует только в отношении какого-то одного определённого валютного курса. В-третьих, ежемесячные платежи по выплате процентов и погашению долгов отличаются от чистых интервенций. В-четвёртых, после 5%-й девальвации в январе практически отсутствовали колебания цены доллара. С февраля 2000 года она относительно постоянна и составляет 5,4 гривни за доллар США (см. схему 2).

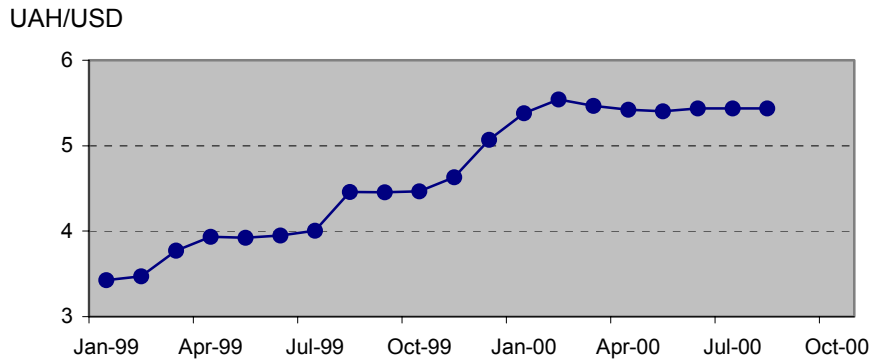


Схема 2: Развитие номинального обменного курса (гривня к доллару США)

И наконец многочисленные высказывания руководства НБУ указывают на фиксацию валютного курса. Незначительные колебания цены доллара незамедлительно комментируются и называются «авариями». Кроме того, недавно Директор Департамента отдела валютного регулирования Сергей Яременко заявил о том, что Национальный банк в настоящее время не будет осуществлять ни ревальвации, ни «искусственной» девальвации гривни.

3. Экспансивная денежная политика НБУ (прогноз относительно уровня инфляции)

С начала 1997 года мультипликатор новой денежной массы (M2 / монетарная база) находится в Украине на уровне около 1,8. Вследствие этой эмпирической постоянности монетарная база и более широкий агрегат M2 в одинаковой мере подходят для использования в качестве индикаторов будущего индекса инфляции. Однако, данные, касающиеся денежной базы, публикуются быстрее, чем цифры, относящиеся к таким более широким агрегатам, как M2. Вследствие этого было бы рациональным применение монетарной базы для составления прогнозов в отношении темпов инфляции.

Монетарная база возросла за последние 12 месяцев (с сентября 1999 по август 2000 года) на 41,4%. Причиной этой монетарной экспансии явилась, кроме всего прочего, недостаточная стерилизация новой денежной эмиссии, обусловленной интервенциями. Начиная с 1998 года, скорость обращения монетарной базы (отношение ВВП к монетарной базе) отличается относительной стабильности. В период 1998 – 1999 годов она сократилась почти на 9%, а за первое полугодие 2000 года – на 3,7%. Следовательно, в целях прогнозирования в отношении темпов инфляции можно предположить, что эта тенденция будет продолжаться, не рассматривая её определяющие факторы в отдельности (бартерные сделки, неплатежи в отношениях между предприятиями, вексельный оборот, степень долларизации). Мы ожидаем на следующие 12 месяцев снижение скорости обращения примерно на 8%.

Реальный ВВП возрос в период с января по июль 2000 года на 5% по сравнению с тем же периодом прошлого года. Вследствие того, что структурные реформы осуществлялись в недостаточной степени, в течение следующих 12 месяцев мы ожидаем ослабление конъюнктуры и поэтому прогнозируем темп роста в 3,5%.

Если мы подставим полученные показатели изменений в количественное уравнение, мы получим прогноз темпа инфляции на уровне около 30%. Эта цифра почти совпадает с нынешним темпом инфляции за год (август 2000 года) в 30,2% и несколько превышает данные последнего официального прогноза от 25% до 29%. В соответствии с этим мы придерживаемся мнения, что для достижения официального темпа необходимо снижение темпа роста монетарной базы с нынешнего уровня в 41,1% примерно до 38,5%. Это утверждение имеет силу независимо от ответа на вопрос, следует ли считать приемлемым уровень инфляции, определённый правительством в качестве цели.

С начала года НБУ в несколько этапов значительно снизил свои ставки рефинансирования. Ставка рефинансирования снизилась с 45% до 27%, а процентная ставка по ломбардным кредитам – с 50% до 30%. Норматив обязательных резервов также был снижен с 17% до 15%. Если мы возьмём данные нашего прогноза относительно уровня инфляции в 30% за основу, то тогда реальная ставка рефинансирования НБУ находится в настоящее время на уровне (- 3%). Преобладание негативной ставки рефинансирования и наш прогноз относительно уровня инфляции в 30% склоняют нас к тому, чтобы оценить нынешнюю политику НБУ как (очень) экспансивную.

4. Неустойчивость нынешней политики НБУ в длительной перспективе

Теперь рассмотрим устойчивость нынешней политики НБУ, учитывая то предположение, что в среднесрочной перспективе не будет какого-либо значительного увеличения ни объёма иностранных кредитов, ни прямых иностранных инвестиций. Вначале мы предположим продолжение второго и третьего компонента нынешней денежно-кредитной политики. Комбинация фиксации номинального обменного курса валюты и экспансивной денежно-кредитной политики означает, что происходит реальная ревальвация гривни по отношению к доллару США. Уровень годового темпа инфляции в Соединённых Штатах Америки составлял в июле 2000 года 3,6%. Если мы возьмём данные нашего прогноза относительно уровня инфляции в 30% за основу, то в этом случае уровень реальной ревальвации гривни за год составит более 26% (см. схему 3).

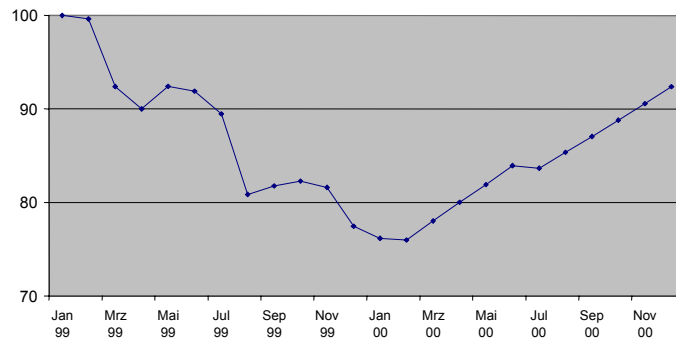


Схема 3: Развитие реального обменного курса по отношению к доллару США при продолжении нынешней политики

Эта реальная ревальвация ведёт к ухудшению торгового баланса и баланса импорта и экспорта услуг, поэтому нынешнее положительное сальдо в частичных балансах (в соответствии с нынешней тенденцией) исчезнет. Но тем самым исчезнет также и то «превышение предложения над спросом» относительно долларов США, которое в настоящий момент регулярно скупается НБУ для осуществления платежей по выплате процентов и погашению долгов.

Продолжение осуществления чистых интервенций (первый компонент) при таких обстоятельствах привело бы к номинальной девальвации или же к отказу от политики фиксации обменного курса (второй компонент). И наоборот, сохранение политики фиксации обменного курса валюты исключает дальнейшие чистые интервенции и соответствующие выплаты процентов. Таким образом становится ясным, что эти три компонента в среднесрочной перспективе являются несовместимыми. То есть нынешняя денежно-кредитная и валютная политика является неустойчивой в длительной перспективе.

5. Предложение по осуществлению денежно-кредитной и валютной политики, эффективной на длительную перспективу

Для того чтобы в будущем избежать ненужных и резких изменений в денежно-кредитной и валютной политике, НБУ должен сформулировать и последовательно проводить устойчивую в длительной перспективе политику. Формулировка такой политики требует, однако, внесения изменений, по меньшей мере, в один из трёх компонентов. Благодаря чистым интервенциям НБУ Украина своевременно выполняла свои международные обязательства по производству платежей и смогла уменьшить объём своих иностранных долгов. Такая тенденция заслуживает высшей похвалы. Поэтому мы однозначно рекомендуем НБУ продолжить осуществление первого компонента своей политики без изменений.

При этом второстепенном условии возникает вопрос, каким образом в будущем можно будет избежать сильной реальной ревальвации гривни. Мы

придерживаемся того мнения, что этого, в первую очередь, следует достигнуть посредством менее экспансивной денежной политики. Ведь темп инфляции в Украине, даже учитывая «особенности» стран с переходной экономикой, является слишком высоким. Господствующая монетарная нестабильность препятствует, в частности, развитию эффективного рынка капиталов, который имеет критическое значение для долгосрочных перспектив роста в Украине. Поэтому центральному банку следует значительно уменьшить темпы изменений монетарной базы.

В принципе, в распоряжении центрального банка имеются три инструмента для предлагаемого укрепления курса его денежно-кредитной политики: продажа государственных облигаций, сокращение объема кредитования правительства и сокращение кредита, предоставляемого коммерческим банкам. Согласно данным Директора Департамента монетарной политики НБУ Наталии Гребеник, Национальный банк с мая этого года вновь начал продажу государственных облигаций (ОВДП) на вторичном рынке. Однако продолжение этих операций на открытом рынке, направленных на сокращение денежной массы, зависит от готовности частных структур вновь увеличить свой портфель государственных ценных бумаг. В этом отношении речь идёт о таком инструменте, которым НБУ не всегда в состоянии свободно распоряжаться.

Сокращение объема кредитования правительства хотя и было бы также желательным, но с точки зрения НБУ сложно реализуемым. Ведь НБУ в настоящее время больше не предоставляет новых кредитов правительству, и оно отказывается обслуживать свои долги перед НБУ. Тем не менее, между обоими институтами ведутся переговоры по реструктуризации долгов. Таким образом, возможность применения этого инструмента для уменьшения денежной базы зависит от результатов этих переговоров. Мы, однако, настоятельно рекомендуем правительству поскорее начать процесс выплаты процентов, подлежащих уплате по сроку, чтобы таким образом поддержать или облегчить проведение Национальным банком Украины политики, устойчивой в длительной перспективе.

При продаже ОВДП и сокращении правительственных кредитов НБУ зависит от других действующих лиц (частных структур, правительства). Однако в случае с третьим инструментом, а именно выдачей кредитов коммерческим банкам ситуация выглядит иначе. НБУ может выставить свои условия (ставка рефинансирования, минимальная резервная ставка) и таким образом определить обеспечение коммерческих банков ликвидностью. Существование отрицательной реальной ставки рефинансирования показывает, что у НБУ есть достаточно возможностей для того, чтобы повысить свою ставку рефинансирования.

Повышение процентных ставок является нежелательным с политической точки зрения вследствие его возможного сдерживающего воздействия на конъюнктуру. Тем не менее, следует напомнить правительству о том, что для того чтобы обеспечить долговременный рост экономики, в первую очередь необходимы структурные реформы. Без этих реформ экспансивная денежная политика приводит не к ожидаемому росту, а лишь к инфляции. Крупномасштабное обеспечение ликвидными средствами могло бы быть

приемлемым только в том случае, если бы вследствие структурных реформ существенно улучшились долгосрочные перспективы экономического роста.

Однако предложенные монетарные меры следует сопровождать лёгкой и постоянной номинальной девальвацией гривни, например на 1% ежемесячно. Это, во-первых, необходимо вследствие того факта, что импульсы в рамках денежно-кредитной политики оказывают воздействие на уровень цен с некоторым запозданием. Во-вторых, сохраняющаяся номинальная девальвация имеет смысл, так как оптимальный темп инфляции в Украине выше, чем в промышленно развитых странах. Для реализации этой рекомендации НБУ должен осуществлять чистые интервенции в большем масштабе, чем это имеет место на сегодняшний день. За счёт этого буду возрастать его валютные резервы, что опять-таки можно было бы только приветствовать.

6. Денежная и валютная политика в случае предоставления кредитов МВФ

Наконец следует рассмотреть, насколько изменится наш анализ, если Украина получит новые кредиты от Международного валютного фонда. Нынешняя политика имеет своим следствием реальную ревальвацию гривни и тем самым приводит к исчезновению нынешнего предложения валюты, который возник вследствие положительного сальдо баланса торговли и услуг. В таком случае платежи по выплата процентов и погашению долгов более невозможно будет осуществлять при помощи чистых интервенций, так как они привели бы к номинальной девальвации по отношению к доллару США. Следовательно, платежи иностранным кредиторам должны осуществляться за счёт сокращения имеющихся в распоряжении валютных резервов. (Умозрительный) крах этой политики наступит в тот момент, когда все имеющиеся в распоряжении валютные резервы будут истрачены.

Новый кредит МВФ приведёт к увеличению имеющихся в распоряжении резервов НБУ и тем самым отсрочит момент краха нынешней политики. Однако это ничего не меняет в том факте, что три компонента нынешней политики в среднесрочной перспективе являются несовместимыми. Таким образом следует приветствовать возобновление кредитования со стороны МВФ только в том случае, если эти средства не будут использоваться для продолжения неустойчивой в длительной перспективе денежной и валютной политики.

Р.Д., рецензент Ф.В., сентябрь 2000 г.