



Центр социально-экономических исследований

Марек Домбровски

Режим денежной политики в условиях открытой экономики: выводы для Украины

1. Недостатки действующего режима денежной политики в Украине

Начиная с 2000 года, Национальный банк Украины (НБУ) фактически проводит политику условно фиксированного курса гривны к доллару США, при одновременных попытках продолжать влияние на объемы кредитования и ликвидности в экономике (формально используя достаточно широкий набор инструментов). В отличие от режима *currency board*, курс гривны не зафиксирован постоянно – НБУ оставляет за собой право его менять в определенных условиях (пример небольшой ревальвации весной 2005 г.). Такой режим, который можно отнести к числу «промежуточных» или «гибридных», способен работать, однако, только в условиях закрытой или полужакрытой экономики.

Международный опыт убедительно показывает, что в условиях открытой экономики и свободного движения капитала (а к такой модели стремится Украина¹) невозможно одновременно управлять денежной массой и валютным курсом². Системные противоречия, заложенные в любого типа промежуточный режим, названы в экономической теории как «невозможный треугольник»³, т.е. нереальность одновременно достичь полной интеграции с международными финансовыми рынками, сохранить стабильный курс и продолжать самостоятельную денежную политику. Промежуточный режим чреват многими отрицательными последствиями:

- Системные противоречия этого режима ограничивают его прозрачность, а в результате и доверие финансовых рынков его устойчивости. При наличии других дестабилизирующих факторов (например, внешних шоков) он может легко спровоцировать широкомасштабную спекуляцию против данной валюты и валютный кризис.
- Центральный банк теряет контроль денежной базы и денежной массы, которые в условиях жесткого администрирования курсом являются экзогенными (результативными) агрегатами. В условиях широкомасштабных интервенции на

¹ В отдельной записке я представляю аргументы за либерализацией счета финансовых операций в Украине и анализирую условия ее успешного проведения – см. М. Домбровски «Перспективы либерализации счета финансовых операций в Украине», CASE и CASE Украина, 9 марта 2006 г.

² Более подробно эта проблема анализируется в: М. Dabrowski “*Global Integration of Financial Markets and Its Consequences for Transition Economies*”, in: L.T. Orłowski (ed.): Transition and Growth in Post-communist countries, Edgar Elgar, 2000.

³ См. J.A. Frankel “*No Single Currency Regime is Right for All Countries or at All Times*”, NBER Working Paper, No 7338, September 1999.

валютном рынке (скупки валюты) центральный банк не в состоянии эффективно «стерилизовать» излишки денежной базы. Если курсовая цель сформулирована мягче, например, в форме широкого валютного коридора или управляемого плавающего курса, теряется курсовой якорь, а не обязательно возвращается контроль денежной массы. В крайнем случае, это может означать отсутствие номинального якоря вообще.

- Политика стерилизации, неизбежна в «гибридном» режиме, быстро приводит к финансовым потерям центрального банка (а впоследствии и бюджета), а зарабатывают на ней только рыночные спекулянты.
- У центрального банка есть также чисто технические трудности в согласовании курсовой политики и процентных ставок, предопределенные непредсказуемостью изменений в спросе на деньги (особенно на национальную валюту). В переходных экономиках функция спроса на деньги нестабильна по многим причинам, в том числе из-за широкомасштабных структурных изменений, развития финансовых рынков, ремонетизации экономики после завершения периода высокой инфляции, и т.п.
- Если даже эти технические трудности удалось бы преодолеть, существует политический соблазн нарушения необходимого баланса между разными инструментами денежной и курсовой политики или между денежной, а фискальной политикой.

Более этого, в любом монетарном режиме центральный банк может эффективно использовать лишь один инструмент, обычно либо краткосрочные процентные ставки, либо валютный курс. Попытка управлять одновременно многими инструментами чревата их внутренней несогласованностью и, в результате, неэффективностью.

2. Необходимость стратегического выбора

Учитывая перспективы растущей внешней интеграции украинской экономики, в том числе финансового сектора, необходим быстрый выход из нынешнего «гибридного» режима денежной политики в сторону одного из так называемых крайних (чистых) режимов (*corner solutions*). Это либо фиксированный навсегда валютный курс, при отказе от национальной денежной политики, либо продолжение самостоятельной денежной политики при изменении номинального якоря. Во втором варианте речь идет о денежной стратегии, ориентированной на непосредственное регулирование уровня инфляции, т.е. инфляционное таргетирование (*direct inflation targeting*), при свободно плавающем курсе.

Оба варианта обсуждались уже в прошлом в аналитических работах CASE⁴. Не претендуя давать жесткую рекомендацию в пользу одного из этих вариантов (нам кажется, что оба они заслуживают серьезного рассмотрения), мы обсудим в дальнейшем экономические, правовые и технические условия, необходимые для успешного внедрения каждого из них.

⁴ См. например: M. Jakubiak “*Design and Operation of Existing Currency Board Arrangements*”, *CASE Studies and Analyzes*, No. 203, 2000; M. Jakubiak (ed.), V. Hryvniv, M. Mykhaylychenko, O. Novoseletska, W. Paczynski, P. Wozniak “*Sustaining Low Inflation in Ukraine*”, No. 63, 2005.

3. Постоянно фиксированный валютный курс

В условиях Украины этот вариант может иметь форму либо *currency board*, либо замены гривны одной из главных валют, доллара или евро, в качестве официальной денежной единицы. В дальнейшем мы обсудим более подробно режим *currency board*. Его основные характеристики заключаются в следующем:

- курс национальной валюты к одной из главных валют фиксируется навсегда законом;
- денежная база должна иметь 100-процентное покрытие чистыми международными активами центрального банка
- центральный банк должен отказаться от любых активных операций на внутренних активах (стерилизации); это означает, что изменения в денежной базе резервных денег) происходят исключительно в результате изменений в международных активах (скупка/ продажа валюты)

При механизме *currency board* страна формально сохраняет свою денежную единицу, центральный банк как эмиссионный центр (хотя он фактически выполняет функцию только лишь обменного пункта) и возможность получать эмиссионный доход (*seigniorage*) от размещения валютных резервов на международных рынках (этого нет при замене национальной валюты иностранной валютой). Критическая точка — это вопрос устойчивости такого механизма и доверия экономических субъектов, опасений, что вдруг кто-то захочет отменить его или поменять фиксированный обменный курс. Международный опыт показывает как примеры *currency boards*, пользующихся полным доверием (Эстония), так и серьезных сомнений финансовых инвесторов в устойчивости этого механизма (Аргентина в конце девяностых). В последнем случае все потенциальные преимущества *currency board* теряется и не пользующийся доверием курсовой режим сам окажется источником макроэкономической дестабилизации (как это случилось в той же Аргентине). Нам кажется, что в Украине есть политические, институциональные и экономические условия для обеспечения необходимого доверия *currency board*, если такое решение было бы принято.

В общем, навсегда зафиксированный валютный курс должен способствовать снижению инфляции и процентных ставок к уровню, близкому соответствующему уровню страны валюты-якоря. Однако, учитывая исходный высокий уровень инфляции в Украине и разницы в уровнях цен, процесс выравнивания этих уровней и инфляционной конвергенции может быть растянут на несколько лет. В любом случае, теряется внутреннюю контроль над уровнем инфляции, и даже в будущем, после завершения процесса конвергенции уровней цен, сохраняется риск автоматического «импорта» инфляции в результате ее повышения в стране/ зоне валюты-якоря или резких изменений в перекрестных курсах.

С другой стороны, навсегда зафиксированный валютный способен дать сильный толчок развитию внешней торговли и притоку иностранных инвестиций (благодаря снижению транзакционных издержек) и, в результате – экономическому росту.

Однако самым важным преимуществом рассматриваемого варианта является снятие с политической повестки дня раз и навсегда вопросов денежной эмиссии, что, в свою очередь, должно способствовать радикальному снижению макроэкономических

рисков. Рост доверия национальной валюте и ее стабильности должен способствовать, с одной стороны, ограничению долларизации, с другой стороны – ускорению развития финансового сектора и финансовых рынков.

Режим *currency board* можно ввести в Украине достаточно быстро, и он не будет радикально отличаться своей инструментальной логикой от типа промежуточного режима, который работал в течение последних 6 лет. Он не будет также шоком для экономических субъектов и населения, привыкших к стабильному курсу. У НБУ есть больше, чем достаточно, валютных резервов для обеспечения 100-процентного покрытия денежной базы. Однако есть несколько вопросов экономического и технического характера, которые надо решить до введения этого режима.

Самый серьезный из них это выбор валюты-якоря. До сих пор гривна (так как валюты других стран СНГ) была фактически привязана к доллару США. Американский доллар играет важную роль во внешней торговле Украины, доминирует как валюта сделок на финансовом рынке, есть также популярным средством платежа и частных сбережений населения. В свою очередь, значение евро в международной, особенно европейской, торговле будет усиливаться, в связи с предстоящим расширением Экономического и денежного союза (зоны евро). Если Украина серьезно думает о будущей интеграции с Евросоюзом, выбор европейской валюты к якоря помог бы переориентировать экономику в этом направлении.

Во-вторых, в режиме *currency board* центральный банк не может уже выполнять функции «кредитора последнего шанса» (*lender of last resort*) в случае кризиса ликвидности в отдельных коммерческих банках или во всем банковском секторе. Решением этой проблемы (следуя, например, опыт Болгарии) может быть специальный фонд поддержки банковской системы, финансируемый излишком валютных резервов центрального банка (сверх необходимого 100-процентного резервирования денежной базы).

В-третьих, в режиме *currency board* центральный банк должен либо вполне приостановить, либо серьезно ограничить функцию финансового агента правительства. Речь идет о ведении казначейских счетов (изменения на которых влияют на колебания денежной базы), размещении государственных ценных бумаг на финансовом рынке и других операциях, реализованных от имени государства.

4. Таргетирование инфляции при свободно плавающем курсе

4.1. Международный опыт

Таргетирование инфляции было первый раз применено в Новой Зеландии в 1990 году. С того времени эту стратегию пробовало внедрить около 30 стран, большинство из них – успешно. Эта группа включает как высоко развитые страны (кроме Новой Зеландии – Австралия, Канада, Великая Британия, Швейцария, Швеция, Норвегия, а промежуточно, т.е. до вступления в зону евро, также Финляндия и Испания), так и страны о среднем уровне развития (Израиль, Чили, Корея, Чехия, Польша, Венгрия, Таиланд, Мексика, Бразилия, Перу, Колумбия, Филиппины, ЮАР).

Анализ международного опыта⁵ показывает как шансы, так и риски связанные с применением инфляционного таргетирования. Среди несомненных позитивов надо упомянуть следующие:

- Таргетирование инфляции помогает, в большинстве случаев, быстро снизить инфляцию
- Оно укрепляет также фактическую независимость центрального банка, четко ориентируя его на одну цель (снижение инфляции и ее стабилизация на низком уровне)
- Оно также способствует повышению профессионального уровня, прозрачности и доверия денежной политике, а также повышению профессионального уровня макроэкономических анализов и дебатов в данной стране

Одновременно появляется ряд проблем и трудности, особенно на раннем этапе применения этой стратегии:

- Трудности с точной реализацией заложенной инфляционной цели из-за влияния разных, трудно предсказуемых экзогенных факторов. Это касается, например, изменений в мировых ценах на нефть и другие основные ресурсы, а также внутренних колебаний предложения и спроса на отдельных, не вполне либерализованных товарных рынках, например на рынке продуктов питания.
- Трудности с отказом от активной курсовой политики⁶
- Неопределенность каналов трансмиссии
- Трудности в создании необходимой аналитической и прогностической базы для проведения этой стратегии.

Обычно, для полного внедрения и аналитического освоения стратегии инфляционного таргетирования требуется как минимум 2-3 года. При этом, построение работоспособных аналитических и прогностических моделей невозможно до полного внедрения новой стратегии, иначе их основные параметры будут отражать логику предыдущего режима (в случае Украины – режима условно фиксированного курса), мало полезную в новых условиях. А это значит, что проблемы переходного периода – в части неизбежны.

4.2. Условия успеха

Международный опыт четко подсказывает, какие институциональные и организационные условия необходимы для успешного таргетирования инфляции.

Во-первых, это наличие вполне независимого центрального банка, который будет способен внушать общественное доверие проводимой денежной политике и

⁵ Актуализированный обзор этого опыта в развивающихся странах представляет последнее издание *World Economic Outlook*, International Monetary Fund, Washington, DC, September 2005, глава 4.

⁶ См. G. A. Calvo & C. M. Reinhart 'Fear of Floating', NBER Working Paper, No. 7993, November 2000. Авторы анализируют механизм явления, которое называют «боязнью отпустить курс на свободное плавание».

возможности достижения поставленных целей. Более конкретно, для этого требуется как минимум:

- политическую нейтральность его органов, в состав которых должны входить независимые профессионалы, не связанные с другими органами государственной власти, политическими партиями, профсоюзами и бизнесом; они должны назначаться на фиксированный срок, без возможности их досрочного освобождения;
- автономию решений в сфере целей и инструментов денежной политики (европейский стандарт);
- полный запрет кредитования правительства в любой форме;
- отказ от политического контроля над работой центрального банка (например, от права одобрять или согласовать программу денежной политики парламентом, правительством или президентом, право этих органов одобрять годовой отчет, вызывать руководство центрального банка отвечать на депутатские запросы и т.п.)

Очевидно, что нормы ныне действующего закона о НБУ еще далеки от этих стандартов.

Во-вторых, нужен широкий политических консенсус в пользу стабильности цен (низкой инфляции). Без этого даже формальная независимость, закреплена в законе, может быть недостаточной для эффективной реализации основной миссии центрального банка.

В-третьих, надо четко соблюдать принцип одной цели денежной политики (целевой показатель инфляции) и одного инструмента (краткосрочная процентная ставка) для достижения этой цели. А это требует отпущения валютного курса на свободное плавание (вопреки всем опасениям, о которых шла речь). Иначе инфляция будет оставаться вне контроля денежных властей и определяться, по крайней мере частично, изменениями курса и внешней инфляции.

В-четвертых, для успешного внедрения предлагаемой стратегии нужен также развитый финансовый рынок и стабильная банковская система. Без этого, каналы трансмиссии денежной политики будут работать несовершенным образом. С другой стороны, таргетирование инфляции, при свободно плавающим курсом и свободном движении капитала, способствует развитию внутреннего денежного и валютного рынка.

В-пятых, НБУ должен развивать разного типа аналитическо-прогностические разработки, необходимы для эффективного применения инфляционного таргетирования. Часть из них, например, статистику базовой инфляции, можно и надо развивать уже в условиях нынешнего режима денежной политики. Другие, например, исследование механизмов трансмиссии денежной политики, будут резко менять свой характер после смены курсового режима (смотри ниже). НБУ должен также поощрять и активно поддерживать развитие независимых анализов и прогнозов в научно-исследовательских центрах и среди участников финансового рынка, для конфронтации их результатов с результатами своих разработок.

В-шестых, режим таргетирования инфляции нуждается также в намного более открытой и прозрачной информационной политике НБУ. Это очень важная тема, которая заслуживает отдельного анализа.

4.3. Инструменты денежной политики

Как уже было сказано в предыдущем подразделе, в режиме инфляционного таргетирования главным инструментом центрального банка есть краткосрочные операции денежного рынка (сроком до 14 дней или 1 месяца). В зависимости от соотношения денежной базы и чистых международных активов центрального банка получается ситуация либо структурного недостатка ликвидности банковской системы (если денежная база выше, чем чистые международные активы), либо структурной сверх- ликвидности этой системы (при противоположном соотношении). Если принять дополнительный корректив на разного типа долгосрочные (замороженные) внутренние активы и внутренние пассивы центрального банка получается ситуация либо оперативного недостатка ликвидности, либо оперативной сверх- ликвидности. В первом случае центральный банк должен проводить активные операции, снабжая коммерческие банки ликвидностью через либо инструмент ломбардного кредита (под залог высоко ликвидных ценных бумаг), либо операции типа «репо» (временная покупка от коммерческих банков таких же высоко ликвидных ценных бумаг). Во втором варианте центральный банк проводит пассивные операции, т.е. изымает ликвидность из денежного рынка (заимствует деньги у коммерческих банков), путем либо выпуска собственных краткосрочных денежных сертификатов, либо операции «обратные репо».

В украинских условиях, при наличии оперативной сверх- ликвидности и ограниченном объеме краткосрочных государственных ценных бумаг в портфеле НБУ лучшим решением кажется осуществление операции открытого рынка при помощи денежных сертификатов НБУ.

4.4. Каналы трансмиссии денежной политики

В действующем режиме денежной политики валютный курс является не только главным инструментом, но и главным трансмиссионным каналом денежной политики. В значительно меньшей степени задействован канал инфляционных ожиданий. Влияние денежной политики на совокупный спрос весьма ограниченное из-за экзогенного характера денежных агрегатов.

В режиме инфляционного таргетирования ситуация резко меняется. Появляется несколько параллельных трансмиссионных каналов, прежде всего ⁷:

- канал ожиданий (касающихся будущей инфляций и других параметров)
- канал валютного курса
- канал процентных ставок на финансовом рынке

⁷ Смотри более подробно М. Jakubiak (ed.), V. Hryvniv, M. Mykhaylychenko, O. Novoseletska, W. Paczynski, P. Wozniak “Sustaining Low Inflation in Ukraine”, No. 63, 2005, глава 5.

- кредитный канал (спрос на кредит и предложение кредита на финансовом рынке)

Эти каналы действуют с разными тайм- лагами (канал ожиданий относительно быстро, кредитный канал - с опозданием) и с разной эластичностью. Есть также ряд экзогенных факторов, которые могут исказить каналы трансмиссии:

- Экзогенные ценовые шоки
- Дефицит достоверности денежной политики или макроэкономической политики вообще
- Долларизация экономики
- Изменения в фискальной политике
- Разного типа политические риски (внутренние и внешние)
- Структурные изменения в экономике
- Изменения на международных финансовых рынках, например рост или падение процентных ставок в соседних странах или странах-партнерах, изменения в перекрестных курсах, валютные кризисы в других странах и т.п.;

Все выше указанные факторы могут привести к колебаниям в спросе на национальную валюту и, тем же самым, сделать денежную политику менее управляемой, особенно в краткосрочной перспективе. В общем, надо всегда учитывать ограниченный суверенитет национальной денежной политики в эпохе глобализации, даже в условиях плавающего валютного курса и инфляционного таргетирования

4.5. Выводы

Выше представленный анализ убедительно доказывает, что введение режима инфляционного таргетирования требует более революционных изменений в инструментах денежной политики, принципах работы валютного и денежного рынка, внутренней организации самого НБУ, развития его статистической, аналитической и прогностической базы, изменения информационных стандартов и т.п., чем в предыдущем варианте (постоянно фиксированного валютного курса). В связи с этим, если руководство НБУ решится идти в этом направлении, необходимо быстро принять комплексную программу перехода на новый режим и начать ее последовательно выполнять.

Киев - Варшава, 13 марта 2006 г.