
РАЗМЫШЛЕНИЯ НАД ПРОЧИТАННЫМ

УДК 338.23:336.74

С. А. БУКОВИНСКИЙ,
кандидат экономических наук,
Глава Совета Национального банка Украины,
Заслуженный экономист Украины
(Киев)

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА В СОВРЕМЕННЫХ УСЛОВИЯХ

Очерчены возможности модернизации монетарной теории и политики в соответствии с современными экономическими и институциональными условиями и с учетом нейтральности денег в долгосрочном периоде. Показано, что в ведущих экономиках денежно-кредитная политика все больше удаляется от традиций и консенсусов. Обращено внимание на глубокие и сложные взаимосвязи монетарной сферы с экономикой страны, моделью государственного регулирования, системой институтов, понимание которых раскрывает новые возможности для повышения эффективности денежно-кредитной политики.

Ключевые слова: денежно-кредитная политика, глобальный финансово-экономический кризис, капитализация, монетизация, секьюритизация.

S. A. BUKOVINSKII,
Cand. of Econ. Sci.,
Head of the Council of the National Bank of Ukraine,
Honored economist of Ukraine
(Kiev)

MONETARY POLICY UNDER MODERN CONDITIONS

The possibilities to modernize the monetary theory and policy according to the modern economic and institutional conditions with regard for the nonneutrality of money in a long-term period are outlined. It is shown that the monetary policy in the leading economies goes away more and more from traditions and consensuses. The attention is paid to the profound and complicated interconnections of the monetary sphere with country's economy, a model of state's control, and the system of institutions, whose comprehension opens new possibilities to enhance the efficiency of the monetary policy.

Keywords: monetary policy, global financial-economic crisis, capitalization, monetization, securitization.

Глобальный кризис породил вызовы ко всем сферам общества. Но в сердцеvine этих вызовов находится финансово-экономическая сфера, в которой денежно-кредитной политике отводится роль центрального регулятора. В связи с этим выход рецензируемой книги [1], которая посвящена современным вызовам к де-

Буковинский Станислав Альбинович (Bukovinskii Stanislav Al'binovich) – e-mail: Stanislav.Bukovinskyi@bank.gov.ua.

нежно-кредитной политике и возможным ответам на них, представляет не только теоретический, но и практический интерес. Это связано с рядом обстоятельств.

Период с конца 1990-х годов еще совсем недавно обещал стать "концом истории" в эволюции денежно-кредитной политики: были достигнуты консенсусы по ее теоретической модели (неоклассический синтез), потенциалу и месту в арсенале макроэкономического регулирования (Вашингтонский консенсус), оптимальной цели (ценовая стабильность), монетарному режиму (таргетирование инфляции), оптимальному уровню инфляции (2–3%), оптимальному инструменту (процентные ставки). На подъеме технологической волны, когда движение вперед обещало стремительный рост благосостояния, господствующая экономическая теория превратилась в идеологию.

Глобальный финансово-экономический кризис, начавшийся в 2008 г. и практически парализовавший денежные рынки США и Европы, придал денежно-кредитной политике антикризисную направленность, пополнив ее арсенал нетрадиционными инструментами (наработанными научными исследованиями политических ошибок Великой депрессии и опытом преодоления банковских паник в разных странах). Сначала эти меры не очень расходились с представлениями о "best practice" монетарной политики, и центральные банки ведущих экономик декларировали параллельное проведение как традиционной, так и нетрадиционной монетарной политики, нацеленной на "ремонт" ее трансмиссионного механизма. Но спасенные государствами финансовые секторы не вернулись в прежнее состояние – целые сегменты спроса на финансовых рынках исчезли или сузились, изменилась структура не только финансового, но и реального секторов, а мировая экономика до настоящего времени находится в тяжелом состоянии.

Поскольку замедление экономик произошло после кризиса в финансовом секторе, от денежно-кредитной политики стали требовать исправления ситуации и в реальном сегменте. Еще совсем недавно такой подход считался проявлением невежества или научной маргинальности. Сегодня же открыто ведут научные дискуссии о потенциале монетарного стимулирования (сверх обеспечения стабильных цен) и воплощают эти идеи в жизнь. Денежно-кредитная политика ФРС США в отклонении от своего традиционного курса прошла целый ряд этапов: от целевой поддержки отдельных сегментов финансового рынка, увеличения денежной массы через механизмы "количественного смягчения", фиксирования процентных ставок на несколько лет вперед, выкупа долгосрочных ценных бумаг, открытых временных интервалов программ количественного смягчения, объявления, наряду с целевым ориентиром инфляции, предельного значения уровня безработицы, после достижения которых возможно повышение процентной ставки, до почти полной дискреции, когда после приближения уровня безработицы к предельной отметке Комитет открытого рынка ФРС в марте 2014 г. признал, что "даже после того, как показатели безработицы и инфляции приближаются к целевым значениям, экономические условия могут давать основания и в дальнейшем удерживать ставку ФРС на уровне ниже нормального для долгосрочного периода" *. Европейский центральный банк от поддержки отдельных сегментов финансовых рынков зоны евро также перешел к долгосрочному рефинансированию по крайне низким процентным ставкам и под широкий спектр залогов. Глава Банка Англии

* FOMC statement. – 2014. – March 19 [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20140319a.htm>.

М. Карни положительно оценил потенциал нового монетарного режима – таргетирования номинального ВВП. Банк Англии кроме масштабных программ “количественного смягчения” совместно с Казначейством ввел специальную программу стимулирования банками кредитования реального сектора; в августе 2013 г., подобно ФРС США, Банк Англии объявил минимальный уровень безработицы, после достижения которого возможно сворачивание монетарного стимулирования, а когда, как и в США, уровень безработицы в стране снизился до почти предельного, то, признавая ограниченность этого показателя, вместо него в качестве индикатора для монетарной политики начал использовать показатель незадействованных производственных мощностей. В рамках программы реформ, объявленной премьер-министром Японии Синдзо Абэ, которая получила название “абэ-номика”, Банк Японии принял новую, более амбициозную цель повышения инфляции в стране и реализует масштабную программу количественного монетарного стимулирования. Япония и Швейцария осуществляли масштабные интервенции на валютных рынках для предотвращения чрезмерного укрепления своих национальных валют.

По мнению лауреата Нобелевской премии по экономике П. Кругмана, “экономики сейчас находятся в “зазеркалье”, где то, что в обычном мире является добродетелью, становится пороком, а рассудительность – глупостью” [2]. Особой остротой сегодня отличаются и научные дискуссии по монетарной политике. С одной стороны, это “радикальное кейнсианство” Кругмана, который считает излишне осторожной даже политику монетарной экспансии в США и одобрительно оценивает желание премьер-министра Японии Синдзо Абэ ограничить независимость Банка Японии, а с другой – возрождение идей австрийской школы о пагубности стимулирующей политики государства, да и самого существования центральных банков [3].

Проблемы замедления экономического роста (в 2012 г. ВВП Украины вырос лишь на 0,2%, а в 2013 г. рост вообще прекратился) и спада кредитной активности банков (в 2012 г. расширение монетарной базы на 6,4% привело к росту денежной массы на 12,5% и кредитов нефинансовым корпорациям – только на 5,2%, а в 2013 г. увеличение монетарной базы на 20,3% обеспечило прирост кредитов нефинансовым корпорациям на 14,3%) крайне актуальны и для Украины. То же касается и высоких процентных ставок в условиях посткризисного снижения склонности к риску. В Украине острота этой проблемы впечатляет: в 2012 г. в условиях дефляции средневзвешенные процентные ставки по кредитам нефинансовым корпорациям составили 14,5%, а домашним хозяйствам – 27,4%; в 2013 г., при инфляции потребительских цен на уровне 0,5%, они равнялись, соответственно, 13,2% и 27,3%. Дискуссионным остается вопрос и об оптимальном для украинской экономики режиме обменного курса.

Авторы монографии не ограничиваются рассказом о “приключениях” денежно-кредитной политики в “зазеркалье” (кризисной реальности) и корректировке связей, характеризующих механизм функционирования экономики. Критика предыдущих концепций ведется преимущественно не через выявление их недостатков, а через адекватное новым реалиям формулирование проблем и поиски подходов к их решению.

Книга начинается разделом “Фундаментальные и актуальные основания денежно-кредитной политики”. Авторы применили методологию поиска тех

структурных составляющих денежно-кредитной политики, которые входят в ее фундаментальное основание, но сегодня получили новое актуальное звучание. Здесь изложены теоретические концепции, являющиеся основополагающими для денежно-кредитной политики, объясняющие сущность стоимости, денег, цены и их соотношения, а также некоторые теоретические подходы и аспекты социально-экономической реальности, которые актуализировались в современных условиях.

Разработанные социально-временная теория стоимости, представительская теория денег и рефлексивная теория цены могут служить методологической основой для объяснения как исторически прошедших, так и новейших рыночных процессов, и прежде всего — проблемы отрыва виртуальной стоимости от реальной, что, собственно, и привело к финансовому кризису. Эти теории раскрывают сущность стоимости, денег и цены в их эволюции, а не только на определенном этапе развития экономических отношений. Согласно социально-временной теории, стоимость является основой выбора блага, предельная полезность которого равна полезности свободного времени, от которого необходимо отказаться, превратив его в общественно-необходимое рабочее время, овеществленное и пространственно локализованное в товарах, которое затем в своем движении в качестве особой формы единства экономического пространства и времени отделилось от материально-вещественных благ и затрат труда и стало в виде денег эквивалентом времени воспроизводства блага. В представительской теории деньги являются представителем стоимости как эквивалента в обмене. В соответствии с этой концепцией, они сначала возникают как особый товар, воплощающий стоимость, которую он представляет. Но поскольку представлять стоимость может не только реальный товар, но и любой другой знак или символ, то постепенно в процессе исторического развития материальность представителя исчезает и остается только его идеальный образ (идеальный в двух смыслах — как нематериальный и как наиболее совершенный, достигший предельного соответствия своей сущности). Рефлексивная теория раскрывает сущность цены как рефлексию стоимости, ее отражение в деньгах, познание стоимостью самой себя, снятие ее трансцендентности.

Книга также знакомит читателя с некоторыми неортодоксальными теориями и концепциями, помогающими лучше объяснить современную социально-экономическую реальность и выработать адекватную ей монетарную политику. В их числе — концепция рефлексивности финансовых рынков Дж. Сороса, долговая теория депрессий И. Фишера, гипотеза финансовой нестабильности Х. Мински и, наконец, парадигма монетарной экономики, предложенная в рамках информационной экономической теории Дж. Стиглицем, Э. Уэйсом, Б. Гринвальдом и другими.

Авторы показывают, что одной из наиболее эффективных попыток учесть в макроэкономических моделях проблемы поведения финансовых посредников, долгового финансирования, рефлексивности в оценке экономическими агентами будущего является информационная экономическая теория. В монографии большое внимание уделено монетарной парадигме данной теории. И это очень важно, поскольку она является едва ли не самой стройной альтернативной "мейн-стриму" монетарной теорией, содержащей микроэкономические основы, макроэкономическую модель и четкие выводы для макроэкономической политики и

финансового регулирования. Эта теория еще задолго до кризиса обосновывала важность регулирования количественных параметров денежно-кредитного рынка, необходимость смещения акцента регуляторов с денег на кредит, существование тесной взаимосвязи и переплетение целей и инструментов денежно-кредитной политики и финансового регулирования. Книга Дж. Стиглица и Б. Гринвальда “К новой парадигме монетарной экономики”, где представлена эта теория, не была переведена ни на украинский, ни на русский язык, поэтому авторы монографии более подробно знакомят с нею читателя.

Естественно, возникает вопрос: что в совокупности дают описанные в книге неортодоксальные подходы для построения более адекватной современным вызовам парадигмы денежно-кредитной политики? Авторы монографии считают, что эти подходы являются строительными блоками информационно-институционально-поведенческой парадигмы монетарной политики. Она объединяет два подхода. Первый – информационно-поведенческий, который активно развивают такие известные экономисты, как Дж. Акерлоф, Дж. Стиглиц, Д. Канеман, А. Тверски и другие, – рассматривает влияние информации на поведение экономического субъекта. Второй – институционально-поведенческий – определяет, как правила и нормы влияют на поведение экономического субъекта. Вместе они образуют институционально-информационно-поведенческую парадигму, в которой внимание, в свою очередь, акцентируется не просто на поведении в ответ на поступление информации, а на тех основаниях, на которых принимаются решения.

Причастность денежно-кредитной политики к формированию глобальных дисбалансов отрицает тезис о нейтральности денег в долгосрочном периоде. В этой связи в рецензируемой монографии рассматриваются структурно-институциональные эффекты денежно-кредитной политики в условиях финансовой нестабильности.

Одним из хорошо известных элементов докризисного экономического консенсуса был универсальный оптимальный уровень инфляции в 2% – поправка нулевой инфляции на статистические погрешности и структурные изменения, постоянно происходящие в экономике. Монетарные стратегии ведущих государств допускали временные отклонения от этого ориентира в случае инфляционного предложения, которую в основном связывали с действием отрицательных внешних шоков. Между тем, многие развивающиеся страны достигали максимальных темпов роста при более высоких уровнях инфляции. На современном этапе все чаще звучат призывы к необходимости повышения предельных уровней инфляции и для ведущих экономик, которые также находятся в процессе посткризисной структурной корректировки. С учетом этого в монографии предложена теоретическая модель взаимосвязи инфляции и производства в контексте несовершенства реальных рынков, согласно которой оптимальный уровень инфляции будет равен ее значению, при котором первая производная ценовой эластичности совокупного предложения будет равна нулю.

Еще одним аспектом, определяющим взаимодействие между реальными и монетарными переменными и, соответственно, эффективность денежно-кредитной политики, является усложнение взаимосвязей между монетарной властью, финансовыми посредниками и нефинансовым сектором в условиях глобализации, развития информационных технологий и сетевых структур. В монографии показано, как изменяется эффективность суверенного денежно-кредитного регулиро-

вания с учетом того, что на современном этапе суверенное монетарное пространство включает: часть глобального пространства потоков финансового капитала, на территории которого действуют национальные регулятивные нормы и возникают специфические суверенные риски; сеть кредитных отношений, реализуемых исходя из оценки рисков национальной и глобальной сред; финансовые учреждения, являющиеся проводниками монетарных импульсов, но цели которых все больше выходят за пределы действия монетарного и финансового регуляторов, поскольку они являются составляющими разнообразных национальных и транснациональных сетей, созданных для достижения автономных целей.

Второй раздел книги "Мировой финансово-экономический кризис и изменение подходов к проведению денежно-кредитной политики" посвящен анализу мирового финансово-экономического кризиса, начавшегося в 2008 г., и его влиянию на денежно-кредитную политику. Авторы не ограничиваются обобщением разных подходов к причинам современного кризиса и изложением собственного видения. Следуя логико-исторической методологии рассмотрения теорий и явлений, они предлагают собственный подход к фундаментальному анализу финансово-экономической динамики. Согласно ему, основная причина кризисов всегда состоит в противоречии, выражающем соотношение двух существенных сторон явления. В частности, главным противоречием современной финансово-экономической системы является противоречие между производством реальной стоимости и движением ее денежных и финансовых форм. В свою очередь, оно проявляется в целой системе противоречий: между спросом и предложением, стоимостью и деньгами, доходами и финансовыми обязательствами (долгами). Противоречия между спросом и предложением решаются в процессе капитализации; между стоимостью и деньгами — в процессе монетизации; между доходами и финансовыми обязательствами — в процессе секьюритизации. Эти три процесса — капитализации, монетизации и секьюритизации — находятся в рефлексивном взаимодействии (обусловленном рефлексивной природой цены). Авторы доказывают, что именно это и является сердцевиной накопления диспропорций, виртуализации экономики и развертывания кризисов. Динамичное развитие экономики и рост прибылей вызывают увеличение капитализации (преобразование разных ресурсов в капитал), которая неизбежно включает в себя фиктивную стоимость. "Увеличение капитализации создает дополнительный спрос на деньги..., что приводит к росту монетизации экономики, которая, в свою очередь, создает дополнительные возможности капитализации. Возникающие в процессе хозяйственного оборота отрицательная стоимость (долги) и основанная на ней секьюритизация органически вплетаются в процесс капитализации и служат дополнительным фактором монетизации. На этой основе возникают финансовые пузыри.

Этому способствует существующий *механизм накопления "лишних" денег в мировой экономике*. Современная система денежного обращения, эмиссии денег и накопления устроена таким образом, что излишний выпуск денег в экономику сразу не приводит к соответствующему росту потребительских цен. В развитых странах дополнительные доходы населения в силу удовлетворенности базовых потребностей сразу не выплескиваются на потребительский рынок. Существуют резервуары, которые первыми поглощают этот "излишек": это финансовый рынок, цены на недвижимость, монопольные товары. "Излишек" денег в эконо-

мике первоначально приводит не к росту потребительских цен, а к увеличению капитализации, цен на недвижимость, кредитование (под более дорогую недвижимость и более дорогие ценные бумаги получают большие кредиты и т. д.). Наполнение таких резервуаров отодвигает во времени обнаружение диспропорций и приводит к их накоплению. Неизбежным следствием этого является достижение точки, в которой начинается кризис, и затем происходят сдвиги, приводящие структуру цен в соответствие с реальными стоимостными пропорциями» [1, с. 107–108].

Основными векторами решения внутренних противоречий финансово-экономической системы, по мнению авторов, являются: установление соответствия между движением реальной стоимости и ее денежных и финансовых форм, что обеспечит адекватную состоянию экономики меру соотношения капитализации, монетизации и секьюритизации, блокирование их рефлексивной мультипликации и энтропии финансово-экономической системы; создание нескольких эмиссионных центров региональных валют (например, зоны юаня, динара, рубля и т. д.), которые возьмут на себя часть функций, в настоящее время выполняемых американским долларом как мировой валютой, что сделает эмиссию более контролируемой; переход от преимущественно параметрического к преимущественно институциональному регулированию экономики с помощью системы правил и ограничений (бюджетных, монетарных, инвестиционных и др.), которые позволят субъектам принимать сбалансированные решения в условиях роста параметрической неопределенности, и глобализация регулирования [1, с. 113].

Авторы выделяют принципиальные особенности глобального финансово-экономического кризиса, начавшегося в 2008 г. Во-первых, он имеет очевидную институциональную основу: «... быстрая финансовая глобализация не стала бы возможной без создания специальных институциональных условий снижения или полного устранения оценки риска из процедур принятия инвестиционных решений» [1, с. 116]. Во-вторых, *«возникновение глубокого кризиса было обусловлено фактором легкодоступности денег, что способствовало частичной потере ими обязательного свойства любого экономического блага — редкости. Вследствие этого цены как денежное выражение стоимости потеряли информационную надежность, а субъекты рынка получили возможность экономить на профессиональности, компетентности»* [1, с. 118]. В-третьих, *«современный кризис связан с изменениями ценностной направленности. В их основе — воздействие негативных институциональных и технологических тенденций постиндустриального и глобального развития. Их результатом становится недоверие к свободе как таковой и связанный с этим массовый отказ от рисков и ответственности. В результате мы наблюдаем крайне опасный кризис субъектности, массовую потерю статусов, усиление общей конфликтности в экономике. Реально обозначилась альтернатива «стабильность или свобода»»* [1, с. 118].

Хотим обратить внимание на то, что предусмотренные в монографии направления сбалансирования кризисной системы уже находят свое подтверждение в экономической политике и изменениях в хозяйственной деятельности. Приведем некоторые из них. *«Финансовые институты должны существенно измениться в плане приспособления к потребностям реального сектора, к его институциональной и отраслевой конфигурации. «Радиус» их экономической силы и полно-*

мочий частично будет сокращаться. Требования к качеству и структуре капитала будут становиться жестче.

Должна быть конституирована новая финансовая и институциональная роль государства, подкрепленная новыми инструментами и методами государственного регулирования рынков. Скорее всего, это будет набор рычагов, включающий как общие, так и специализированные инструменты, которые можно объединить в такую новую институцию, как *единый регулятор*.

Новая система должна возродить принципиально важный статус персонификации риска инвестора в принятии инвестиционных решений. Как следствие возникнет спрос на новый класс финансово-инвестиционных институтов с более коротким радиусом действия, основанных на личном доверии, персонифицированных инвестициях и реальных активах" [1, с. 119].

Далее авторы формулируют вызовы современного финансово-экономического кризиса к денежно-кредитной политике и характеризуют особенности ответов на них центральными банками ведущих экономик — США, еврозоны и Великобритании. Основной вызов сводится к несоответствию традиционного содержания денежно-кредитной политики современной экономической и институциональной среде, в частности, неадекватности традиционного понимания ее целей, механизмов, инструментов и результатов. Так, вызовом для традиционного понимания целей денежно-кредитной политики является то, что не работает устойчивая система распределения целей между инструментами макроэкономического регулирования: денежно-кредитной и фискально-бюджетной политикой. Вызов механизмам и инструментам денежно-кредитной политики — это вызов "традиционному" подходу к проведению денежно-кредитной политики, основанной на принципах неоклассического синтеза: выбор процентной ставки (цены денег), а не их количества как инструмента денежно-кредитной политики (считается, что ценовой механизм является самым эффективным регулятором рынка); выбор краткосрочной процентной ставки в качестве главного инструмента денежно-кредитной политики (исходит из микроэкономической гипотезы рыночных ожиданий, согласно которой прибыльность долгосрочных инструментов является средней геометрической ожидаемых доходов по краткосрочным инструментам, а премия за риск берется фиксированной); выбор операций РЕПО в качестве инструмента изменения ключевой процентной ставки центрального банка (обусловлен желанием ограничить влияние регулятора на структуру балансов субъектов экономики) [1, с. 121]. Вызовы к механизмам и инструментам денежно-кредитной политики состоят в: неэффективности процентной ставки как инструмента денежно-кредитной политики в условиях кризиса; отсутствии связи между кратко- и долгосрочными ставками центрального банка; неэффективности инструментов РЕПО, не влияющих на структуру баланса центрального банка и экономических субъектов; в том, что не работает система автоматического распределения эмиссионных ресурсов между субъектами хозяйствования [1, с. 122]. И наконец, вызовом кризиса к результатам денежно-кредитной политики стал резкий рост их неопределенности. Действительно, сегодня как в политических, так и в академических кругах существуют абсолютно полярные оценки необходимых масштабов и возможных последствий беспрецедентного монетарного стимулирования.

Серьезным методологическим провалом монетарной экономики стали игнорирование нелинейных системных эффектов, возникающих в экономической

системе, и отсутствие макрорегулирования рисков. Отсюда – существование нерешенных в традиционных рамках парадоксов монетарного регулирования: цикличность регулирующих мер, парадоксы существования кредитора последней инстанции, противоречия ценовой и финансовой стабильности, парадоксы пруденциальной политики, противоречия количественных индикаторов финансовой стабильности на микро- и макроуровнях. Ядром парадигмы макрорегулирования рисков может стать предложенная в монографии холистическая парадигма системных рисков, опирающаяся на методологию сложных систем и дающая понимание внутренних закономерностей когерентного поведения рыночных агентов. Новое понимание системных рисков позволяет более широко определить концепцию финансовой стабильности для экономики в целом, а не только для финансовой системы в узком, традиционном, смысле.

Отдельный раздел книги “Денежно-кредитная политика в Украине в условиях финансово-экономического кризиса и посткризисного восстановления: внешние и внутренние аспекты” посвящен денежно-кредитной политике Украины в широком контексте внешних и внутренних макроэкономических, политических и финансовых процессов. Такой подход не характерен для традиций монетарного анализа последних 20 лет, ведь везде культивировались теория и институциональное воплощение независимой монетарной политики, которая превыше всего ставит одну приоритетную цель и может временно от нее отступить только под влиянием внешних шоков. Эффективность денежно-кредитной политики, соответственно, оценивалась после выполнения этой цели. В действительности же такое положение вещей означало только, что на определенном этапе в определенных экономиках было оптимальным именно такое сбалансирование целей макроэкономического регулирования. В несбалансированных экономических системах, к которым относится и экономика Украины, взаимосвязи денежно-кредитной политики с политическими процессами, институциональными, структурными и социальными проблемами просматриваются более рельефно. Это убедительно демонстрируют авторы монографии.

В 1992–1999 г. экономика Украины находилась в состоянии трансформационного спада. Глубокая девальвация национальной валюты во время кризиса 1998–1999 гг., предоставившая значительные ценовые преимущества украинским экспортерам, благоприятная внешняя конъюнктура и наличие запаса незадействованных производственных мощностей превратили экспортеров в локомотив экономического роста. С тех пор в условиях отсутствия действенной структурной политики и появления новых “точек роста” денежно-кредитная политика нацеливалась на сохранение курсовой составляющей ценовой конкурентоспособности экспортеров. В 2004–2005 гг. к структурному фактору денежно-кредитной политики в Украине добавился политический, связанный с решением использовать полученные благодаря положительным внешним факторам преимущества в политической борьбе – для активного бюджетного стимулирования потребительского спроса. Если в 2000–2002 гг. на оплату труда и трансферты населению расходовалось не более 38%, то в 2005–2008 гг. – уже свыше 50%. С 2004 г. стремительно набирает обороты превышение темпов роста заработной платы над темпами роста производительности труда (2,1% в 2003 г., 13,4% в 2004 г., 26,5% в 2005 г. и 28,2% в 2008 г.) [1, с. 183–184]. Это привело к росту потребительского спроса, который уже в 2005 г. стало невозможно удовлетворить с помощью мощностей национальной

экономики. Началось стремительное увеличение импорта, что в следующем году повлекло за собой формирование отрицательного сальдо счета текущих операций платежного баланса. Как свидетельствует проведенный авторами статистический анализ, каждый раз стремительное повышение социальных выплат сопровождалось ростом инфляции (ее динамика в 2003–2008 гг. фактически повторяет динамику социальных трансфертов) и падением инвестиций в основной капитал (годовые темпы их прироста снизились в 2005 г. до минимальных 1,9% против 28% в 2004-ом). Через 3 года такая ситуация практически полностью повторилась – 3–4-кратное ускорение социальных выплат из бюджета сопровождалось абсолютным падением инвестиций в основной капитал: –2,6% в 2008 г. против прироста на 29,8% в 2007 г. [1, с. 208–209].

К действию внешних и внутренних структурных и политических факторов денежно-кредитной политики подключились институциональные изменения в финансовой системе. На рост платежеспособного потребительского спроса в Украине активно отреагировали глобальные финансовые рынки, что проявилось в динамичном росте притоков капитала, в частности, экспансии иностранных банков и внешнем кредитовании отечественных финучреждений и украинских "дочек" западных финансовых групп. В Украине было принято политическое решение не противостоять этим процессам, ведь, во-первых, действительно тяжело отказаться от масштабных притоков финансовых ресурсов, а во-вторых, надеялись, что все это поднимет финансовый сектор на качественно новый уровень. Если внешне характер денежно-кредитной политики в 2005 г. не изменился (продолжались интервенции на поддержку курса, что давало возможность накопить валютные резервы), то природа эмиссионных процессов претерпела кардинальные изменения: с тех пор в ее основе лежал не чистый прирост доходов страны от экспорта, а притоки капитала. На этой ненадежной основе до 2008 г. строились стабильность обменного курса, денежная эмиссия, доверие к денежной единице и в значительной степени – к банковской системе [1, с. 184–185]. Резкое падение цен на товары украинского экспорта и стремительное ограничение притоков финансового капитала привели к кризису платежного баланса и стали пусковым механизмом экономического и финансового кризисов в Украине.

Украина является малой открытой экономикой, поэтому величина и динамика валютного курса выступают одним из главных ее макроэкономических параметров, который, наряду с внутренней инфляцией, определяет ценовую конкурентоспособность отечественного экспорта. Кроме того, курс иностранной валюты является важным индикатором доверия населения к денежно-кредитной политике. Так, с 1998 г. доля валютных депозитов в структуре срочных депозитов домохозяйств не опускалась ниже 44%, а в конце 2012 г. достигла 54%; важным средством сбережений населения остается и наличная иностранная валюта. Следовательно, авторы монографии не могли оставить вне внимания проблему валютного курса в Украине.

В своих исследованиях они опираются на анализ ключевых макропараметров внешней ценовой конкурентоспособности: номинального эффективного обменного курса (НЭОК), дифференциала инфляции Украины и ее торговых партнеров, реального эффективного обменного курса (РЭОК). В книге показано, что в условиях поддержки стабильного курса гривни к доллару в 2000–2007 гг. (в течение этого периода гривня ревальвировала относительно доллара на 3,2%), дина-

мика НЭОК отображала в основном ослабление курса доллара на международных рынках, прежде всего по отношению к евро. Как следствие, с декабря 1997 г. по декабрь 2008 г. НЭОК гривни снизился на 44,6%, что означало получение почти 1,5-кратных курсовых преимуществ украинскими предприятиями [1, с. 201]. Однако, как показано в монографии, эти эффекты постепенно нивелировались растущей инфляцией. Уже в апреле 2008 г. рост индекса потребительских цен в годовом измерении превысил 30%, а индекса цен производителей промышленной продукции в июне того же года – 45%. В результате в 2008 г. инфляция в Украине начала превышать ее средневзвешенный уровень в странах – торговых партнерах. Вследствие такого действия курсового и ценового факторов РЭОК гривни в 2008 г. начал расти. Проведенные авторами статистические сравнения подтвердили наличие в экономике Украины классической обратно пропорциональной взаимосвязи между динамикой реального курса гривни и чистого экспорта товаров в 2002–2008 гг. Это свидетельствует о существовании в тот период высокой ценовой эластичности отечественного экспорта [1, с. 204].

Ответственность за стабильность денежной единицы, возложенная на Национальный банк Украины ст. 99 Конституции Украины, вынудила его сосредоточиться на инфляции. Не ставя под сомнение необходимость контроля за инфляцией, авторы обращают внимание на ряд принципиальных моментов, которые не были учтены. Во-первых, это природа инфляции в каждом отдельном случае. В монографии показано, что инфляция была связана с перераспределением финансовых потоков в пользу потребительского рынка за счет истощения производственных инвестиций [1, с. 208–209; с. 183–184], но бороться с ней стали монетарными методами – путем ревальвации курса, ограничения валютного канала денежной эмиссии. Это противопоставило цели ценовой и курсовой стабильности и вынудило сделать между ними выбор. Большинство западных исследований на эту тему доказывает, что такой выбор неизбежен, что “нельзя усидеть сразу на двух стульях”. В свою очередь, авторы монографии обосновывают, что в динамике эту задачу можно решить не столь радикально. Во-вторых, в монографии отмечается необходимость более гибкого подхода к определению оптимального уровня инфляции как такого, при котором максимизируется экономический рост. Предложенная в монографии теоретическая модель инфляции показывает, что она будет зависеть от структурных и институциональных особенностей конкретной экономики. Применяв статистический метод сглаживания 12-месячных показателей инфляции и роста ВВП в Украине, авторы монографии допускают, что оптимальные уровни инфляции в украинской экономике могут находиться в районе 10% [1, с. 211]. В-третьих, переход к более гибкому режиму курсообразования можно осуществить быстро, просто объявив об этом и уменьшив объемы интервенций центрального банка на валютном рынке, однако само по себе это не создает эффективного альтернативного канала денежной эмиссии. Доминирование валютного канала денежной эмиссии авторы монографии объясняют в том числе и с точки зрения уровня институционального развития отечественной финансовой системы. Отсутствие в Украине полноценного рынка ценных бумаг и в более широком смысле надежных инструментов и механизмов залога привело к тому, что эмиссия под кредитование оказывается менее обеспеченной, чем под приток иностранной конвертируемой валюты. В Украине размер фондового рынка остается в 20–25 раз меньше межбанковского валютного рынка [1, с. 211–213].

В монографии подробно рассматриваются хронология, логика и последствия антикризисных мер, проводимых в течение 2008–2011 гг. в монетарной сфере Украины, и выделяются их этапы. Авторы раскрывают следующие особенности денежно-кредитной политики данного периода: чередование мер по поддержке ликвидности банковской системы с целью ее финансового оздоровления с изъятием этой ликвидности с учетом отсутствия эффективных механизмов обеспечения спроса на кредиты и для ограничения спроса на иностранную валюту; активное использование фискальных стимулирующих мер, реализованных в денежно-кредитной сфере (путем выкупа НБУ государственных облигаций с целью рекапитализации банков и частичного использования для этого кредита МВФ); проведение денежно-кредитной политики с учетом ограничений, установленных меморандумами, подписанными в связи с получением кредитов МВФ; попытки стимулирования кредитования реального сектора с помощью мер регуляторного характера; принятие мер по ограничению потребительского кредитования в иностранной валюте.

Авторы отмечают, что в Украине из-за влияния глобальных факторов торможения экономического роста, действующих в совокупности с факторами внутренних бюджетных дисбалансов, основная нагрузка по сбалансированию системы ляжет на денежно-кредитную политику. В результате могут возникнуть вызовы, связанные с: неопределенностью эффектов и неразработанностью инструментов стимулирующей денежно-кредитной политики, которая в последние десятилетия развивалась в первую очередь как стабилизирующий инструмент (этот вызов актуален не только для Украины); использованием денежно-кредитной политики для удовлетворения текущих, а не инвестиционных бюджетных нужд; противоречием между необходимостью денежно-кредитного стимулирования и недопущением денежной подпитки теневого сектора; последствиями переформатирования рынка внешних заимствований [1, с. 260].

Значительную роль в формировании дисбалансов, обусловивших кризис в Украине, сыграл иностранный банковский капитал. Это подтвердило, что без целенаправленной государственной политики не стоит ждать от него желаемых эффектов. В монографии рассмотрены особенности поведения российского капитала в Украине, что является примером реализации более долгосрочных деловых и государственных интересов в банковском секторе страны-реципиента.

В заключительном, четвертом, разделе "Перспективы модернизации денежно-кредитной политики" очерчиваются перспективы денежно-кредитной политики после окончания острой фазы кризиса в контексте задач обеспечения устойчивого экономического роста. Авторы обращают внимание на проблемы монетарного суверенитета. Кризис суверенного долга ряда стран зоны евро повлек за собой отрицательные институциональные последствия отказа от монетарного суверенитета в условиях отсутствия адекватных международных и глобальных институций, которые могли бы обеспечить ответственность экономических субъектов. Обострение проблемы монетарного суверенитета также проявляется в более частых конфликтах на транснациональном и международном уровнях, связанных с движением капиталов и обменных курсов. В монографии обосновывается, что государственный суверенитет как институт сегодня все еще остается основной "несущей конструкцией" мировой системы. Он задает границы свободы и ответственности национальных государств, действующих в

связанном глобальном экономическом, политическом и социальном пространстве. Соответственно, сжатие институциональной сферы суверенитета может привести к массовой безответственности субъектов, склонности к применению силы, снижению качества глобальной кооперации и конкуренции [1, с. 292–293]. Авторы доказывают, что в современных условиях монетарный суверенитет уже нельзя сводить только к таргетированию инфляции — он требует более широкого таргетирования финансовой стабильности.

Поскольку эпицентр кризиса находился в развитых странах и именно они прибегли к беспрецедентному наращиванию глобальной ликвидности для борьбы с ним, особое внимание авторы уделяют рассмотрению вызовов, встающих перед макроэкономической политикой этих стран после преодоления острой фазы кризиса. В монографии показано, что вызовом для денежно-кредитной политики ведущих экономик на современном этапе является поиск ее оптимального курса в поле следующих противоречий: между экономией и экономическим ростом; между сохранением с помощью антикризисных мер статус-кво и реформированием национальных и глобальных экономических систем; между экономическим стимулированием и преодолением экономических и финансовых дисбалансов; между недопущением кредитного сжатия и уменьшением долгового бремени экономических агентов; между внутренней (национального государства) и внешней (других государств и наднациональных образований) ответственностью за дисбалансы в национальных экономиках; между интересами международных кредиторов и интересами демократических государств, где смена власти может привести к отказу от долга; между рыночно ориентированной системой и социальной рыночной экономикой, ведь обе оказались недостаточно устойчивыми и эффективными [1, с. 331].

Рассмотрены также вызовы к монетарной политике стран с формирующимися рынками, в частности, сырьевых экономик, к которым относится и Украина. Авторы поднимают проблему “голландской болезни” и характеризуют ее особенности и количественные параметры в Украине. Если в 1980-е годы в структуре украинской промышленности и товарного экспорта удельный вес машиностроения стабильно составлял около 30–40%, а черной металлургии — в 2–3 раза меньше, то сегодня ситуация прямо противоположная. Украина превратилась в сырьевой придаток не только развитых стран, но и более успешных развивающихся экономик: экспортируя в Китай металл, мы не только ввозим китайские ширпотреб, электронику и автомобили, но и берем у него государственные кредиты для приобретения его же оборудования [1, с. 337]. Как абсолютно уместно отмечено в монографии, “голландская болезнь” давно известна и в мире наработан определенный опыт решения этой проблемы, которым следует воспользоваться и Украине.

В заключение авторы пытаются выяснить, как после кризиса будет эволюционировать денежно-кредитная политика, выступающая инструментом макроэкономического регулирования. Модернизация монетарной политики, по их мнению, может происходить в следующих направлениях: переход от системы “одна цель — один инструмент” к системе “множество целей — множество инструментов”; сохранение ее стимулирующей направленности; привлечение центральных банков к политическим процессам, связанным с распределением национального дохода, вследствие сохранения нетрадиционной денежно-кредитной политики на более длительную перспективу; усиление зависимости эффектив-

ности макроэкономической политики и финансового регулирования от уровня доверия глобальных финансовых рынков к государству; рост потребности в объединении макроэкономической политики и регулирования, включая денежно-кредитную политику, вокруг проектов национального и регионального развития.

Выводы

Подводя итоги, отметим, что посткризисная экономическая и финансовая несбалансированность для ведущих экономик действительно стала "зазеркальем", переворачивающим цели и приоритеты "с ног на голову". В то же время ряд стран и до этого жили в такой реальности, и некоторые из них проводили адекватную ей политику (не зря сегодня заговорили об альтернативном Вашингтонскому Пекинском консенсусе). Таким образом, рецензируемая книга, собственно, помогает не только заглянуть в мир "экономического зазеркалья", но и, что не менее важно, привлекает внимание к более глубоким и сложным взаимосвязям монетарной сферы с экономикой страны, моделью государственного регулирования, системой институтов и убеждает в существовании новых, более смелых и эффективных решений в этой сфере.

Список использованной литературы

1. Новые вызовы для денежно-кредитной политики в современных условиях. — Кн. 2: Взгляд из Украины ; [под ред. акад. НАНУ В.М. Гейца, чл.-корр. НАНУ А.А. Грищенко]. — К. : НАН Украины; Ин-т экон. и прогнозир., 2012. — 360 с.
2. *Krugman P. Shinzo and the Helicopters (Somewhat Wonkish)* [Электронный ресурс]. — Режим доступа : <http://krugman.blogs.nytimes.com/2013/01/18/shinzo-and-the-helicopters-somewhat-wonkish/>.
3. *Уэрта де Сото Х.* В защиту евро: подход австрийской школы // Вопросы экономики. — 2012. — № 11. — С. 78–100.

References

1. *Novye vyzovy dlya denezhno-kreditnoi politiki v sovremennykh usloviyakh. Kn. 2, Vzglyad iz Ukrainy, pod red. V.M. Geitsa, A.A. Gritsenko* [New Challenges for the Monetary Policy under Modern Conditions, Vol. 2, Look from Ukraine], edited by V.M. Heets' and A.A. Gritsenko. Kiev, NAS of Ukraine, Institute for Economics and Forecasting of the NASU, 2012 [in Russian].
2. *Krugman P. Shinzo and the Helicopters (Somewhat Wonkish)*, available at: <http://krugman.blogs.nytimes.com/2013/01/18/shinzo-and-the-helicopters-somewhat-wonkish/>.
3. *Uerta de Soto Kh. V zashchitu evro: podhod avstriiskoi shkoly* [To the defense of euro: the approach of the Austrian school]. *Voprosy Ekonomiki — Questions of Economy*, 2012, No. 11, pp. 78–100 [in Russian].

Статья поступила в редакцию 29 апреля 2014 г.
