Исследования и анализ
Studies & Analyses

Центр социально-экономических исследований

Center for Social and Economic Research

171

Малгожата Маркевич, Марта Дехтярчук, Урбан Гурски

Монетарная политика на Украине в 1996-1999 гг.

Перевод с английского Ирины Синициной

Варшава, июль 1999 г.

Материалы, публикуемые в настоящей серии, имеют рабочий характер и могут быть включены в будущие издания. Авторы высказывают свои собственные мнения и взгляды, которые не обязательно совпадают с точкой зрения Центра CASE.

Данная работа подготовлена в рамках проекта «Программа макроэкономической политики на Украине», финансируемого Агентством США по международному развитию (USAID).

© CASE – Центр социально-экономических исследований, Варшава 1999 г.

Редактор русского издания: Петр Козаржевский

ISBN 83-7178-162-8

Издатель:
CASE – Центр социально-экономических исследований
Польша, 00-944 Warszawa, ul. Sienkiewicza 12
тел.: (48-22) 622-66-27, 828-61-33
факс: (48-22) 828-60-69
e-mail: case@case.com.pl
Internet: www.case.com.pl

Содержание

Аннотация 7

Введение 8

1. Законодательная база 9

2. Обзор монетарной политики 10

3. Инструменты монетарной политики 15

4. Курсовая политика 20

5. Банковская система 28

6. Заключение 36

Литература 38

Приложение 39

Малгожата Мркевич
Научный сотрудник
CASE — Центр социально-экономических исследований

Выпускник экономического факультета Варшавского университета. Участвовала в ряде проектов, посвященных экономике переходного периода: в 1995 г. на Украине, в 1996-1998 гг. в Киргизии, в 1997 г. в Грузии. В настоящее время участвует в проекте HIID/CASE «Программа макроэкономической политики на Украине».

Марта Дехтярчук
Младший научный сотрудник
CASE — Центр социально-экономических исследований

Магистр экономики Киево-Могилянской академии, Киев.

Урбан Гурски
Младший научный сотрудник
CASE — Центр социально-экономических исследований

Магистр экономики в Сассекском университете, Великобритания (1996); с января 1997 г. участвует в консультационных проектах на Украине. В настоящее время работает в рамках проекта HIID/CASE «Программа макроэкономической политики на Украине».

Аннотация

В настоящей работе рассматриваются особенности монетарной политики, проводившейся на Украине после введения новой национальной валюты — гривны. Общий вывод из проведенного анализа состоит в следующем: основной причиной финансового кризиса на Украине была непоследовательность проводимой экономической политики. Если проводившуюся монетарную политику можно охарактеризовать как жесткую, то фискальная политика носила в основном экспансионистский характер. Основной причиной кризиса и утраты доверия к национальной валюте были проблемы в сфере публичных финансов. Огромные аппетиты бюджета финансировались за счет внешних и внутренних заимствований. До тех пор, пока на Украину поступал иностранный капитал, здесь не возникало серьезных монетарных проблем. Когда же начался отток капитала нерезидентов, центральный банк начал поддерживать бюджет посредством скупки казначейских векселей на первичном рынке и предоставления прямых кредитов правительству. Неся ответственность за реализацию основной цели монетарной политики, которой является поддержание стабильности цен, НБУ начал изменять структуру своих активов. Остальные проблемы банковского сектора и публичных финансов оказались нерешенными в силу причин, носящих политико-экономический характер. Их разрешение затронуло бы слишком серьезные интересы, и в настоящее время для изменения существующего положения вещей отсутствует политическая воля.

Введение

В настоящей работе рассматриваются особенности монетарной политики, проводившейся на Украине после введения новой национальной валюты — гривны. В свете событий конца 1997 г. (финансовый кризис в странах Юго-Восточной Азии) и после августа 1998 г. (финансовый кризис в России) для удержания уже достигнутой к тому времени в стране финансовой стабилизации необходимо было проводить чрезвычайно гибкую монетарную политику. После гиперинфляции 1993 г. уровень инфляции в стране удавалось контролировать, и он сократился примерно до 10% в год в 1997 г. и удерживался на уровне 20% в 1998 г. Однако инфляционные последствия кризиса 1998 г. оказались менее серьезными, чем можно было бы ожидать. Это подтверждает вывод, что методы кризисного управления на Украине были правильными. Проблемы противодействия инфляции и содействия развитию банковского сектора были частично решены, хотя национальную валюту и пришлось девальвировать в 1998 г. на 80%.

Авторы, однако, хотят показать, что финансовые проблемы на Украине были связаны с действием преимущественно внутренних факторов. Кризис в России (основном торговом партнере Украины) лишь ускорил некоторые процессы, а не вызвал их. В представленной работе дается исторический анализ развития в стране экономических процессов, в конечном итоге приведших к финансовому кризису.

Структура работы выглядит следующим образом. В главе 1 излагаются основные ограничители монетарной политики, связанные с действующим законодательством. Вторая глава посвящена рассмотрению развития Украины в период с момента введения гривны до кризиса 1998 г. В третьей главе представлен краткий обзор инструментов монетарной политики. В четвертой авторы попытались обсудить и оценить стратегию проводимой в стране курсовой политики. В пятой на фоне складывавшейся в стране макроэкономической ситуации рассматриваются ключевые моменты развития банковского сектора. В заключительном разделе поставлены некоторые вопросы, оставшиеся открытыми при оценке источников кризиса и практики его преодоления.

1. Законодательная база

Правовой статус, организационная структура и основные направления деятельности Национального банка Украины (НБУ) определяются Конституцией Украины, Уставом НБУ и законом «О банках и банковской деятельности», принятом в 1991 г. Последний законодательный акт нуждается в пересмотре, и поэтому в 1996 г. был подготовлен и передан на рассмотрение парламента проект закона «О Национальном банке Украины». Однако этот законопроект пока не обсуждался парламентом и все еще ждет своего рассмотрения. Кроме того, в декабре 1998 г. группа депутатов подготовила и представила на рассмотрение парламента новый закон — «О Совете НБУ».

Предложенный закон предусматривает создание Совета для определения направлений монетарной политики, ее реализации и надзора за ее проведением. Предполагается, что новая структура управления монетарной политикой будет независима от НБУ и от правительства. Целью этой законодательной инициативы является выведение функций проведения независимой политики за рамки НБУ. Предложенный Совет будет определять, будут ли финансовые ресурсы направляться на развитие экономики, что на практике означает осуществление контроля над кредитной экспансией (эмиссией). Предложенный закон вступает в противоречие с Конституцией Украины и не соответствует целям рыночно ориентированной системы. Он представляет собой попытку вывести функции создания Совета за рамки закона о НБУ, утвердить его в виде отдельной законодательной нормы и перевести на него контроль над разработкой направлений монетарной политики. С августа 1998 г., когда в России начался финансовый кризис, а на Украине начали распространяться панические настроения, монетарная политика НБУ часто подвергалась публичной критике со стороны президентской администрации, парламента и правительства. Поднимался также вопрос о смене его председателя. По действующему законодательству положение НБУ и его председателя является слабым, и закон о НБУ необходимо принять. До этого времени положение НБУ будет открыто для политических атак, и будет постоянно подниматься и дискутироваться вопрос об основной цели монетарной политики (которая в соответствии с Конституцией состоит в поддержании стабильности цен).

2. Обзор монетарной политики

Процесс макроэкономической стабилизации на Украине был чрезвычайно сложным и осуществлялся главным образом с помощью инструментов монетарной политики. Основной проблемой являлась слабая взаимная увязка фискальной и монетарной политики. С точки зрения фискальной составляющей достижения в области снижения бюджетного дефицита были подорваны накоплением государственного дефицита и ростом задолженности на всех уровнях публичного сектора (см. таблицу 1).

Таблица 1. Основные индикаторы

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Дефицит бюджета (в % к ВВП)	-13,8	-5,1	-8,9	-6,6	-4,9	-6,7	-2,0
Расходы бюджета в % к ВВП	38,4	38,6	52,4	44,6	41,9	37,1	29,4
Денежная база*					38,0	45,0	22,0
М0*					54,0	51,7	16,7
М2*					45,0	38,0	24,0
ИПЦ		10199	401	181,6	39,7	10,1	20,4

* Динамика за год (в %).

Основной причиной фискального сжатия стало скорее сокращение возможностей для привлечения финансирования из-за рубежа, чем проведение фискальной реформы и снижение расходов. Высокая доля государственных расходов в ВВП (29,4% ВВП в 1998 г.) свидетельствовала о том, что бюджет сохранял обширные перераспределительные функции, и отражала неэффективность реформ в системе управления и на предприятиях. В бюджете до сих пор преобладают социальные расходы и субсидии предприятиям и домашним хозяйствам. В этих условиях монетарная политика не смогла опереться на прочную фискальную основу.

На первый взгляд, эффективность монетарной политики, измеряемая стабильностью цен, выглядит неожиданно высокой. Однако динамика денежных агрегатов неспособна выявить источники нестабильности, которые продемонстрировал августовский кризис 1998 г. Как показано на рис. 1 в приложении, рост денежной базы и агрегата М2 не соответствует той модели, которая могла бы объяснить низкую динамику инфляции и валютного курса до кризиса 1998 г.

2.1. Восстановление

В течение всего 1996 и начала 1997 гг. органы, отвечающие за проведение монетарной политики, проводили относительно жесткий ее вариант по сравнению с предшествующими годами. В 1996 г. внутреннее кредитование и увеличение объема агрегата М2 были лимитированы, денежная база возросла на 38%, а агрегат М2 — на 45%. В 1997 г. эти показатели составляли соответственно 45% и 38%. Ограничение кредитной экспансии и низкие темпы ремонетизации экономики способствовали достижению относительно низких темпов инфляции. В 1996 г. цены возросли на 39,7%, а в 1997 г. — на 10,1%. В 1996 г. и в первой половине 1997 г. достижению относительно низких темпов кредитной экспансии способствовало действие двух факторов. Во-первых, дефицит консолидированного бюджета снизился с 6,6% в 1995 г. до 4,9% в 1996 г. и до 4,6% в первой половине 1997 г. (несмотря на то, что бюджет 1997 г. не был одобрен до конце июня 1997 г.). Во-вторых, развитие рынка государственных ценных бумаг, ожидание того, что парламент страны одобрит пакет реформ, а также высокая доходность казначейских векселей повысили интерес иностранных инвесторов к этому рынку. Если казначейские векселя позволяли НБУ ограничивать прямую кредитную экспансию, то приток портфельных инвестиций оказал дополнительное давление на гривну. Эти инвестиции заставляли НБУ расширять нетто-приобретение иностранной валюты для того, чтобы предотвратить сильное обесценение гривны. Приток портфельных инвестиций был частично стерилизован, но в целом объем резервных денег рос по мере увеличения иностранных активов (см. рис. 2 в приложении).

В 1996 и в 1997 гг. отмечалась низкая корреляция между ростом денежной массы и повышением цен. Это отражает постепенный рост спроса на деньги. Существует несколько объяснений этого роста предложения денег[1]. Во-первых, в сентябре 1996 г. была введена новая национальная валюта — гривна. Неконфискационный характер этой реформы стал серьезным вкладом в укрепление доверия к национальной валюте. Это положение подтверждается снижением уровня долларизации (отношение депозитов в национальной валюте ко всем депозитам) с 28,5% в 1996 г. до 25,6% в 1997 г. Во-вторых, среди иностранных инвесторов, приобретающих украинские казначейские векселя, возрос спрос на гривну. В-третьих, возросло доверие граждан к национальной банковской системе, что проявилось в росте депозитов домашних хозяйств в национальной валюте. В-четвертых, возросли реальные доходы населения. И,

[1] Dekhtiarchuk M., *Relationship between money supply and inflation*, Kiev, November 1998, mimeo.

наконец, снизились инфляционные ожидания. В сентябре 1997 г. отношение денежного агрегата M2 к номинальному ВВП достигло 10,4%, в то время как годом раньше оно составляло 8,1%.

Однако повышение спроса на деньги было меньшим, чем можно было бы ожидать, исходя из резкого снижения инфляции и устойчивого номинального валютного курса. Факторами, обусловившими относительно медленный рост спроса на деньги, стали спрос на различные формы суррогатных денег, такие как долговые обязательства, и широкое распространение бартера (объем бартерных операций возрос с 30% от общего объема продаж промышленных товаров в 1997 г. до 48% в 1998 г.).

Рост спроса на деньги был в основном связан с торговыми и иными сделками и ограничивался главным образом деньгами в обращении. В 1996 г. объем денег в обращении возрос на 54%, тогда как рост агрегата M2 составил 45%. В 1997 г. эти показатели составили соответственно 52% и 38%. Денежный мультипликатор снизился с 1,85 в 1996 г. до 1,76 в 1997 г. Изменения денежного мультипликатора были обусловлены возросшим спросом на кассовую наличность, что могло быть связано с ростом активности в теневой сфере. Доля M0 в M2 в 1994 г. составляла 30% и постепенно росла, достигнув к концу 1995 г. 42,1%, к концу 1997 г. — 44,8%, 49,3% в 1997 г. и 46,4% в 1998 г. Величина этого отношения свидетельствовала о том, что доверие к банковскому сектору оставалось относительно низким, а высокие инфляционные ожидания сохранялись. В результате денежный мультипликатор снижался, а риск при использовании банковского сектора в качестве финансового посредника оставался высоким. Это, однако, также свидетельствует о росте удельного веса теневой деятельности.

2.2. Возникающие проблемы

Во второй половине 1997 г. иностранные инвесторы, сопоставив политические декларации правительства с ограниченными результатами его деятельности, изменили свою оценку уровня инвестиционных рисков на Украине. За этим последовал отток краткосрочного капитала, который был дополнительно усилен кризисом на финансовых рынках Юго-Восточной Азии. Отток капитала оказал давление на величину международных резервов НБУ и на курс гривны. НБУ не позволил резервным деньгам сократиться в той же мере, что и международные резервы (см. рис. 2). Отток капитала способствовал удержанию денежных резервов почти на неизменном уровне; при этом ему сопутствовало изменение структуры активов НБУ, главным образом за счет роста кредитов коммерческим банкам. Стремясь предотвратить развал рынка

казначейских векселей, НБУ повысил ставку рефинансирования с 16% в октябре до 35% в ноябре 1997 г. Однако эти шаги лишь частично смогли предотвратить отток иностранного капитала. Процентные ставки на казначейские векселя постепенно повышались, что отражало сужение спроса на государственные бумаги при почти неизменном объеме их предложения.

Сокращение международных активов было восполнено предоставлением кредита НБУ правительству. Осенью 1997 г. центральный банк начал участвовать в работе первичного рынка казначейских векселей. С тех пор доля этих бумаг, приобретаемых НБУ, постоянно возрастала. Чем ниже была доля краткосрочного иностранного капитала, тем более широким было участие НБУ на рынке казначейских бумаг. На 21 августа 1998 г. объем казначейских бумаг на балансе НБУ составлял 63% от всего объема непогашенного долга.

Благодаря повышению объемов закупок казначейских бумаг с целью компенсации оттока капитала нерезидентов удалось сохранить высокий уровень реального прироста внутреннего кредитования после августа 1997 г. даже несмотря на снижение объемов рефинансовых кредитов, предоставляемых коммерческим банкам (см. таблицу 2).

Таблица 2. Поквартальные изменения основных агрегатов баланса НБУ (в %)

Квартал года	NCG	NCCB	NFA	RM
I 1997	-2,3	29,4		7,7
II 1997	4,2	3,1	-104,6	16,3
III 1997	4,9	40,1	1599,2	11,4
IV 1997	10,8	17,0	-147,7	6,8
I 1998	9,3	-36,4	-310,6	-3,8
II 1998	21,0	3,1	-557,3	2,1
III 1998	41,0	42,3	13,5	3,7
IV 1998	1,8	-6,7	50,1	14,3

NCG — чистые кредиты правительству, NCCB — чистое кредитование коммерческих банков, NFA — чистые международные активы, RM — резервные деньги.

Объемы чистого кредитования правительства центральным банком во второй половине 1997 г. увеличились на 16% (в первой половине 1997 г. рост составлял 1,7%). Это произошло частично из-за того, что НБУ участвовал в работе рынка казначейских векселей, а также вследствие ухудшения фискальной ситуации (в 1997 г. бюджетный дефицит увеличился до 6,7% ВВП). В начале 1998 г. кредитование правительства центральным банком продолжало расти, что было связано с новым ослаблением фискальной политики перед мартовскими парламентскими выборами 1998 г. Однако правительство финансировало выборы, также прибегая к внешним заимствованиям.

Кредитование центральным банком правительства возросло в первой половине 1998 г. на 32%, и при этом объем резервных денег почти не изменился.

Уровень монетизации возрос с 10,4% в сентябре 1997 г. до 12,3% в августе 1998 г. Во второй половине 1997 г. увеличение спроса на деньги определялось главным образом ростом спроса на сбережения, в основном осуществляемые в национальной валюте. В начале 1998 г. депозиты в иностранной валюте начали расти быстрее, чем деноминированные в гривнах. Позитивные тенденции к росту депозитов в национальной валюте ослабли.

Из-за смягчения фискальной ситуации и оттока иностранного капитала нарастало обесценение гривны, что способствовало истощению резервов иностранной валюты. В середине 1998 г. условия на международных финансовых рынках существенно ухудшились. Среди прочего существенно снизился спрос инвесторов на ценные бумаги на развивающихся рынках. Правительство столкнулось с проблемой необходимости реструктуризации погашения своих внутренних и внешних обязательств. В третьем квартале 1998 г. НБУ существенно расширил объемы кредитования правительства (см. таблицу 2). Кроме того, Украина начала переговоры с МВФ о предоставлении нового кредита *EFF*. В этот момент начался российский кризис.

2.3. Кризис

В 1998 г. денежная база возросла на 22%. Темпы инфляции в этот период составляли 20,4%. По особенностям динамики инфляционные процессы в это время можно подразделить на два этапа: до начала финансового кризиса в августе 1998 г. и после него. С начала 1998 г. до конца августа денежная база возросла на 4,4%, а инфляция составила 2,3%. С начала сентября до конца 1998 г. рост денежной базы составил 16,7%, а инфляция достигла 17,3%.

17 августа 1998 г. Россия объявила о девальвации рубля, о дефолте по обязательствам по казначейским ценным бумагам (ГКО) и о 90-дневном моратории на выполнение коммерческими банками своих обязательств перед нерезидентами. Эти решения основного экономического партнера Украины (34% товарооборота в первой половине 1998 г.) усилили ожидания девальвации гривны в стране. Следуя тенденциям динамики курса рубля, НБУ начал интенсивно снижать официальный курс гривны, стремясь поддержать торговый баланс. Курс гривны резко упал вследствие роста ожиданий девальвации. 5 сентября 1998 г. НБУ пересмотрел параметры валютного коридора: границы колебаний курса были изменены с 1,8–2,25 украинских гривны за доллар США до 2,5–3,5 украинских гривны за доллар США. Был закрыт межбанковский валютный рынок, а на торговлю иностранной валютой

были наложены многочисленные ограничения. Вслед за Россией в начале октября Украина реструктурировала публичную задолженность нерезидентам (им принадлежало 99% казначейских ценных бумаг), а также часть портфеля, принадлежавшего коммерческим банкам. Официально декларировалось, что эта реструктуризация проводится на добровольной основе.

В результате реструктуризации казначейских бумаг и закрытия операций с иностранной валютой на межбанковском рынке ликвидность банковского сектора резко снизилась. После этого НБУ стал единственным покупателем государственных ценных бумаг. С сентября до конца 1998 г. чистое кредитование НБУ правительства возросло на 13,4%, а банковского сектора — на 34,8%. Были повышены ставки рефинансирования. Вливание дополнительных денег в банковский сектор при наличии лишь ограниченных инструментов управления ликвидностью вызвало рост сверхликвидности, что оказало дополнительное давление на гривну.

Спрос на деньги оставался нестабильным, и предложение денег в основном ориентировалось на государственные расходы и на соответствующее увеличение денежной базы. Уровень монетизации экономики резко упал (с 12,3% в августе до 10,2% в октябре 1998 г.), а степень долларизации возросла (с 25,6% в 1997 г. до 39% в 1998 г.). Парадоксально, но в течение последних четырех месяцев 1998 г. росли объемы агрегатов депозитов банковского сектора, главным образом за счет депозитов домашних хозяйств. Наиболее драматичными были изменения в позициях валютных резервов. Курсовая политика, нацеленная на то, чтобы сгладить курсовые колебания, вызвала дополнительное давление на уровень официальных резервов в ситуации, когда отсутствовали другие источники их восстановления. По последним доступным данным о валовых резервах НБУ (на 31 декабря 1998 г.), их объем составил 686 млн. долларов США.

3. Инструменты монетарной политики

НБУ имеет в своем распоряжении следующие денежные инструменты:

– резервные требования;

– кредитные аукционы (проводились в 1996 и 1997 гг.);

– операции на открытом рынке (начали проводиться с 1997 г.);

– различные кредитные инструменты: ломбардные и рефинансовые кредиты;

– депозитные сертификаты (введены в 1999 г.).

3.1. Резервные требования

Одним из наиболее эффективных инструментов контроля и регулирования денежных отношений являются обязательные резервные требования по депозитам в коммерческих банках, которые оказывают прямое воздействие на объем предложения денег.

С января 1995 г. резервные требования распространяются на все виды депозитов, включая депозиты в иностранной валюте. До апреля 1997 г. существовали двойные стандарты по резервным требованиям (11% — на депозиты в гривнах и 15% — на депозиты в иностранной валюте). В апреле 1997 г. резервные требования были унифицированы на уровне 11%. В ноябре 1997 г. коммерческим банкам было разрешено для выполнения резервных требований использовать казначейские векселя (приобретенные после середины ноября до достижения срока выкупа). Кроме того, в декабре 1997 г. резервные требования были повышены до 15%. Это было связано с ужесточением монетарной политики после азиатского кризиса и с оттоком портфельного капитала с украинского рынка.

Как следствие российского кризиса и дестабилизации финансовых рынков на Украине в сентябре 1998 г., НБУ повысил ставки по резервным требованиям на депозиты в коммерческих банках с 15% до 16,5%. Более того, НБУ отменил положение, разрешающее банкам включать свою наличность и активы в ОВДП в состав своих обязательных резервов. Была введена практика ежедневного мониторинга банковских резервных требований. 1 ноября 1998 г. НБУ начал проводить мониторинг резервных требований каждые десять дней. 1 января 1999 г. резервные требования были снижены до 15%. 10 февраля НБУ повысил ставки обязательных резервных требований с 15% до 17%, и они начали действовать с третьей декады февраля.

В условиях недостатка инструментов резервные требования стали чрезвычайно важным инструментом монетарной политики. С августа 1998 г. этот инструмент не использовался должным образом, и поэтому политика в данной области должна быть коренным образом пересмотрена. После кризиса центральный банк трижды пересматривал ставки резервных требований. С другой стороны, НБУ спокойно относился к тому, что около 30 банков не выполняли резервных требований. Решение о повышении резервных требований в феврале 1999 г. в действительности означало «наказание» лучших банков. К тому же резервные требования не являются инструментом краткосрочного управления ликвидностью. Проведение НБУ политики частого

пересмотра ставок резервных требований создает ситуацию, когда банки оказываются не в состоянии надлежащим образом управлять своими активами, и такая политика может даже создать у них дополнительные проблемы с ликвидностью. Инструментом краткосрочного управления ликвидностью скорее должны стать депозитные сертификаты, а не резервные требования, как это было во второй половине 1998 г.

3.2. Операции на открытом рынке

Операции НБУ на открытом рынке были ориентированы на укрепление финансовой стабильности за счет регулирования уровня ликвидности коммерческих банков путем приобретения и продажи государственных ценных бумаг на вторичном рынке. НБУ начал проводить операции РЕПО в 1997 г. Хотя статистика проведения операций РЕПО недоступна, можно сказать, что из-за августовского (1998 г.) кризиса этот рынок практически сведен к нулю. После проведения реструктуризации казначейских векселей в октябре банки из-за изменения оценки рискованности этих операций перестали проявлять интерес к торговле этими бумагами.

3.3. Политика процентных ставок

Основной инструмент в арсенале НБУ — ставка рефинансирования. На ее основе НБУ предоставляет средства коммерческим банкам. Начиная с 1996 г. и вплоть до кризиса 1998 г. она была реально положительной. Вместе с тем продолжается практика предоставления рефинансовых кредитов по ставкам ниже законодательно закрепленных. Поэтому средняя процентная ставка для непогашенных рефинансовых кредитов нередко была ниже, чем законодательно установленная. В 1996 г. ставка рефинансирования не менялась и составляла 62,3%. В течение первых десяти месяцев 1997 г. НБУ производил пересмотр ставок в соответствии с уровнем инфляции. В октябре 1997 г. НБУ резко повысил ставку рефинансирования с 16% до 35%. С тех пор цена рефинансовых кредитов постоянно повышалась, и процентные ставки не столько отражали тенденцию к снижению инфляции, сколько колебания курса и ожидания девальвации национальной валюты (см. рис. 3 в приложении).

Средние реальные ставки, по которым происходило предоставление кредитов коммерческими банками, отражали динамику ставок рефинансирования, но корреляция между этими переменными была довольно слабой (см. рис. 4 в приложении). Так же как и ставка рефинансирования, ставки по кредитам коммерческих банков также в основном были

положительными в реальном исчислении. Средняя процентная ставка на банковские депозиты изменялась быстрее, чем ставки на заемные средства. С августа 1998 г. разрыв между номинальными средними ставками по кредитам и по депозитам возрос, что в основном отражало рост цены кредита.

НБУ проводил аукционы по государственным казначейским векселям. Реальные ставки по этим ценным бумагам достаточно жестко коррелировали со ставками рефинансирования (см. рис. 3). Лишь в конце 1998 г. отмечалось одно исключение из сложившегося порядка, когда ставки на казначейские векселя были административным способом снижены и инвесторы начали покидать рынок.

Спрос на рефинансовые кредиты в 1996 г. и в начале 1997 г. был невелик, поскольку банки проявляли осторожность в кредитной деятельности вследствие ухудшения качества своих кредитных портфелей и сохранения высокой реальной стоимости рефинансовых кредитов. Вместо этого банки предпочитали держать у себя государственные казначейские векселя, реальные ставки по которым оставались чрезвычайно высокими. Осторожность банков проявлялась и в поддержании ими высоких объемов низкодоходных излишних резервов. В течение почти всего рассматриваемого периода НБУ продолжал ограничивать рефинансирование путем ограничения числа аукционов. В декабре 1996 г. эта политика изменилась.

В течение всего 1997 г. объемы чистого кредитования негосударственного сектора (коммерческих банков и других финансовых институтов) постепенно возрастали (см. рис. 5 в приложении). С января по май 1998 г. объем чистых кредитов негосударственным организациям существенно сократился, что отражало рост чистого кредитования правительства центральным банком, которое компенсировало собой отток портфельных инвестиций. Кредиты правительству вытеснили финансирование коммерческих банков. НБУ проводил кредитование банков в июне и сентябре 1998 г. Однако никакого официального объяснения относительно выбора банков и причин такого изменения в политике рефинансирования дано не было. Сентябрьский рост чистого кредитования банков мог быть частично связан с появившимися проблемами с ликвидностью в результате реструктурирования казначейских векселей. Кроме того, причиной расширения кредитования коммерческих банков НБУ могло быть повышение резервных требований. И в декабре 1997 г., и в сентябре 1998 г. эффект от ужесточения требований обязательного резервирования смягчался расширением рефинансирования.

3.4. Депозитные сертификаты

В январе 1999 г. НБУ ввел новый финансовый инструмент — депозитные сертификаты. Первый аукцион был организован 5 февраля 1999 г. Сертификат на депозит представляет собой выписку о состоянии депозитного счета банка в НБУ с указанием процентной ставки, основной суммы на счете и срока хранения (от 1 до 180 дней). Этот новый вид ценных бумаг размещается на специальных депозитных аукционах и может быть реализован на вторичном рынке банками-резидентами. Участвовать в депозитных аукционах разрешается только тем банкам, которые не имеют непогашенной задолженности перед НБУ и своевременно выполняют резервные требования. НБУ имеет право выкупать выпущенные сертификаты до истечения срока их погашения.

Новые инструменты, однако, имеют серьезные ограничения. Банки, выражающие желание приобрести сертификаты депозитов, должны предложить собственные условия, а НБУ — выбрать некоторые из представленных заявок. Вместе с тем этот инструмент потенциально может стать весьма популярным среди банков, поскольку он является менее рискованным, чем казначейские векселя, что связано с надежной репутацией НБУ. Из-за отсутствия доступа к казначейским векселям у банков практически не осталось иных вариантов для относительно надежных и ликвидных инвестиций.

На сегодняшний день результаты аукционов по депозитным сертификатам, однако, выглядят не слишком впечатляющими (см. таблицу 3).

Таблица 3. Аукционы по депозитным сертификатам

Номер аукциона	Дата проведения аукциона	Дата погашения	Срок погашения	Номинал (тыс. гривен)	Число проданных депозитных сертификатов	Стоимость проданных депозитных сертификатов (млн. гривен)	Средняя доходность, % годовых
1	5.2.99	12.2.99	7	100	144	14,4	27,00
2	10.2.99	12.3.99	30	100	52	5,2	34,73
3	17.2.99	19.4.99	60	100	120	12,0	39,50

В феврале 1999 г. сумма проданных НБУ ценных бумаг составила 31,6 млн. гривен, что, однако, было недостаточно для того, чтобы повлиять на ликвидность банковской системы. Тем не менее, поскольку набор доступных инструментов монетарной политики весьма ограничен, депозитные сертификаты способны в будущем превратиться в один из важных инструментов долгосрочного управления ликвидностью.

4. Курсовая политика

4.1. Обзор динамики валютного курса

После введения гривны курсовая политика прошла в своем развитии несколько этапов: регулируемое плавание валютного курса (до мая 1997 г.) и узкий валютный коридор в пределах 1,7-1,9 гривны за доллар США, который можно рассматривать как своеобразную фиксацию валютного курса, а также несколько валютных коридоров с более широкими пределами колебаний курса (см. таблицу 4).

Таблица 4. Этапы введения валютных коридоров

Дата объявления	Пределы изменений курса (гривен за доллар США)	Объявленная дата окончания действия коридора	Процент девальвации	Соблюдение
Май 1997 г.	1,7 – 1,9	конец 1997 г.	12	соблюдался
31 октября 1997 г.	1,75 – 1,95	первая половина 1998 г.	11	до 19 января 1998 г.
19 января 1998 г.	1,8 – 2,25	конец 1998 г.	25	до 3 сентября 1998 г.
5 сентября 1998 г.	2,5 – 3,5	не объявлялась	40	с 5 сентября 1998 г. по 8 февраля 1999 г.
9 февраля 1999 г.	3,4 – 4,6	конец 1999 г.	35	нет данных

Существует две основных причины перехода от плавающего к фиксированному валютному курсу. Во-первых, это стремление создать номинальный якорь для дальнейшего процесса стабилизации. Более раннее введение валютного коридора было невозможно из-за крайне низкого уровня международных резервов. Кроме того, чрезвычайно осторожная и консервативная политика органов, проводящих монетарную политику, объяснялась неуверенностью относительно будущих колебаний гривны из-за непредсказуемости поведения населения после введения новой национальной валюты. Резкий рост портфельных инвестиций, с одной стороны, повысил резервы центрального банка, а с другой — обеспечил успех валютной реформы. Во-вторых, переход к фиксированному курсу был направлен на укрепление доверия к проводимой политике и, тем самым, на увеличение притока иностранного капитала.

По сути дела, неофициальный курсовой коридор в границах 1,7-1,9 гривны за доллар США существовал еще до мая 1997 г.[2] Это — еще один аргумент в пользу предположения, что власти не были полностью уверены в возможности сохранения коридора сразу после введения гривны.

В октябре 1997 г. НБУ объявил о новом коридоре на первую половину 1998 г. в границах 1,75-1,95 гривен за доллар США. На день объявления о новом коридоре (31 октября) действовал официальный курс 1,875 гривен за доллар США. Влияние азиатского кризиса (осень 1997 г.) на украинский валютный рынок и проблемы внедрения реформ на Украине вызывало сильное давление на гривну в этот период. Низкие темпы девальвации гривны могли поддерживаться лишь с помощью постепенного сокращения официальных резервов иностранной валюты. Поскольку эти резервы были конечными, в тот период участники рынка не были полностью уверены даже в том, что валютный коридор удержится на уровне 1997 г. Поэтому почти не оставалось надежды на то, что удастся удержать второй валютный коридор. Единственным возможным объяснением объявления о введении нового валютного коридора могло быть желание НБУ и правительства предотвратить отток портфельного капитала осенью 1997 г.

Поэтому ожидалось, что правительство в январе 1998 г. объявит о введении третьего, более широкого валютного коридора в границах 1,8-2,25 гривен за доллар США на весь 1998 г. К сожалению, этот коридор также оказалось невозможным удержать, и он сохранялся лишь до августа 1998 г. Нижний предел этого коридора удерживался в течение четырех рабочих дней (с 24 августа по 2 сентября 1998 г.) лишь благодаря интервенциям НБУ на Украинской межбанковской валютной бирже (УМВБ). По сути дела, НБУ был единственным продавцом долларов США на УМВБ, начиная с 24 июля 1998 г., а общий объем его интервенций составил за 27 дней 377 млн. долларов.

После закрытия УМВБ на два дня 5 сентября 1998 г. НБУ объявил о введении еще одного валютного коридора в границах 2,5-3,5 гривны за доллар США. Характерной чертой этого коридора было то, что срок его действия не был установлен. Он просуществовал до февраля 1999 г., главным образом из-за введения административных ограничений на валютном рынке. НБУ ввел ограничения на операции с конвертируемой валютой. Они заключались в уменьшении курсовой разницы между курсами продажи и покупки валюты, в обязательной продаже 75% валютной выручки от экспорта в течение

[2] «Ukraine, Recent Economic Developments», IMF, October, 1997; *К вопросу о валютном курсе в Украине*, Межведомственная украинско–немецкая рабочая группа, декабрь 1996.

нескольких дней (впоследствии эта цифра была сокращена до 50%), в ограничениях на доступ валютных спекулянтов на УМВБ, а также в закрытии межбанковского валютного рынка (некоторого эквивалента внебиржевого рынка, который находился вне контроля НБУ). Наиболее опасным последствием подобных действий стал совершенно очевидный подрыв доверия к руководству НБУ, которое ранее пользовалось наибольшим авторитетом среди правительственных учреждений.

9 февраля 1999 г. было объявлено о введении нового коридора с границами 3,4-4,6 гривен за доллар США на 1999 г. На первый взгляд, введение нового коридора не имело смысла, поскольку не было никаких оснований говорить о том, что старый коридор не соблюдается: официальный валютный курс 3,427 гривны за доллар США сохранялся с 6 ноября 1998 г. до 10 февраля 1999 г. без каких-либо интервенций со стороны НБУ на УМВБ (единственная интервенция в объеме 120 тыс. долларов США была проведена 8 февраля 1999 г., но ее можно было расценивать как спекулятивную накануне объявления нового коридора). Однако для сближения курса черного рынка и официального курса необходимо было существенно девальвировать гривну, и новый коридор был призван обеспечить достижение этой цели. В свою очередь, сближение курсов было необходимо для успешного дерегулирования рынка иностранной валюты.

Расширение границ валютного коридора стало устойчивой тенденцией. Если первый коридор подразумевал девальвацию гривны на 12% в год, то последний из коридоров (2,5-3,5 гривны за доллар США) предусматривал девальвацию на 40% в течение пяти месяцев. Представляется, что подобным способом Украина стремилась перейти от политики фиксации курса к политике плавающего курса. Это, по сути дела, также означало крах политики стабилизации, поскольку НБУ не удалось удержать стабильный курс национальной валюты.

4.2. Объемы торгов на УМВБ

Помимо торгов по доллару США, на УМВБ проводились также торги по немецкой марке и по российскому рублю. Объем торгов по доллару США на УМВБ составил 2977 млн. долларов в 1997 г. и 3851 млн. в 1998 г. (см. рис. 8 в приложении). Значительный объем торговли долларами США осуществлялся также через межбанковский рынок, возможности непосредственно воздействовать на который у НБУ были ограничены. Фактически рыночный валютный курс определялся именно на межбанковском рынке.

Объем торгов по немецкой марке на УМВБ в 1998 г. возрос по сравнению с 1997 г. более чем вдвое (со 142 млн. марок до 312 млн. марок) (см. рис. 7 в приложении). Как правило, с момента введения валютного коридора паритет

между курсами доллара и марки сохранялся (см. рис. 6 в приложении). Однако политика, направленная на поддержание завышенного курса гривны к доллару (3,427 гривен за доллар США) в сочетании с небольшой девальвацией гривны по отношению к марке (на 0,23% за этот период) привела к относительному завышению курса марки относительно доллара США. В то же самое время на международных финансовых рынках курс марки относительно доллара постоянно падал. Поэтому не удивительно, что после введения в феврале 1999 г. нового коридора и обесценения гривны относительно доллара США курс гривны к марке на УМВБ остался неизменным.

Объем торгов по российским рублям на УМВБ снизился с 502 млн. рублей в 1997 г. до 231 млн. рублей в 1998 г., что явилось результатом российского финансового кризиса 1998 г.

Начиная с 11 января 1999 г. на УМВБ проводились также торги по евро. За первые два месяца 1999 г. средний объем торгов по евро составил 0,43 млн. По сравнению с долларом США или маркой ФРГ (19,17 млн. долларов и 2,32 млн. марок соответственно) объем торгов по евро был крайне незначительным. Ограниченный интерес к сделкам по евро может объясняться отсутствием возможностей у коммерческих банков осуществлять арбитражные операции из-за отсутствия наличных евро. До апреля 1999 г. НБУ не проводил интервенций на УМВБ для поддержания курса гривны относительно евро.

Кроме УМВБ, на Украине существуют и другие сегменты рынка иностранной валюты: межбанковский валютный рынок (МБВР), международный валютный рынок (МНВР)[3] и рынок наличной валюты (РНВ) (см. таблицу 5).

Таблица 5. Объем операций на украинском рынке иностранной валюты (доллары США, немецкие марки, российские рубли)

Сегмент валютного рынка	1996		1997		1998	
	Объем	Доля в % к итогу	Объем	Доля в % к итогу	Объем	Доля в % к итогу
УМВБ	5,3	10,8	3,1	8,3	4,1	14,1
МБВР	10,5	50,5	22,6	60,8	16,6	57,0
МНВР	3,2	13,9	5,4	14,5	3,1	10,7
РНВ	4,8	24,8	6,1	16,4	5,3	18,2
Всего	20,9	100,0	37,2	100,0	29,1	100,0

Источник: «Herald», NBU, 3/99, p. 15.

[3] Т.е. московский межбанковский валютный рынок.

4.3. Эффективность политики регулирования валютного курса

По прошествии почти двух лет существования валютного коридора можно оценить эффективность этого инструмента. Теоретически, фиксированный валютный курс обладает таким преимуществом, как «определенность», что значительно снижает риск девальвации валюты и, следовательно, транзакционные издержки. Это, в свою очередь, может стимулировать развитие внешней торговли и рост иностранных инвестиций[4]. Кроме того, система фиксированного валютного курса укрепляет доверие к национальной валюте и, таким образом, снижает инфляционные ожидания и уровни рисков, что также позволяет снижать процентные ставки[5].

К сожалению, ситуация на Украине складывалась несколько иначе. Во-первых, в условиях инфляции фиксация валютного курса спровоцировала завышение реального курса (см. рис. 9 в приложении). В конце 1997 г. реальный курс обмена (рассчитанный по индексу оптовых цен) возрос на 14% по сравнению с 1995 г. и на 4% по сравнению с 1996 г., что привело к ухудшению состояния баланса текущих платежей (см. рис 10 в приложении). Для того, чтобы предотвратить отрицательные последствия завышения реального валютного курса для развития внешней торговли другие страны, также осуществлявшие переход к рынку, такие как Польша или Эстония, зафиксировали курсы своих валют на уровне ниже их реальной стоимости. На Украине средняя величина курса гривны в первом валютном коридоре составляла 1,8 за доллар США, и некоторые эксперты рассматривали этот курс как установленный ниже реальной стоимости гривны. Они обосновывали свою точку зрения тем, что средняя заработная плата в долларах на Украине в то время была существенно ниже, чем в других странах. Однако производительность труда на Украине была столь низкой, что даже такой уровень оплаты был слишком высок. Таким образом, одним из промахов курсовой политики было нежелание политиков зафиксировать курс гривны на уровне ниже ее реальной стоимости.

После мини-кризиса конца 1997 г. ситуация с реальным валютным курсом несколько улучшилась. Существенная корректировка реального курса была произведена лишь после августовского финансового кризиса 1998 г. (см. рис. 9). В конце 1998 г. реальный курс (рассчитанный по индексу потребительских цен) снизился на 50%, 38% и 4% по сравнению с 1997 г., 1996 г. и 1995 г.

---

[4] *Политика обменного курса. Огляд економіки та фінансів*, Економічний департамент НБУ, 1.08.96.

[5] *Меморандум стосовно монетарної, кредитної та валютної політики в Україні*, ГІМР, 26.03.97.

соответственно (по расчетам на конец года). Однако цена такого снижения была чрезвычайно высока.

Во-вторых, в 1995-1997 гг. доверие к национальной валюте действительно укрепилось, но трудно сказать, было ли это связано исключительно с режимом валютного курса, или с проводившейся монетарной политикой в целом (рост доверия отмечался еще в период действия плавающего валютного курса в 1995 г.). Так или иначе, но рост доверия к национальной валюте не привел к сколько-нибудь серьезному снижению процентных ставок. Причина этого состояла в складывающейся в стране фискальной ситуации, а также в чрезвычайно высоких потребностях публичного сектора в заимствованиях. Для привлечения большего объема финансовых ресурсов для финансирования фискального дефицита министерство финансов Украины вынуждено было повысить доходность своих ценных бумаг. Поскольку иностранные инвесторы составляли большинство среди покупателей казначейских векселей, украинское правительство для того, чтобы конкурировать с другими развивающимися рынками (например, с российским) должно было повысить их доходность. Такая политика подтолкнула к вытеснению кредитов из реального сектора экономики и способствовала привлечению на Украину лишь краткосрочного капитала, поскольку для осуществления прямых капиталовложений не существовало прочной законодательной базы.

В-третьих, введение валютного коридора на достаточно короткий срок позволяет решить проблему доверия также лишь на короткий период. Это, возможно, еще одно объяснение того факта, почему на Украину приходил лишь краткосрочный капитал. Частые и непоследовательные изменения коридоров, равно как и расширение их границ, также не способствовали поддержанию доверия к этому рынку.

В-четвертых, одним из недостатков фиксирования курса является повышение его уязвимости к спекулятивным колебаниям. Ситуация на Украине является ярким тому примером. Хотя здесь и существовали некоторые ограничения на торговлю иностранной валютой, как только появлялись даже незначительные признаки нестабильности, иностранные инвесторы начинали выводить свои средства с рынка казначейских ценных бумаг и обменивать их на конвертируемую валюту. Из этой ситуации можно было выйти лишь двумя способами: либо потеряв международные резервы, либо проведя девальвацию валюты (см. рис. 11 в приложении).

Возникает вопрос: что стало источником этого дестабилизирующего эффекта? Не преуменьшая значение других факторов, таких как отсутствие структурных реформ и недостаточные темпы приватизации, наличие

политической напряженности между различными ветвями власти и др., необходимо подчеркнуть значение основной проблемы, которая лежит в фискальной сфере.

До середины 1995 г. бюджетный дефицит финансировался за счет прямого кредитования правительства центральным банком или просто за счет сеньоража. Во втором квартале 1995 г. начал функционировать государственный рынок ценных бумаг и правительство приступило к более широкому внешнему заимствованию. Это, с одной стороны, снизило давление на монетарную политику, но с другой — создало ряд проблем, связанных с быстрым нарастанием публичного долга.

Доверие к политике, проводимой правительством, было относительно низким. Поэтому для привлечения инвесторов власти вынуждены были установить на свои ценные бумаги чрезвычайно высокие процентные ставки. Поскольку экономика находилась не в лучшем состоянии, выкупить свои бумаги, достигшие срока погашения, можно было лишь единственным способом — выпустив новые бумаги на бльшую сумму. Любой инвестор понимал, что такая пирамида должна в какой-то момент рассыпаться, и число инвесторов, готовых приобретать на Украине казначейские векселя, постоянно сокращалось, что ухудшало состояние публичных финансов.

Развитие рынка казначейских векселей достигло своего апогея в середине 1997 г., когда новое финансирование намного превысило объем погашения достигших срока выкупа ОВГЗ, их доходность оказалась на самом низком уровне и большая часть выпущенных бумаг была приобретена нерезидентами. После мини-кризиса осени 1997 г. ситуация существенно изменилась: иностранные инвесторы начали выводить свои инвестиции с этого рынка, а основную часть долгосрочных казначейских векселей начал скупать НБУ. Если совокупный объем казначейских бумаг, приобретенных НБУ в 1997 г., составил 1,2 млрд. гривен, то за восемь месяцев 1998 г. их было приобретено на сумму 3,8 млрд. гривен. Из этого объема 0,8 млрд. гривен было израсходовано в августе 1998 г. для погашения займа Номуры, срок которого наступал в этом месяце.

Наряду с необходимостью выплат по внешним обязательствам, отток инвестиций нерезидентов с внутреннего рынка казначейских векселей обусловил в конце 1997 г. и в сентябре 1998 г. снижение уровня международных резервов НБУ и развал валютного коридора. Кризис 1997 г. стоил НБУ 0,8 млрд. долларов из его международных резервов, которые были истрачены в течение четырех месяцев (с сентября 1997 г. по январь 1998 г.), а также потери доверия после отказа от объявленного ранее для первой

половины 1998 г. валютного коридора в границах 1,75 – 1,95 гривен за доллар США.

В течение последних пяти месяцев 1998 г., в результате второго финансового кризиса августа – сентября 1998 г., НБУ потерял 688 млн. долларов своих международных резервов. В течение этого периода интервенции НБУ на УМВБ составили 331 млн. долларов США по позиции продаж. Кроме того, платой за кризис стало введение системы множественных валютных курсов. Наиболее значительные отклонения курса черного рынка от официального отмечались в начале сентября 1998 г. (оно составляло около 0,8 гривен, то есть 30%) и в середине ноября 1998 г. — около 0,75 гривен, или 17%. Так называемая «добровольная» реструктуризация внутреннего долга в сентябре-октябре 1998 г., которая рассматривается некоторыми обозревателями как дефолт, представляет собой дополнительную плату за кризис в плане утраты общественного доверия.

4.4. Заключительные соображения

Подводя итог, подчеркнем, что в наши цели не входило доказать, что выбор режима валютного коридора был серьезной ошибкой. Учитывая действовавшие ограничители — недостаточный уровень международных резервов для введения режима валютного управления (*currency board*), а также неразвитый финансовый рынок и низкую степень доверия в стране к свободно плавающему курсу — все это крайне ограничивало выбор режима установления валютного курса.

Однако для успешного использования валютного коридора необходимы сильная фискальная и монетарная политика. Основной причиной финансового кризиса и утраты доверия стали существующие в стране проблемы с публичными финансами. Огромные аппетиты бюджета финансировались за счет высокого уровня внешних и внутренних заимствований. Во время выплаты внешнего долга имело место снижение уровня международных резервов, что оказывало влияние на условия развития валютного рынка.

На Украине существовало два варианта развития событий: 1) можно было успешно удерживать курс гривны в пределах валютного коридора, однако затраты на это могли быть чрезвычайно высокими (истощение международных резервов) или 2) провал в поддержании коридора мог бы подорвать доверие к нему, и это также обошлось бы дорого. Даже если предположить, что в 1997 г. существовали основания для введения валютного коридора, то коридор, введенный в сентябре 1998 г. в границах

2,5 – 3,5 гривен за доллар США удавалось поддерживать лишь благодаря административным ограничениям.

5. Банковская система

5.1. Обзор

В период 1996-1997 гг. в экономике Украины наметились первые проявления макроэкономической стабилизации. Темпы инфляции снижались, что давало шанс украинской банковской системе провести реорганизацию и восстановить свои посреднические функции в перераспределении кредитов в экономике. К сожалению, 1998 г. показал, что этот шанс в основном был упущен вследствие неадекватной экономической политики, по политическим причинам и из-за отсутствия решительности в проведении экономических реформ. В частности, неудачно была выбрана ориентация макроэкономической стратегии (пропорции между монетарной и фискальной политикой), что подрывало последовательность в проведении экономической политики в целом и снижало доверие к ней населения.

К тому же парламент не проявил достаточного внимания к решению многочисленных проблем, связанных с разработкой правовой базы функционирования банковской системы. Совершенно очевидно, что степень «политизированности» финансового сектора все еще чрезвычайно высока. Все крупные государственные и бывшие государственные банки по-прежнему осуществляют прямое кредитование убыточных предприятий, что делается под политическим давлением и объясняется «социальными» причинами. Тем не менее, в то же время на Украине постепенно начала развиваться инфраструктура, присущая рыночной финансовой системе: удалось успешно внедрить одну из лучших среди стран Центральной и Восточной Европы и бывшего Советского Союза систему платежей. Кроме того, в течение последних трех лет украинские коммерческие банки существенно увеличили свои уставные капиталы, что было связано с новыми требованиями, разработанными реорганизованным департаментом банковского надзора НБУ.

5.2. Структура банковского сектора

На 1 января 1999 г. банковский сектор Украины состоял из 213 организаций, зарегистрированных в качестве коммерческих банков. Значительная часть

банков из-за плохого финансового состояния не функционирует. В более чем 30 банках предстоит провести процедуру ликвидации или реализовать различные программы по финансовому оздоровлению. Таким образом, на Украине реально функционирует и регулярно предоставляют отчетность НБУ 178 банков (см. таблицу 6), а 54 банка относятся к категории проблемных.

Таблица 6. Распределение банков по величине уставного капитала (по числу банков)

	1995	**1996**	**1997**	**1998**
До 0,5 млн. долларов США	102	20	2	2
0,5-1,5 млн. долларов США	81	100	67	64
1,5-3,0 млн. долларов США	16	35	51	67
3,0-5,0 млн. долларов США	3	17	33	18
5,0-40,0 млн. долларов США	7	13	33	26
Свыше 40,0 млн. долларов США	1	3	3	1
Число банков, предоставивших отчетность	**210**	**188**	**189**	**178**
Количество зарегистрированных банков (на конец года)	230	229	227	213
Количество вновь зарегистрированных банков	3	10	8	2
Количество ликвидированных банков	1	11	10	16

Источник: «Monthly Bulletin», NBU.

Большое количество зарегистрированных банков связано с тем, что после провозглашения независимости низкие затраты на образование нового банка (отсутствие требований к минимальной величине уставного капитала) и ограниченный контроль за банковской деятельностью создавали благоприятные условия для открытия новых банков многочисленными новыми частными предприятиями. В феврале 1996 г. НБУ получил все полномочия на лицензирование банковской деятельности и начал проводить перерегистрацию всех банков, увеличив требования к минимальной величине уставного капитала[6].

Введение новых норм и правил положило конец практически бесплатному «вхождению» в этот сектор новых банков, а проведение процедуры перерегистрации позволило начать вытеснять из финансового сектора маргинальные слабые банки. В результате в 1996 г. рост числа банков практически прекратился. Более того, число зарегистрированных и действующих банков в 1998 г. существенно сократилось. Этот сектор в настоящее время состоит из двух государственных банков (Ощадный банк и

[6] С 1 января 1997 г. все банки должны были иметь уставный фонд в размере не менее 0,5 млн. ЭКЮ; с 1 июня 1997 г. — 0,75 млн. ЭКЮ; и с января 1998 г. — 1 млн. ЭКЮ. Многие банки пока еще не выполнили требование о повышении минимальной величины уставного капитала до 1 млн. ЭКЮ. Новый срок исполнения этого требования был назначен на 1 апреля 1999 г.

Эксимбанк), трех бывших государственных банков (Проминвестбанк, Банк «Украина» и Укрсоцбанк), двух крупных частных банков (Банк «Аваль» и Приватбанк), девяти функционирующих иностранных банков и большого числа мелких и средних банков.

Совокупные активы банковской системы Украины составляли на конец 1998 г. примерно 21,5 млрд. гривен (6,2 млрд. долларов США). Малые размеры банковской системы страны частично обусловлены периодом высокой инфляции 1993-1995 гг., которая привела к обесценению активов и пассивов банков. Величина банковских активов в долларах США значительно сократилась после сентябрьского (1998 г.) кризиса и проведения девальвации.

В крупнейших семи банках из числа перечисленных выше сосредоточено 53% всех активов банковского сектора страны, и эти банки играют доминирующую роль в финансовом секторе Украины. Все эти крупные банки, сохраняя монопольное положение в своих специализированных секторах, успешно начали предоставлять новые виды услуг с тем, чтобы стать в большей мере универсальными. Кроме того, эти банки тесно связаны с различными правительственными структурами, поскольку они выполняют квази-казначейские функции (т.е. обслуживают бюджетные счета). Хотя выполнение таких функций и приносит прибыль, связи с правительством вынуждают банки кредитовать убыточные предприятия по политическим мотивам, что серьезно подрывает их коммерческий статус. В результате наиболее успешно функционирующие новые малые банки (свободные от каких-либо обязательств по отношению к государству) постепенно занимают все больший сегмент рынка. В середине 1998 г. доля семи крупнейших банков в активах банковского сектора была на 5% выше и составляла 58%.

5.3. Эффективность банковского сектора

Хотя отдельные банки функционируют успешно, общая картина деятельности в банковском секторе в период проведения финансовой стабилизации не свидетельствовала о наличии существенных изменений к лучшему. В основе своей результаты функционирования банковского сектора отражают ситуацию в реальном секторе экономики. Поэтому огромный спад в официальном секторе, а также разрастание теневой экономики отрицательно сказались на работе банковской системы. К тому же высокая инфляция в 1995 г. привела к установлению высокого отрицательного уровня реальных процентных ставок по кредитам и депозитам (см. таблицу 7). В результате объемы реальных кредитов в финансовой системе значительно уменьшились, а вместе с ними заметно сократились и сроки предоставления кредитов. Замедление темпов

инфляции (главным образом вследствие сокращения прямого эмиссионного финансирования бюджетного дефицита) создало основу для определенной ценовой стабилизации и для введения в сентябре 1996 г. новой деноминированной валюты. Это, в свою очередь, не позволило коммерческим банкам и дальше извлекать выгоду из деформированной, высокоинфляционной ситуации, которая создавала возможности для быстрого обогащения за счет спекуляций на обменных курсах и высокой прибыльности от кредитования в национальной валюте. Разрыв между процентными ставками по кредитам и депозитам в коммерческих банках сократился с более чем 50% в 1995 г. до примерно 30% в 1997 г., но возрос более чем до 32% в 1998 г.

Таблица 7. Процентные ставки (в %) и денежный мультипликатор

	1995	1996	1997	1998
Среднегодовая ставка рефинансирования НБУ	131,0	62,3	24,6	61,6
Ставки коммерческих банков по депозитам (средневзвешенные)	70,29	33,63	18,21	22,3
Ставки коммерческих банков по кредитам (средневзвешенные)	122,7	79,88	49,12	54,5
Маржа	52,61	46,25	30,91	32,2
Уровень инфляции (декабрь к декабрю)	181,6	39,7	10,1	20,4
Денежный мультипликатор	1,93	1,85	1,76	1,79

Источники: «Monthly Bulletin», NBU; расчеты авторов.

Существовавшая ранее законодательно закрепленная зависимость между ставками по кредитам коммерческих банков и ставкой рефинансирования НБУ была отменена в ходе проведения стабилизации. В настоящее время уровень процентных ставок в основном определяется рынком, а ставка рефинансирования НБУ остается главной базовой ставкой в банковской системе. В течение почти всего 1996 и 1997 гг. процентные ставки по кредитам коммерческих банков превышали ставку рефинансирования НБУ, и оба эти показателя были в реальном исчислении положительными. Это свидетельствует о том, что прямое кредитование правительства, которое время от времени все еще используется, осуществлялось по реально положительным ставкам[7]. Хотя в течение периода 1995-1997 гг. все номинальные значения процентных ставок снижались, реальные уровни ставок остались высокими, поскольку темпы инфляции снижались значительно быстрее, а банки не повышали в достаточной мере эффективность своей деятельности.

[7] Хотя ставки по целевым кредитам соотносятся со ставкой рефинансирования НБУ, шансы на то, что эти кредиты были бы возвращены, чрезвычайно низки. Поэтому эти кредиты на практике надлежащим образом не оценивались с точки зрения степени их риска.

Кризис продемонстрировал все слабости и недостатки в развитии банковского сектора. Позитивные процессы (например, снижение процентных ставок по кредитам и депозитам, а также снижение маржи между ними) фактически прекратились вследствие кризиса во второй половине 1998 г.

В сложившейся в 1996-1998 гг. экономической ситуации посреднические функции банковской системы были ограничены. Чрезмерные государственные расходы не оставляли поля для рыночных инвестиций, вытесняя их. Это означает, что финансирование экономики шло через публичный сектор, подталкивая рост реальных ставок по коммерческим кредитам. Приведенные в таблице 8 показатели свидетельствуют о том, что в 1998 г. объемы внутреннего нетто-кредитования правительства существенно возросли, тогда как кредитование экономики ежегодно увеличивалось лишь незначительно (оба показателя приведены в процентном отношении к ВВП).

Более того, банки оказались не в состоянии привлечь новых клиентов и расширить за их счет базу для своей кредитной деятельности. Поскольку в обществе доверие к банковской системе было невысоким, в реальном исчислении рост объема депозитов был весьма невелик. Объем депозитов в национальной валюте оставался на чрезвычайно низком уровне — 4% ВВП в 1996 г. и 5% ВВП в 1997 г. Имея ограниченную депозитную базу и нарастающие проблемы с недействующими кредитами, банки ограничили объемы кредитования производственного сектора (пролонгированные и просроченные кредиты составляют около 30% от всего объема предоставленных кредитов). Положение еще более ухудшилось после августа 1998 г., когда начал сокращаться объем внутренних депозитов, достигнув к концу года 4,8% ВВП.

Это также тесно связано с избыточными бюджетными расходами, которые поддерживали реальные процентные ставки на высоком уровне, не позволяя банкам снижать норму прибыли. Банки инвестировали свои активы в прибыльные казначейские векселя, что позволяло им повышать свою прибыльность и пополнять резервы. Из-за финансового кризиса и проведения реструктуризации ОВГЗ эта форма инвестирования резко сократилась.

В конечном итоге значительное число инвестиционных проектов, изначально финансировавшихся правительством и/или центральным банком, стали финансироваться посредством прямых кредитных линий крупных банков. Причины продолжения практики прямого кредитования и предоставления проблемных кредитов связаны с наличием взаимных связей между руководством банков, предприятий и государственных учреждений. В процессе формирования банковской системы крупные государственные предприятия получили контрольные пакеты акций в банках, обслуживающих данный

конкретный сектор экономики. Через различные каналы эти акции были далее переданы работникам банков и предприятий, а также их клиентам, включая членов правительства. В результате процесс принятия решений относительно кредитования различных секторов экономики в значительной степени обусловлен «связями» и подвержен политическому давлению. Эта процедура вытеснила практику «здорового» рефинансирования банковской системы, равно как и рыночный механизм инвестирования.

Основные показатели деятельности финансового сектора представлены в таблицах 7 и 8, Они ясно свидетельствуют, что посреднические функции банковской системы крайне ограничены, а процесс ремонетизации экономики идет очень медленно. В частности, как агрегат М2, так и его составляющая — денежная масса в национальной валюте, остаются низкими в процентном отношении к ВВП. Кроме того, наличные составляют примерно 50% от объема денежной массы в обращении и превышают объем денег на депозитных счетах. Из-за более высоких темпов роста массы наличных денег по сравнению с ростом депозитов величина денежного мультипликатора снижалась, что свидетельствует о недостаточных темпах развития банковской системы страны и о ее ограниченных возможностях выполнять посреднические функции.

Таблица 8. Монетарные индикаторы

	1996		1997		1998	
	млн. гривен	**% к ВВП**	**млн. гривен**	**% к ВВП**	**млн. гривен**	**% к ВВП**
Кредиты коммерческих банков	**5452,2**	**6,7**	**7294**	**7,8**	**8875,7**	**8,5**
Чистое кредитование правительства	5995,3	7,4	7096,1	7,6	13478,6	13,0
Кредиты коммерческим банкам	701,2	0,9	1533,2	1,6	1335,5	1,3
М2	**9023**	**11,1**	**12448**	**13,3**	**15432**	**14,9**
М2 в гривнах	7306	9,0	10776	11,5	12175	11,7
Наличные деньги	4041	5,0	6132	6,6	7158	6,9
Депозиты в национальной валюте	3265	4,0	4644	5,0	5017	4,8
Депозиты в иностранной валюте	1717	2,1	1672	1,8	3257	3,1

Источники: «Monthly Bulletin», NBU.

5.4. Создание законодательной и технической инфраструктуры

Периоды высокой инфляции и административного регулирования (например, «картотека 2»)[8] серьезно подорвали доверие домашних хозяйств и предприятий к банковской системе и дестимулировали сбережения. НБУ

[8] В соответствии с данной нормой предприятиям запрещается открывать более одного банковского счета, а различным организациям разрешается контролировать денежные потоки предприятий на счетах коммерческих банков.

пытается восстановить доверие к сбережениям средств в банковской системе, путем принудительного формирования фонда страхования депозитов. К сожалению, подготовка законов и законодательный процесс в целом идут очень медленно. Более того, внушающая доверие система страхования депозитов подразумевает прозрачность стандартов ведения бухгалтерских счетов и предоставление НБУ права управлять процессом ликвидации (или оздоровления) несостоятельных банков. Хотя внедрение международных стандартов бухгалтерского учета уже началось, тем не менее дополнения к банковскому законодательству (в той форме, которая соответствовала бы требованиям рыночно ориентированных реформ) вряд ли будут приняты украинским парламентом.

Отсутствие четкой правовой базы для деятельности НБУ, в свою очередь, заставляет с большой долей осмотрительности подходить как к формулированию направлений монетарной политики, так и к определению целей деятельности банковского надзора. Банковский сектор страдает от отсутствия четкости в формулировании целей и инструментов монетарной политики; на балансах банков сохраняются значительные объемы средств, накапливаемых из предосторожности, что, в свою очередь, ограничивает предоставление кредитов реальному сектору. Поскольку дальнейшее совершенствование правовой базы вызывает сомнения, то для повышения эффективности функционирования банковской системы НБУ стремится широко использовать свои собственные нормы и правила, Это в основном относится к департаменту банковского надзора, который был значительно укреплен за счет получения зарубежной технической помощи[9].

5.5. Хрупкая стабильность банковской системы

Ухудшающееся состояние публичных финансов, возникшие проблемы с пролонгированием краткосрочных и высокодоходных казначейских векселей подорвали доверие к экономической политике и поставили под удар стабильность банковской системы. В середине 1998 г. казначейские векселя составляли 12% всех банковских активов и около 30-40% всех ликвидных активов. К концу 1998 г. доля казначейских векселей в совокупных активах упала до 8% (см. рис. 12 в приложении). Кроме того, казначейские векселя представляли собой единственную приемлемую форму обеспечения для операций на межбанковском кредитном рынке. Поэтому, когда правительство

[9] Landy L., *Developing Sound Banks in Transitional Economies. Structural Reforms in Ukraine*, «Studies & Analyses», no. 115, CASE — Center for Social and Economic Research, Warsaw, 1997.

начало испытывать трудности с обслуживанием своих обязательств и попыталось провести реструктуризацию ОВГЗ, большинство малых банков, у которых значительная часть ресурсов (около 30% активов) была вложена в казначейские векселя, начало испытывать нехватку ликвидных средств. В то же время общая нестабильность финансовой системы не позволяла «ликвидным» банкам кредитовать другие банки, поскольку отсутствовала сколько-нибудь надежная информация об их платежеспособности, равно как и доступные формы обеспечения для межбанковских кредитов. В результате те банки, которые обычно соответствовали нормам НБУ, направленным на обеспечение стабильности банковской системы, перестали им соответствовать и обратились к центральному банку с просьбой поддержать их ликвидность. К счастью валютные позиции коммерческих банков выглядели гораздо более благоприятно, и НБУ лишь изредка приходилось вмешиваться для оказания помощи банкам.

В ожидании девальвации национальной валюты банки сохраняли свои длинные открытые валютные позиции. Хотя НБУ не разрешал иметь открытую валютную позицию, в критический период примерно половине банков удалось эту позицию увеличить. Более того, структура валютных обязательств банков была благоприятной. Коэффициент валютной ликвидности составлял около 15%. Это означает, что в среднем высоколиквидные валютные обязательства составляли лишь 15% от высоколиквидных валютных активов. Из этого вытекает, что у банков было достаточно ликвидных активов для того, чтобы обеспечить покрытие любых неожиданных валютных обязательств.

Парадоксально, но банкам удалось избежать серьезных финансовых проблем на валютном рынке благодаря тому, что они, в отличие от российских банков, не занимались внебалансовыми (например, фьючерсными) операциями. Низкий международный рейтинг украинских банков не позволял им заимствовать средства на международном финансовом рынке, что существенно ограничивало степень их уязвимости к валютным рискам. В результате девальвация не нанесла такого ущерба украинским банкам, как это произошло в России.

Общая картина ликвидности банковской системы выглядела неоднозначно. Ликвидные активы увеличивались главным образом благодаря повышению курса иностранной валюты. Что же касается пассивов, то стабильными оставались лишь корпоративные депозиты, деноминированные в гривнах, в то время как стоимость многих других категорий снижалась. На рис. 13 в приложении представлена структура пассивов банковской системы на конец 1998 г.

5.6. Некоторые итоги

Несмотря на существование очевидных проблем с низкой рентабельностью[10], с ограниченностью уставного капитала и с недостаточностью размеров резервов на покрытие убытков при кредитовании, украинской банковской системе пока удавалось избегать серьезных финансовых кризисов.

Украинская банковская система все еще остается высоко концентрированной, хотя постепенно идет процесс ее деконцентрации. Доля семи крупнейших банков в совокупных банковских активах уменьшилась. Банки во все большей степени сопротивляются политическому давлению, оказываемому на них для предоставления прямых кредитов. Несмотря на это, в банковской системе по-прежнему сосредоточены крупные правительственные депозиты, что связано с выполнением банками квази-казначейских функций. В условиях, когда система платежей в стране достаточно эффективна, банки могут функционировать и при ограниченной ликвидности. Закрытие нескольких банков среднего размера не повлекло за собой заметных последствий для банковской системы вследствие слабой развитости межбанковских отношений[11].

Некоторые элементы здоровой финансовой системы на Украине уже функционируют, тогда как недостающие — только создаются. Вместе с тем, прогресс в совершенствовании структуры и в повышении эффективности функционирования финансового сектора пока недостаточен. Предстоит решить еще немало важных проблем, среди которых такие как: что делать с проблемными банками, как консолидировать фрагментированный банковский сектор и, наконец, как восстановить основные (т.е. финансово-посреднические) функции рыночно ориентированной финансовой системы.

6. Заключение

Общий вывод из проведенного анализа состоит в следующем: основной причиной финансового кризиса на Украине была непоследовательность проводимой экономической политики. Если проводившуюся монетарную

[10] На 1 января 1999 г. чистая прибыль банковского сектора составила 448,7 млн. гривен, что на 500 млн. гривен меньше, чем в предыдущем году.

[11] Подробнее об украинском межбанковском рынке см. Гурски У., *Украинский межбанковский рынок. Предварительные результаты исследований*, «Исследования и анализ», № 148, CASE — Центр социально-экономических исследований, Варшава, 1999.

политику можно охарактеризовать как жесткую, то фискальная политика носила в основном экспансионистский характер. Основной причиной кризиса и утраты доверия к национальной валюте были проблемы в сфере публичных финансов. Огромные аппетиты бюджета финансировались за счет внешних и внутренних заимствований. До тех пор, пока на Украину поступал иностранный капитал, здесь не возникало серьезных монетарных проблем. Когда же начался отток капитала нерезидентов, центральный банк начал поддерживать бюджет посредством скупки казначейских векселей на первичном рынке и предоставления прямых кредитов правительству. Неся ответственность за реализацию основной цели монетарной политики, которой является поддержание стабильности цен, НБУ начал изменять структуру своих активов. Остальные проблемы банковского сектора и публичных финансов оказались нерешенными в силу причин, носящих политико-экономический характер. Их разрешение затронуло бы слишком серьезные интересы, и в настоящее время для изменения существующего положения вещей отсутствует политическая воля.

Оценивая монетарную политику в контексте действующего законодательства и давления со стороны фискальной политики, можно сказать, что цель сохранения стабильности цен была достигнута. Однако поскольку фискальные проблемы пока не решены, а банковский сектор слаб и плохо развит, сохраняется опасность новой волны финансового кризиса (т.е. когда бюджет будет вынужден начать выплаты по реструктурированным казначейским векселям или когда ожидания девальвации национальной валюты достигнут своего пика). Поэтому проведение фискальной реформы на Украине является неотложной задачей.

Литература

Гурски У., *Украинский межбанковский рынок. Предварительные результаты исследований*, «Исследования и анализ», № 148, CASE — Центр социально-экономических исследований, Варшава, 1999.

К вопросу о валютном курсе в Украине, Межведомственная украинско–немецкая рабочая группа, декабрь 1996.

Меморандум стосовно монетарної, кредитної та валютної політики в Україні, ГІМР, 26.03.97.

Политика обменного курса. Огляд економіки та фінансів, Економічний департамент НБУ, 1.08.96.

Dekhtiarchuk M., *Relationship between money supply and inflation*, Kiev, November 1998, mimeo.

«Herald», NBU, разные выпуски.

Landy L., *Developing Sound Banks in Transitional Economies. Structural Reforms in Ukraine*, «Studies & Analyses», no. 115, CASE — Center for Social and Economic Research, Warsaw, 1997.

«Ukraine, Recent Economic Developments», IMF, August 8, 1997.

«Ukraine, Recent Economic Developments», IMF, October, 1997.

Ukraine Economic Report, Institute of International Finance, Inc., June 5, 1998.

«Ukrainian Economic Trends», Ukrainian-European Policy and Legal Advice Centre, Tacis, разные выпуски.

URL: http//www.bank.gov.ua.

Приложение

Рисунок 1. Поквартальная динамика курса украинской гривны к доллару США, индекса потребительских цен (ИПЦ), резервных денег (РД) и агрегата М2

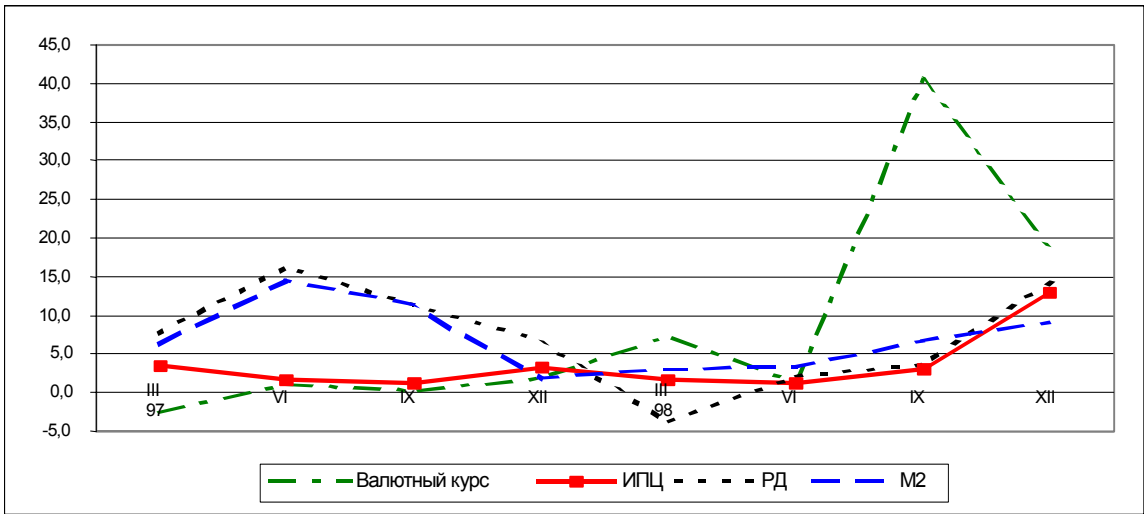


Рисунок 2. Чистые иностранные активы и резервные деньги в 1996-1998 гг. (млн. гривен)

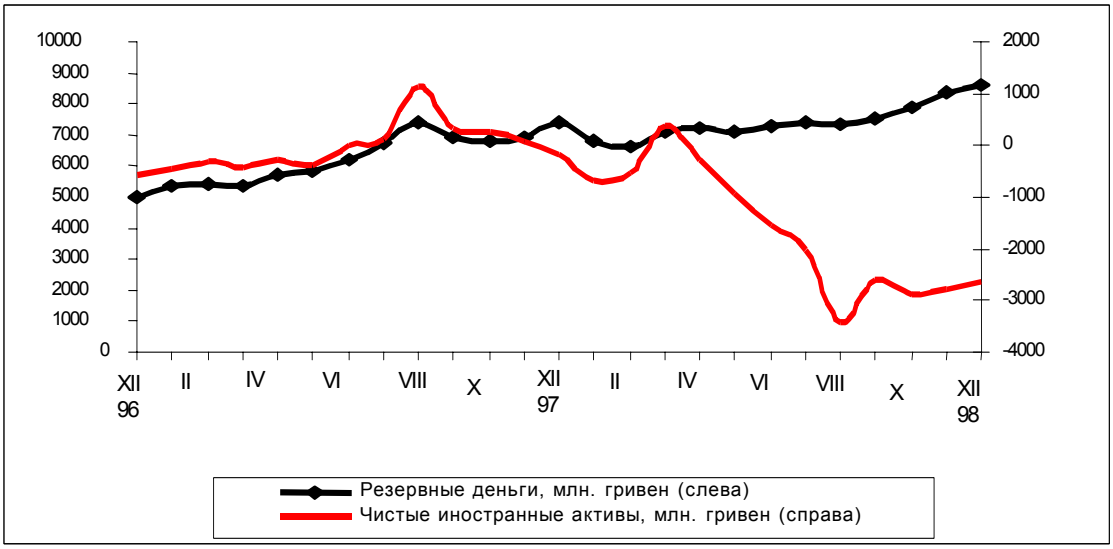


Рисунок 3. Динамика инфляции, ставок рефинансирования НБУ и фактических процентных ставок по государственным ценным бумагам

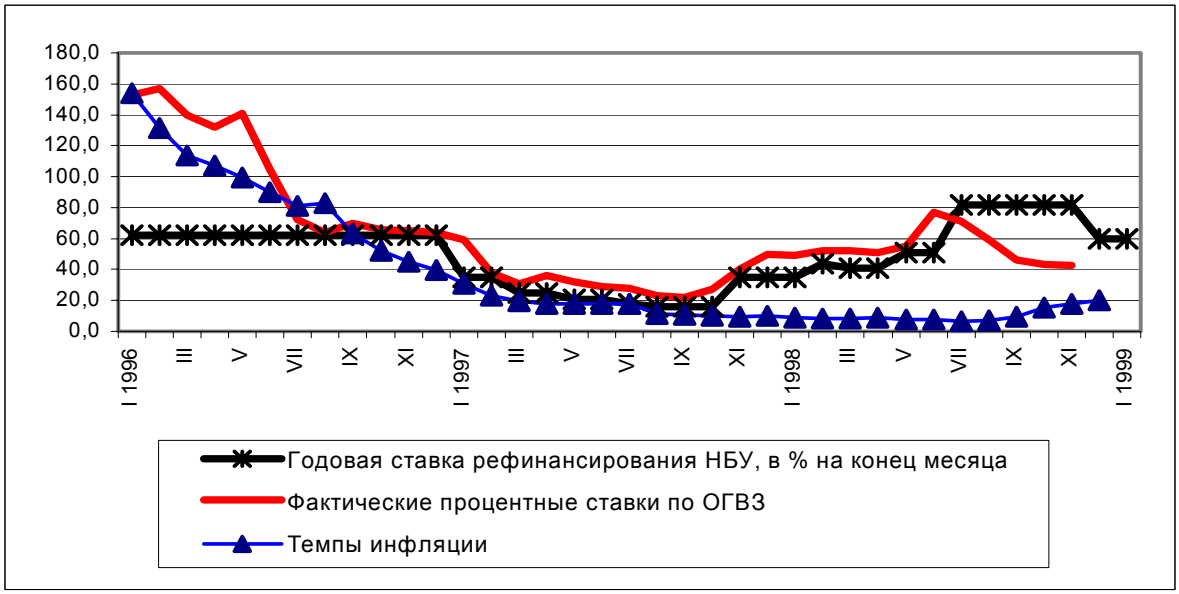


Рисунок 4. Реальная ставка рефинансирования НБУ и реальные ставки коммерческих банков по депозитам и кредитам

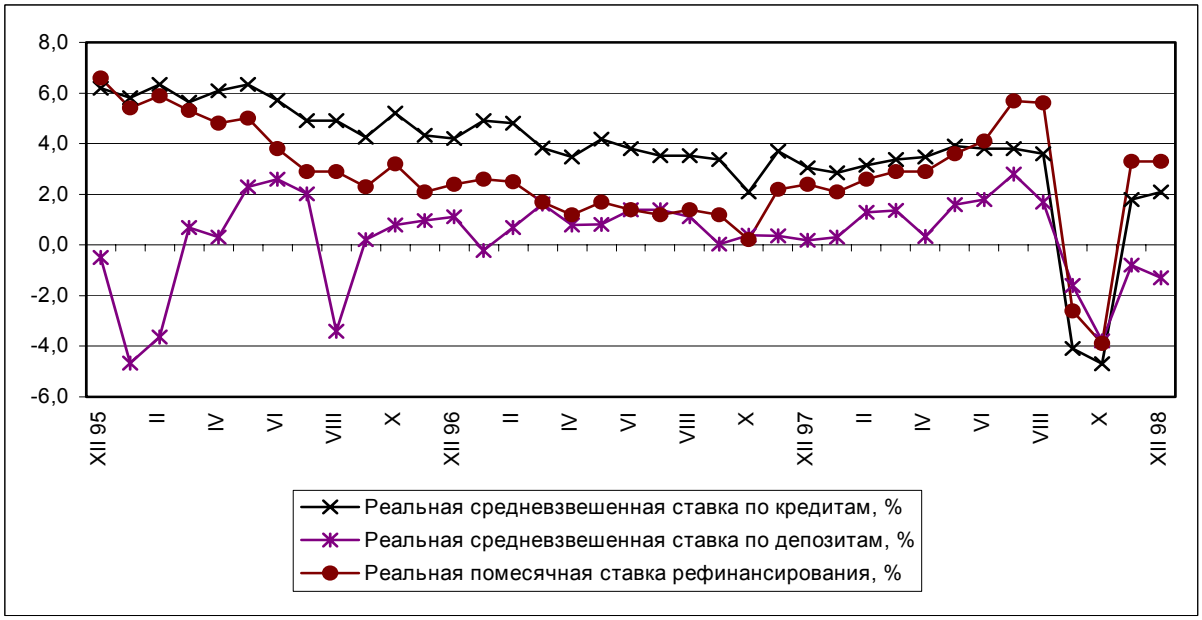


Рисунок 5. Чистые кредиты правительству (ЧКП) и чистые кредиты коммерческим банкам (ЧККБ) с балансовых счетов НБУ

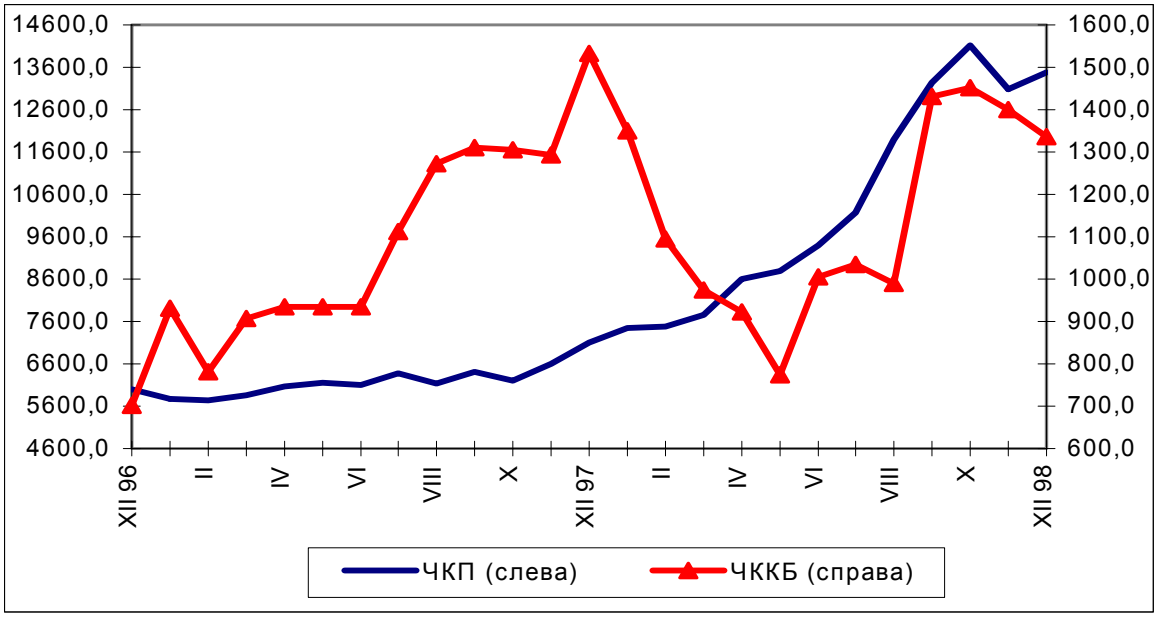
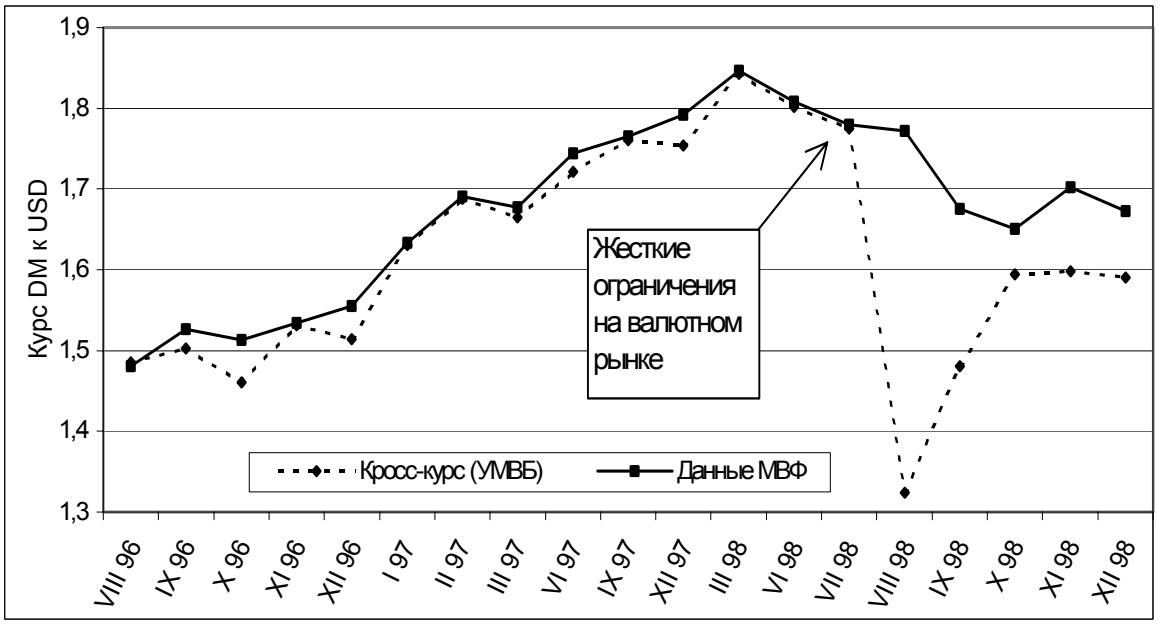
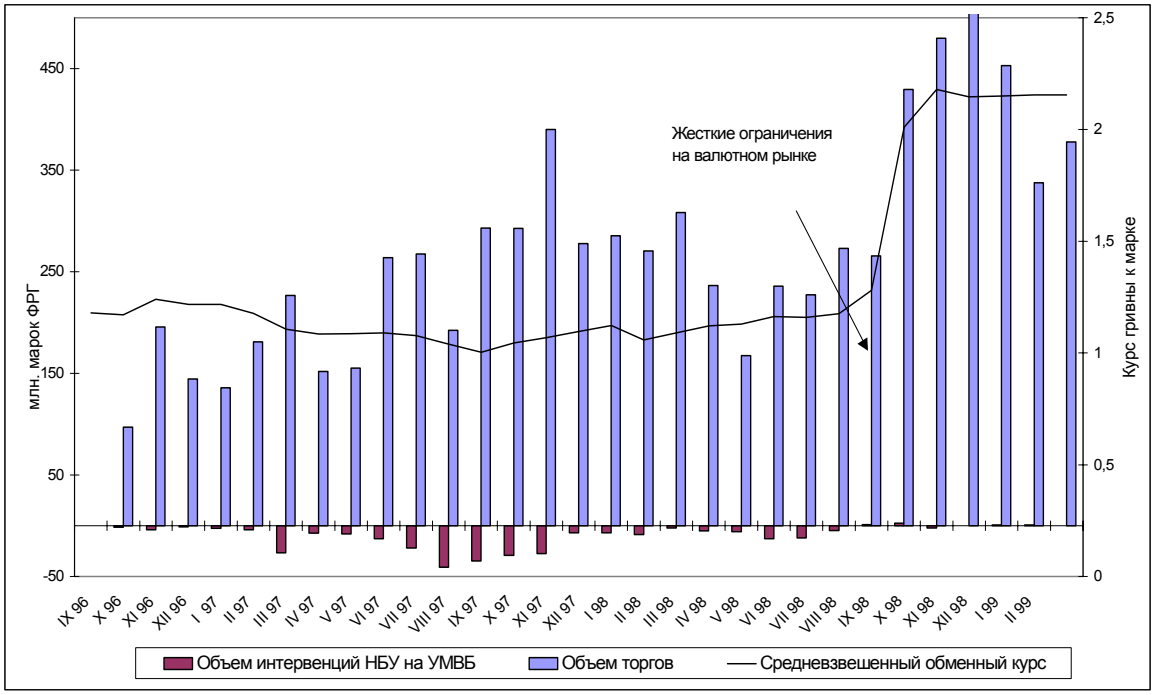


Рисунок 6. Курсовая политика по немецкой марке



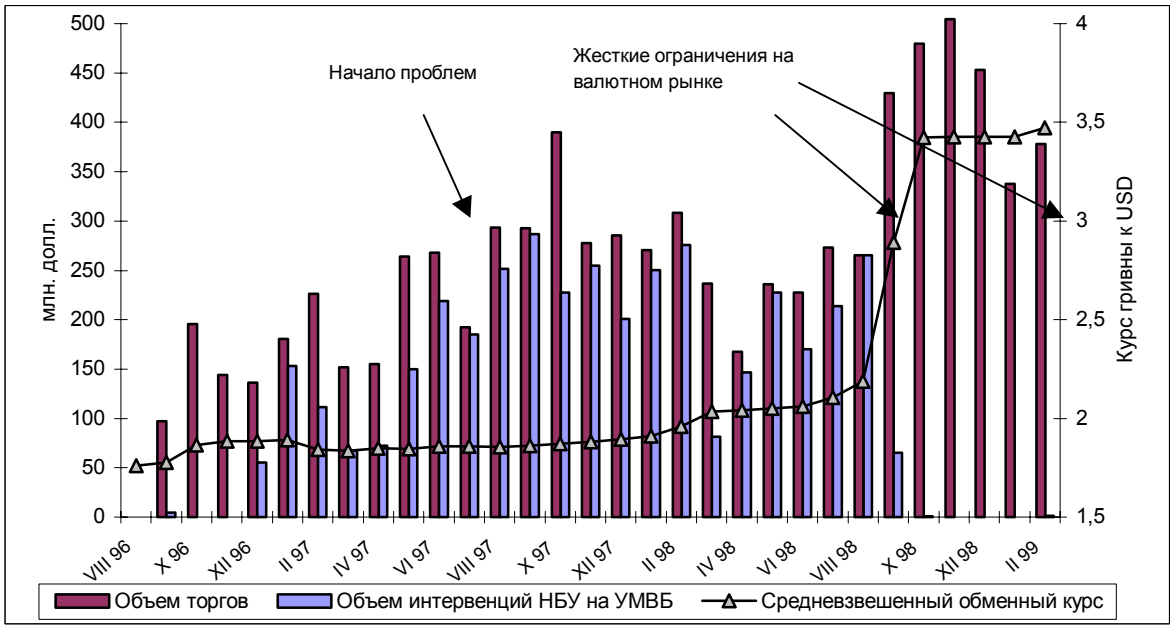
Источники: данные МВФ, «Financial Week».

Рисунок 7. Торги по немецкой марке на УМВБ



Источник: «Financial week».

Рисунок 8. Торги по доллару США на УМВБ

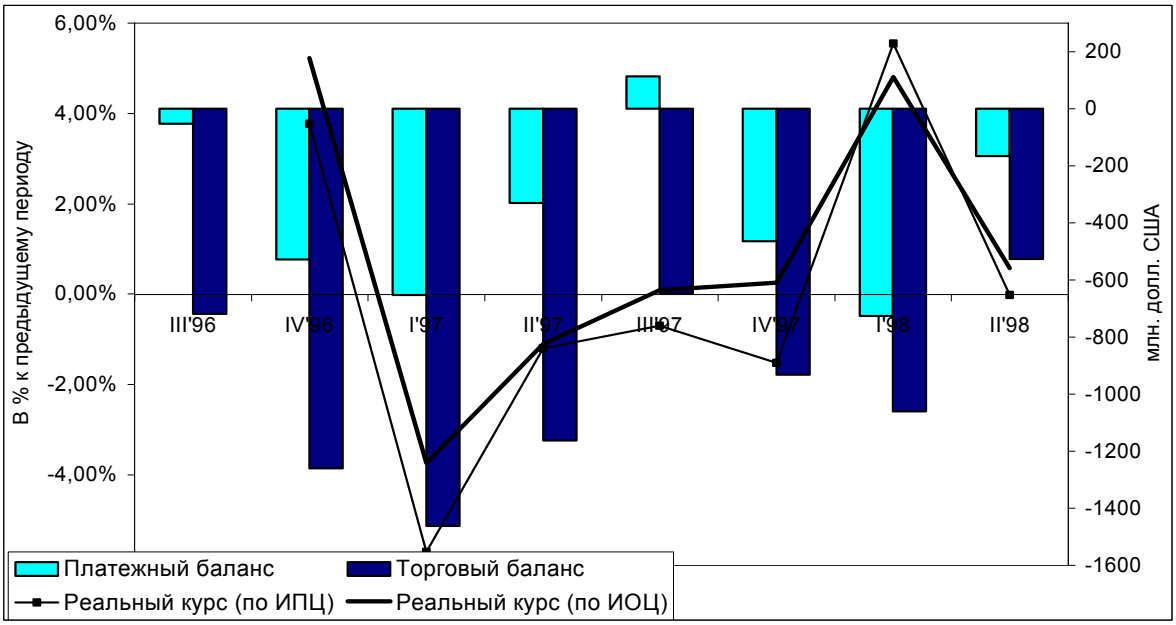


Источник: «Financial week».

Рисунок 9. Реальный валютный курс

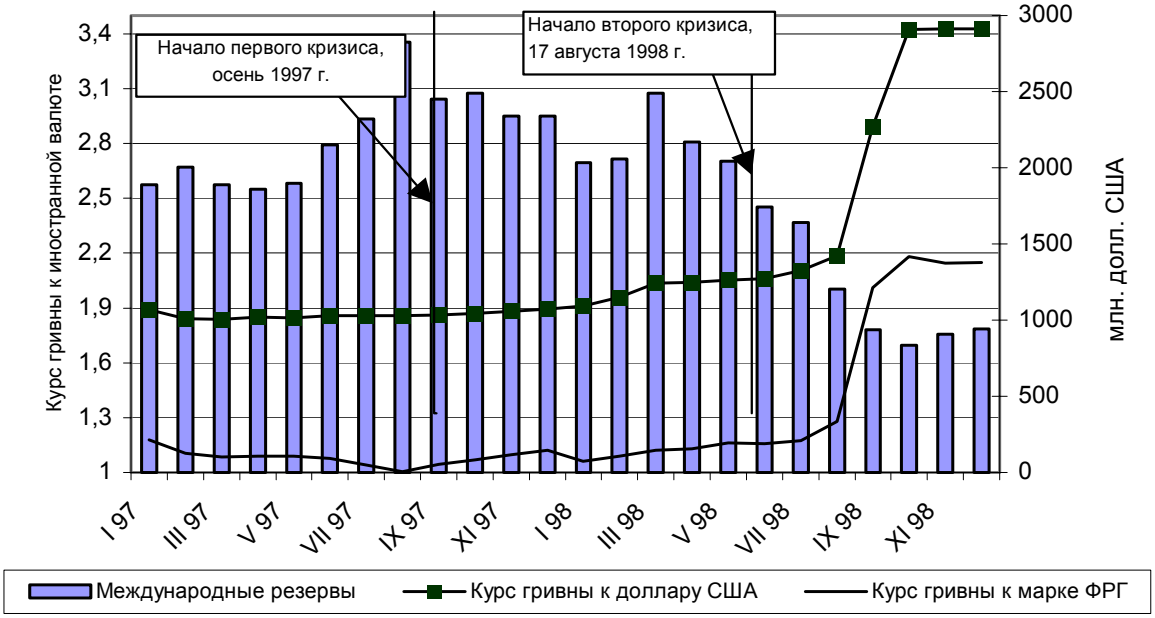
Источники: «Financial Week», данные Комитета по статистике.

Рисунок 10. Платежный баланс и реальный валютный курс



Источники: «Financial Week», данные Комитета по статистике и НБУ.

Рисунок 11. Объем международных резервов и валютный курс



Источники: «Financial Week», данные НБУ.

Рисунок 12. Структура активов банковского сектора Украины на конец 1998 г.

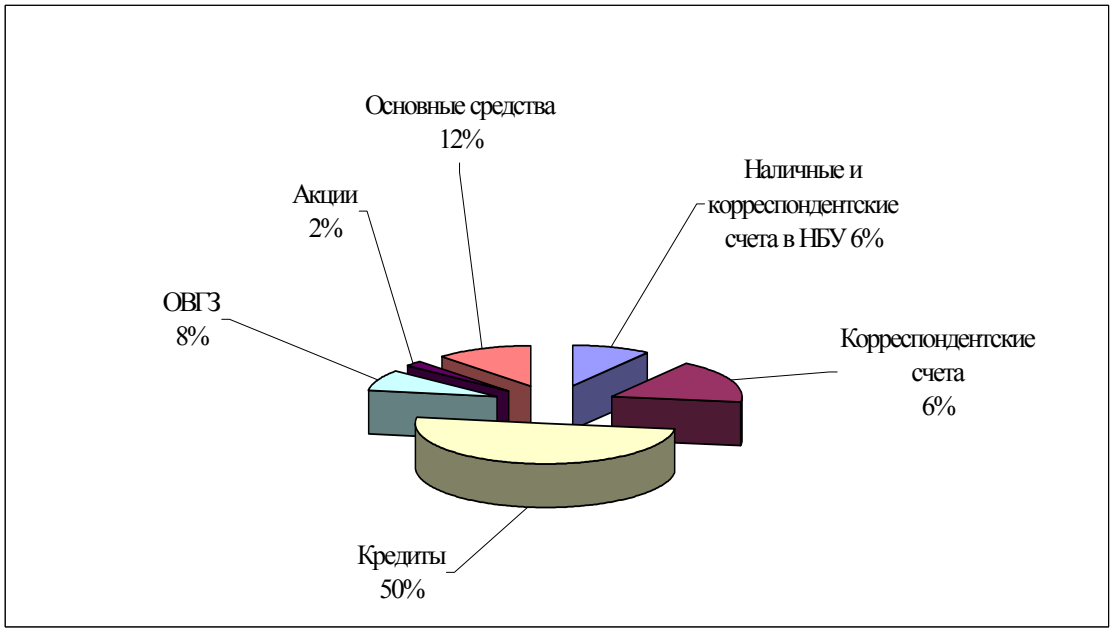
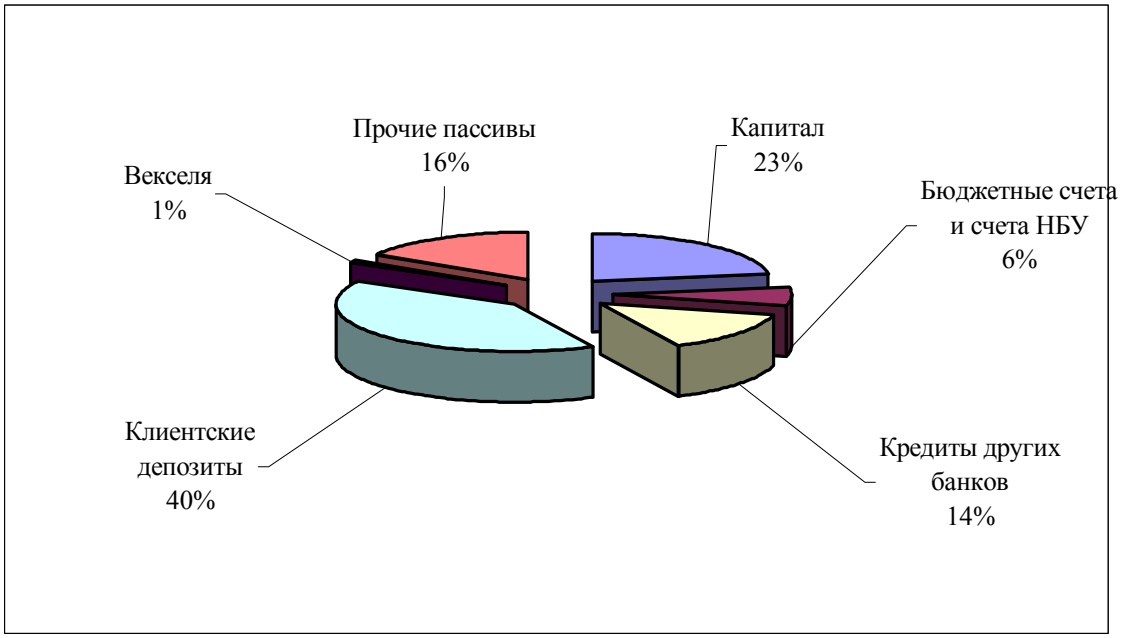


Рисунок 13. Структура пассивов банковского сектора Украины на конец 1998 г.



Источник: «Herald», March 1999, данные НБУ.