

УДК 338.157:472(10)

Корнєєва Ю. В., к.е.н., економіст
І категорії науково-дослідної частини
Інституту міжнародних відносин,
Київського національного університету
імені Тараса Шевченка,

СТРИМУЮЧІ ФАКТОРИ ЕФЕКТИВНОСТІ МЕХАНІЗМУ ВЗАЄМОДІЇ МОНЕТАРНОЇ ТА ВАЛЮТНОЇ ПОЛІТИКИ В КРАЇНАХ ЦСЄ

Корнєєва Ю. В. Стримуючі фактори ефективності механізму взаємодії монетарної та валютної політики в країнах ЦСЄ. У даній статті представлений аналіз факторів, що знижують ефективність механізму взаємодії монетарної та валютної політики у країнах Центральної та Східної Європи у контексті інтеграційних процесів та під впливом фінансової глобалізації.

Корнеева Ю. В. Сдерживающие факторы эффективности механизма взаимодействия монетарной и валютной политики в странах ЦВЕ. В данной статье представлен анализ факторов, которые снижают эффективность механизма взаимодействия монетарной и валютной политики в странах Центральной и Восточной Европы в контексте интеграционных процессов и под воздействием финансовой глобализации.

Korneeva J. Constraints of the Effectiveness of the Interaction of Monetary and Exchange Rate Policies in the CEE Countries. This article presents an analysis of the factors that reduce the effectiveness of the mechanism of interaction of monetary and exchange rate policies in Central and Eastern Europe in the context of integration processes and under the influence of financial globalization.

Постановка проблеми. У пострадянських економіках впровадження монетарної політики - складніший процес, ніж для розвинутих ринкових економічних систем. Через специфічні трансформаційні умови для перехідної економіки не може використовуватися та сама стабілізаційна політика, що і для ринкової, оскільки вирішення таких короткострокових проблем, як інфляція, незбалансованість державного бюджету, безробіття, потребує негайних та одночасних дій з боку уряду. Тож у аналізі ефективності стабілізаційних програм варто враховувати певні особливості, притаманні пострадянським країнам. Нижче проаналізовано чинники, що впливають на ефективність монетарної та валютної політики в умовах глобалізації, послаблюючи стабілізаційний ефект монетарних інструментів.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Проблема визначення ефективності механізму взаємодії монетарної та валютної політики знайшла відображення та набула подальшого розвитку завдяки працям таких видатних зарубіжних та вітчизняних науковців, як О. Бленчард, С. Вей, Х. Вольф, А. Гост, М. Дабровські, Р. Дорнбуш, П. Кеннен, В. Ключев, Р. Манделл, Ф. Мишкін, Дж. Острі, М. Флемінг, Ю. Біленко, Я. Белінська, А. Гальчинський, З. Луцишин, М. Максименцев, А. Мельник, С. Ніколайчук, О. Петрик, А. Стасишин, О. Рогач, О. Сльозко, І. Співак, Н. Тушницький, С. Циганов, А. Філіпенко, В. Шевчук та ін. Проте брак узагальненого досвіду щодо визначення факторів, що впливають на зниження ефективності механізму взаємодії монетарної та валютної політики для досягнення макроекономічної стабільності у країнах ЦСЄ в контексті фінансової глобалізації та інтеграційних процесів, зумовили проведення даного дослідження.

Мета статті – виявити фактори, що впливають на зниження ефективності механізму взаємодії монетарної та валютної політики у країнах ЦСЄ.

Викладення основного матеріалу. Однією з найголовніших проблем для пострадянських країн була відсутність досвіду у регулюванні новостворених валютних та фінансових ринків. Незважаючи на поступовий розвиток фінансових ринків та монетарних інструментів, перехідним економікам не вистачало відповідного інституціонального середовища для ефективного впровадження певної монетарної стратегії. Недостатній рівень розвитку грошово-кредитної сфери виявив себе після розпаду Радянського Союзу, коли стало зрозуміло, що відсутня ринкова конкуренція між комерційними банками, що ринок державних цінних паперів недорозвинутий, а надійна система кредитування майже відсутня. Тож грошово-кредитна політика проводилася з урахуванням досвіду адміністративно-командної економіки, і відповідно, разом зі створенням валютного, фінансового ринків, не могла ефективно працювати в ринкових умовах.

Головними проблемами у пострадянських країнах були брак лібералізації економіки на мікрорівні, надмірне оподаткування, неефективне регулювання виробничої та фінансової сфери, та всюдишче хабарництво, які паралізують розвиток економічної діяльності. Однією з основних причин неефективності монетарної політики є значний рівень корумпованості суспільства. Розвитку корупції сприяли такі фактори, як зростаючий адміністративний контроль з боку регулюючих органів, створення численних бюрократичних перепон на шляху до формування нових підприємств та для розвитку вже наявних, недосконала законодавча база тощо. На сьогодні проблема тіньової економіки та корумпованості суспільства, на жаль, не вирішена і досягла загальнонаціонального рівня, спотворюючи ринкові механізми регулювання економіки. Корупція створює значні перешкоди для розвитку національного виробництва, відвертає потенційних інвесторів та блокує реформування в країні. Саме через корумпованість вищих гілок влади законотворчий процес підпорядкований не загальнонаціональному економічному розвитку, а лобіює інтереси окремих секторів економіки, окремих виробничих галузей. Рішення щодо перерозподілу ресурсів приймають не на основі ринкової конкуренції, а внаслідок втручання певних зацікавлених впливових кіл. П. Мауро пише про взаємозв'язки між впливом корупції на рівень інвестування та зростання економіки. Він виявив, що спад рівня корупції на 2,4% зумовлює зростання рівня інвестування на 4% і зростання економіки на 0,5% [1].

З розвитком ринкової економічної системи перед перехідними економіками постала дуже серйозна проблема – інфляція. Варто зазначити, що для країн колишнього Радянського Союзу значною проблемою у подоланні інфляції на початкових етапах трансформації було те, що Росія, маючи режим гнучкого валютного курсу, не встановила відповідний монетарний режим, який би контролював рівень інфляції у країні (йдеться про монетарну стратегію таргетування інфляції). І, як наслідок, вона не лише постраждала від значної інфляції сама, але, надаючи кредити у рублях центральним банкам країн колишнього Радянського Союзу, сприяла поширенню інфляції до цих країн. У пострадянських країнах дотримувалися класичного підходу щодо визначення природи інфляційних процесів у країні, інфляцію розглядали винятково з позиції зростання грошової маси, яка виникає через надмірну емісію центрального банку. Відповідно, боролися з інфляцією винятково шляхом адміністративного скорочення емісії. А жорстоке обмеження приросту грошової маси погано впливало на стан економіки країни загалом, ще більше поглиблюючи економічну кризу, знижувався рівень виробництва і купівельна спроможність населення, зростало безробіття, дефіцит державного бюджету, рівень зовнішньої заборгованості тощо. Тож проблему треба було вирішувати іншими шляхами. Дослідження А. Гоша свідчать, що у довгостроковому періоді витрати на досягнення низького рівня інфляції в країні такими методами перевищать тимчасові переваги та вигоди від зниження інфляції, оскільки необхідно працювати не на досягнення певного

рівня інфляції у короткостроковому періоді, а проводити глобальні структурні перебудови у фінансовій та виробничій сфері, що дасть змогу притримувати інфляцію на низькому рівні без значних витрат на це [2]. Виходячи з вище зазначеного, можна дійти висновку, що саме стабільність грошової одиниці була пріоритетною для перехідних економік на початкових етапах трансформації, а в деяких випадках залишається головною і до нині. Тобто в більшості пострадянських країн діє монетарний режим таргетування валютного курсу, а не таргетування інфляції, як це простежується у розвинутих країнах світу.

Іншою серйозною проблемою на шляху до запровадження ефективної монетарної політики для країн з перехідною економікою є недовіра суб'єктів економічної діяльності та населення загалом до національної грошової одиниці. На поширення доларизації у перехідних країнах вплинуло те, що в період трансформаційних змін відбувалися інфляційні вибухи, значна девальвація національної валюти, грошово-кредитна система була на етапі становлення. Тож цілком природно, що для зменшення ризиків втрати заощаджень населення надавало перевагу більш надійній іноземній валюті. Також варто згадати про роль тіньового сектора економіки, який на початкових етапах трансформації сягав значних розмірів, і, відповідно, основні операції та розрахунки проводили в іноземній валюті. Це спричинило значне зростання рівня доларизації у країнах з перехідною економікою, коли населення тримає основну частину своїх збережень в іноземній валюті, а ціни на більшість товарів і послуг встановлюються з урахуванням обмінного курсу. Тож основною причиною доларизації вважається стрімке зростання інфляції та значна девальвація національної валюти, а обидві ці ознаки властиві перехідній економіці. Доларизація відображає порушення макроекономічної рівноваги в країні та проблеми у роботі фінансових ринків. Також залежність рівня доларизації від балансу зовнішньої торгівлі, властива для перехідних економік, свідчить про недорозвиненість фінансових ринків. Високий рівень доларизації значною мірою збільшує ризикованість макроекономічного середовища та певною мірою ускладнює фінансування дефіциту державного бюджету. Питанням дослідження рівня доларизації в країнах з перехідними економіками займався Р. Піонтковський, який пропонує як найоптимальніший режим для боротьби з доларизацією пряме таргетування інфляції [3]. Рівень доларизації знижуватиметься за умови одночасного зниження рівня інфляції та зростання довіри населення до національної валюти, розвитку банківської системи. Ці фактори дозволитимуть тримати активи, виражені у національній валюті, за привабливими процентним ставкам.

Варто зазначити, що дуже важливою умовою ефективності роботи монетарної системи є незалежність центрального банку від уряду країни. Проте в перехідних економіках національний банк дуже часто втягнений в політичний процес, а саме - фінансує потреби уряду, що погано впливає на ефективність роботи грошово-кредитної сфери. Вкрай важливою проблемою, яка стоїть на шляху транзитивних країн до процвітання, є недовіра населення до стабілізаційної політики уряду. Ефективність монетарної та валютної політики значною мірою залежать від того, чи повірять люди у здійснення поставлених цілей. Одним з головних аргументів ефективності шокової терапії у Польщі була цілковита довіра населення до запровадженої політики, люди знали, заради чого вони терплять тимчасові скрутні умови.

Теорія економічної політики і розвитку М. Олсона акцентує, що коли економічна політика визначається загальнонаціональними інтересами, простежується тенденція вибору відносно ефективної політики, яка приносить позитивні економічні результати. Втім, коли економічна політика країни обслуговує вузькі інтереси окремих привладних кіл, вона перетворюється на соціально неефективну і породжує бідність. Поки певна вузька група заробляє лише невеликий процент загального доходу держави, вони втрачатимуть дуже мало від деформації економіки, проте, лобіюючи власні інтереси, досягнуть значного перерозподілу доходів на свою користь: нація втратить, але вони збагатяться. Існування політичних сил, зацікавлених у розвитку конкретних галузей

економіки, конкретних підприємств, спотворює ринкові механізми, порушуючи загальну макроекономічну рівновагу [4, С. 27].

Труднощі банківського сектора значною мірою впливають на трансмісійний механізм монетарної політики. Надмірна пропозиція банківських послуг, що виникла внаслідок фінансової лібералізації та впровадження новітніх технологій, негативно вплинула на банківський сектор розвинутих індустріальних країн. Проблеми у банківському секторі тиснуть на центральний банк, потребуючи збільшення рівня кредитування та підтримки слабких банків, водночас знижуються можливості для зміцнення ліквідності та погіршуються кредитні умови, відбувається зростання відсоткових ставок, що загалом дуже негативно впливає на здійснення монетарного контролю. До 1998 р. у країнах колишнього Радянського Союзу, окрім Балтійських країн, уся банківська система була зосереджена навколо кількох найбільших банків, які раніше були державною власністю. Ці фінансові установи контролювали до 70% ринку банківських послуг, проте продовжували обслуговувати державні проблеми, фінансуючи збиткові державні підприємства, нарощуючи обсяги так званих «безнадійних» кредитів. Якщо частка невиконаних банківських позик значно зростає, це створює проблеми у банківському секторі, що переносяться згодом у реальну економіку. Така ситуація особливо загострилася під час світової фінансової кризи. Проблеми у банківському секторі, які виникають унаслідок збільшення відсотку неповернутих позик, мають негативний вплив на рівень кредитування та інвестування в країні, та можуть обмежувати ефективність монетарної політики та впливати на вартість національної валюти, а також знижують ефективність монетарної політики, оскільки проблемні банки не адекватно реагують на зміну процентної ставки. Слабкість банківського сектора руйнує ефективну роботу трансмісійного механізму, оскільки, коли банки не в стані контролювати свої балансові звіти, в них стає менше можливостей для змін обсягів резервів та відсоткових ставок. Велика різниця між кредитною та депозитною ставками свідчить про існування значних проблем у банківському секторі.

Запобігти проблемам легше, ніж згодом їх вирішувати, тож урядовцям потрібно дуже уважно ставитися до виникнення можливих проблем у банківському секторі. Нажаль, цьому питанню свого часу не приділили належної уваги, що поставило банківську систему в кризовий період у скрутне становище. Відповідно, оскільки ця галузь має прямий вплив на економічну діяльність фірм, інтереси яких відрізняються від цілей, що перед собою ставить монетарна політика, між урядовцями та підприємцями завжди буде присутнє певне напруження. З одного боку, необхідним є зниження ризикованості банківської діяльності й водночас забезпечення бізнесу фінансовим капіталом, розвиток інвестиційної діяльності. Наприклад, якщо для підтримки банківської галузі необхідно проводити м'якшу монетарну політику, це може погано вплинути на цінову стабільність. А з іншого боку, досягнення цінової стабільності, ймовірно дасть змогу монетарній політиці легше подолати наслідки кризи у банківському секторі й не похитне довіри до антиінфляційної політики уряду. Проте водночас обмежувальна монетарна політика може спровокувати банкрутства деяких банків, які зіткнулися з певними труднощами, тож їхні проблеми ляжуть тягарем на всю фінансову систему країни. Якщо банківський кредитний канал звужується, рівень інвестування та кредитування у країні теж знижується, ріст ВВП уповільнюється, і, відповідно, рівень інфляції теж знижується. Низький рівень інфляції дозволяє проводити м'якшу монетарну політику, яка дає змогу підтримати рентабельність та підвищити дохідність банків, відповідно розширюючи кредитний канал. Тож зниження короткострокових відсоткових ставок сприяє відновленню банківського сектора. Також більш м'яка монетарна політика дозволить покращити корпоративні балансові звіти, що також впливатиме на відновлення економічного зростання.

Саме проблеми у фінансовому секторі та слабкість банківської системи були головними причинами виникнення кризи, яка охопила країни пострадянського простору в

1995-1998 рр. Проте, нажаль за десятиріччя ситуація кардинально не змінилася, це засвідчила сучасна світова фінансова криза, яка виявила неготовність банківського сектора протистояти проблемам, що виникають. Досвід 1995-1998 рр. дає підстави зазначити, що політика підтримки банків, які перебувають у скрутному становищі, через надання дешевих кредитів центральним банком у кризові часи є в цілому неефективною та призводить до зростання рівня інфляції та падіння курсу національної валюти.

Серйозною загрозою для перехідної економіки є приплив значних обсягів іноземного капіталу внаслідок непродуманої монетарної та валютної політики. З одного боку, приплив капіталів у країну може бути дуже корисним та розглядатися як позитивний чинник впливу на розвиток економічної системи, адже забезпечує оновлення застарілих та неефективних ринків капіталу та сприяє зростанню рівня споживання у країні. Однак, водночас, приплив капіталу створює надмірний тиск на національну валюту і призводить до зростання реального валютного курсу та водночас грошових агрегатів, рівня інфляції за умови фіксованих валютних режимів, та до зростання номінального валютного курсу при гнучких режимах курсоутворення. Глобалізація світових фінансових ринків вплинула на значне зростання руху капіталу, збільшення рівня інвестування, в тому числі й до країн ЦСЄ, що значною мірою покращило економічну ситуацію в цих країнах, стимулювало економічне зростання. Проте, в умовах значного притоку іноземного капіталу, внутрішня монетарна та валютна політика трансформаційних економік має проводитися дуже обачно, оскільки може мати поганий вплив на оцінку реальної економічної ситуації в країні, а саме - переоцінку можливостей економіки, розраховуючи лише на зовнішні капітали. Тож для зниження ризиків за умови значного припливу іноземного капіталу в країну треба переконатися, що значні грошові надходження не використовуватимуть в якості внутрішніх заощаджень, і не спричинять зростання надмірного попиту та перегріву економіки. В деяких випадках високі відсоткові ставки на банківські депозити, пов'язані зі слабкою банківською системою, сприяли значному припливу іноземного капіталу. Тож головним завданням для монетарної політики в транзитивних економіках стане зниження чутливості до впливу іноземного капіталу та забезпечення стабільності й безпеки національної монетарної системи. Для того, щоб проаналізувати, як впливає приплив капіталу в країну, важливо знати, постійними чи тимчасовими є надходження іноземних капіталів. Тож, якщо приплив капіталу - це відповідь на зростання внутрішньої продуктивності, він акумулюється у зростанні реального валютного курсу, і проявиться або через зростання інфляції (при фіксованих валютних режимах) або змінами номінального курсу (при гнучких валютних режимах). Проте, якщо приплив капіталу тимчасовий, наприклад, пов'язаний зі змінами іноземних відсоткових ставок, найкращою реакцією у такому випадку буде стерилізація. І звичайно, якщо високий рівень відсоткових ставок виник унаслідок неефективного поєднання слабкої фіскальної та жорсткої монетарної політик, то очевидно, що для покращення ситуації необхідно коригувати загальноекономічну політику держави.

Ще однією загрозою, що постала перед країнами ЦСЄ після приєднання до ЄС, є втрата незалежності у проведенні монетарної політики. Уніфікована монетарна політика не дає змоги ефективно реагувати на зміни економічної активності, адже у деяких країнах ЦСЄ, було встановлено процентні ставки, які не відповідали реальним потребам економіки. Процентні ставки було встановлено на занадто низькому рівні, тож деколи виникала ситуація з негативними реальними процентними ставками протягом 2005-2008 рр. у таких країнах, як Естонія, Латвія та Литва. Ситуація з негативними процентними ставками небезпечна тим, що провокує надмірну економічну експансію та перегрів економіки. Політика нульових процентних ставок (ПНПС), яка застосовували багато центральних банків для відновлення економічної системи після впливу кризи, останніми роками активно піддається критиці. Останні дослідження засвідчують, що така політика водночас створює інші проблеми, серед яких економісти виділяють створення значних інвестиційних ризиків у довгостроковому періоді, підвищення волатильності фінансових

ринків. Втім, така політика змушує центральні банки інших країн знижувати свої процентні ставки, порушуючи ринкові механізми. Саме небажання застосовувати заходи фіскальної політики провокує уряди країн до зловживання інструментами монетарної політики, тоді, коли для вирішення проблем треба долучати реальний сектор економіки, а не покладатися винятково на монетарну політику нульової процентної ставки. Важкість у відмові від застосування такої монетарної політики полягає у тому, що країни, які використовували подібну практику, мають відмовлятися від нульових процентних ставок одночасно, оскільки країни, які це запровадять першими, найімовірніше, постраждають найбільше в умовах вільних рухів капіталів, що лише посилить пастку ліквідності, яку створює ПНПС.

Висновки: До стримуючих факторів на шляху до запровадження ефективної системи макроекономічного регулювання відносимо: високий рівень корумпованості суспільства та пов'язаний з цим значний сектор тіньової економіки; високий рівень доларизації економіки, який виник через недовіру населення до національної грошової одиниці; високий рівень залежності центрального банку країни від урядових установ; високий рівень інфляції; підпорядкування державної політики окремим провладним колам та як наслідок недовіра населення до стабілізаційної політики уряду; слабкість банківської системи; значні обсяги припливів іноземного капіталу, і пов'язані з цим великі обсяги зовнішньої заборгованості; втрата незалежності у запровадженні монетарної та валютної політики у контексті інтеграційних процесів.

Список використаних джерел:

1. Mauro P. The Effects of Corruption on Growth, Investments [Електронний ресурс] / Paolo Mauro // IMF Working Paper. – WP 96/98. – 1996. – Режим доступу : <http://www.imf.org>.
2. Ghosh A. Inflation in Transition Economies: How Much? And Why? / Atish Ghosh // IMF Working Paper. – 1997. – № 97/80. – Режим доступу : <http://www.imf.org>.
3. Пионтковский Р.В. Долларизация, изменчивость инфляции и неразвитые финансовые рынки в переходных экономиках / Руслан Викторович Пионтковский // Консорциум экономических исследований и образования. Сер. «Научные доклады». - № 03/02. – М. : EERC, 2003. – С. 12-25.
4. Olson M. The Devolution of the Nordic and Teutonic Economies / Mankur Olson // The American Economic Review. – 1995. – Vol. 85. – № 2. – P. 22–27.

Ключові слова: монетарна політика, валютна політика, трансформаційна економіка, валютний режим, корупція, доларизація, тіньова економіка.

Ключевые слова: монетарная политика, валютная политики, трансформационная экономика, валютный режим, коррупция, долларизация, теневая экономика.

Key words: monetary policy, exchange rate policy, transformation economy, currency regime, corruption, dollarization, the shadow economy.