



Ринок фінансово-банківських послуг

Клавдія ПАЗІЗІНА

**ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС
І МАКРОЕКОНОМІЧНА СТАБІЛЬНІСТЬ
У ПЕРЕХІДНІЙ ЕКОНОМІЦІ:
ПОРІВНЯЛЬНІ АСПЕКТИ**

Резюме

Розглянуто динаміку платіжного балансу України та визначено причини його погіршення в перехідний період. Проаналізовано ефективність впливу макроекономічної політики на внутрішню і зовнішню стабільність. Особливу увагу приділено взаємозв'язку між сальдо платіжного балансу і рівнем валютних резервів. Проведено порівняння досвіду врівноваження платіжного балансу в країнах із перехідною економікою в контексті його застосування в Україні.

Ключові слова

Платіжний баланс, врівноваження платіжного балансу, рахунок поточних операцій, рахунок операцій із капіталом і фінансових операцій, валютні резерви, макроекономічна політика, макроекономічна стабільність, реальний ефективний курс, країни з перехідною економікою, прями та портфельні інвестиції.

© Клавдія Пазізіна, 2003.

Пазізіна Клавдія, канд. с.-г. наук, доцент кафедри міжнародної економіки, фінансово-кредитних відносин і маркетингу, Тернопільська академія народного господарства, Україна.

I. Динаміка платіжного балансу України

Узагальнену оцінку економічного стану країни та ефективності її світогосподарських зв'язків здійснюють на підставі платіжного балансу. Функціонально платіжний баланс відіграє роль макроекономічної моделі, яка систематично відображає економічні операції між національною економікою та економіками інших країн світу. Таку модель складають з метою розробки і впровадження обґрунтованої курсової та зовнішньоекономічної політики країни, аналізу і прогнозу стану товарного та фінансового ринків. Досягнення зовнішньої рівноваги в країнах із перехідною економікою набуває особливого значення при переході до стійкого економічного зростання.

Невирішеною проблемою для багатьох країн у період реформування є те, що активізацію сальдо платіжного балансу переважно здійснюють за рахунок зростання сальдо рахунку поточних операцій. Так, в Україні за останні роки значно збільшилося сальдо поточного рахунку, надлишок якого за перше півріччя 2003 р. становив 1,81 млрд. дол. США. Натомість сальдо операцій з капіталом та фінансових операцій було від'ємним, і за відповідний період його дефіцит склав 168 млн. дол.

У наукових колах тривають дискусії навколо питання про доцільність підтримання додатного сальдо поточного рахунку. Це пов'язано з тим, що в багатьох країнах з перехідною економікою в період стабілізації проявлялася помітна тенденція до збільшення доходу і зменшення від'ємного сальдо поточного рахунку.

Значний дефіцит платіжного балансу країн Центральної Європи, республік колишнього Радянського Союзу і зокрема України під час системної перебудови 1990-х рр. виник внаслідок всеохоплючої кризи, одним з проявів якої був великий спад виробництва. Різка лібералізація цін викликала шок з боку попиту і пропозиції, що призвело до спаду виробництва і підвищення цін. Незважаючи на великі відмінності політики реформ, кумулятивний спад промислового виробництва на 40–60% був не лише суттєвим, а й однаковим майже в усіх країнах.

Економіка України почала зростати у третьому кварталі 1999 р., коли вперше з часу проголошення незалежності України Державний комітет статистики зареєстрував 0,2% збільшення реального ВВП порівняно з попереднім роком. У цьому ж році починають відбуватися позитивні зрушення у промисловому виробництві – була зламана негативна тенденція 1990–1998 рр. Покращення в аграрному секторі стає помітним лише з 2000 р.

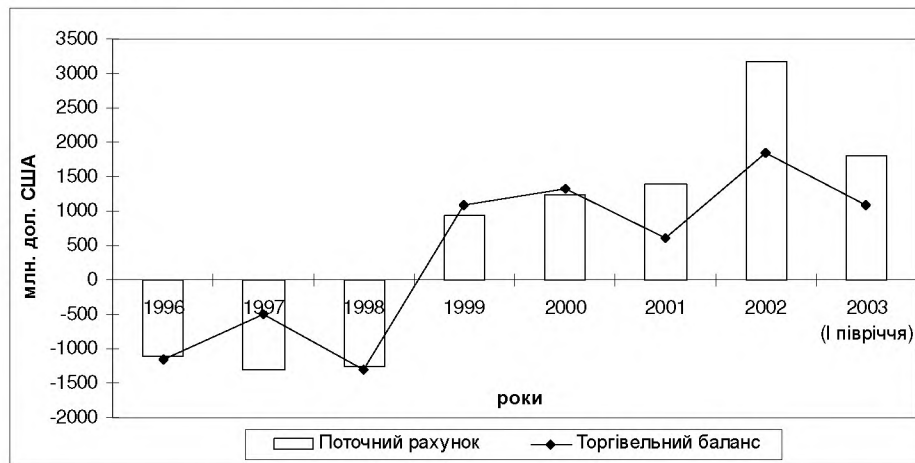
Варто відзначити, що за останні роки відбувається стале нарощування промислового виробництва. За перше півріччя 2003 р. його приріст був на 13,8% більше, ніж за відповідний період 2002 р. Зростанню виробництва певною мірою сприяло розширення обсягів кредитування в результаті зниження відсоткових ставок.

Економічне зростання в країні позначилося на стані платіжного балансу. Якщо у 1999 р. дефіцит платіжного балансу становив 185 млн. дол. США, то вже у наступному році його надлишок становив 571 млн. дол., а у 2001 р. позитивне сальдо збільшилося майже удвічі.

Збільшення сальдо платіжного балансу відбувається за рахунок балансу поточних операцій (див. рис. 1). Водночас сальдо балансу операцій з капіталом і фінансовими операціями залишається від'ємним.

Рисунок 1.

Динаміка поточного рахунку платіжного балансу та балансу товарів і послуг у 1996–2003 рр.



Джерело: Вісник НБУ, грудень 2002 р., Платіжний баланс України 2002 р., Платіжний баланс України за I півріччя 2003 р.

Динаміка змін балансу поточних операцій свідчить, що, починаючи з 1999 р., простежується тенденція до його зростання, яка значною мірою обумовлена зростанням експорту. Стрімке збільшення величини сальдо у 1999 р. було зумовлено небувалим зростанням позитивного сальдо зовнішньоторгівельного балансу, передусім за рахунок збільшення позитивного сальдо торгівлі товарами. На розвиток експорту позитивно впливали як активна зовнішньоторговельна політика щодо пошуку нових ринків збуту, так і економічно сприятливі курсові умови торгівлі.

Торгівельний баланс відіграє важливу роль для економічного розвитку України. Він має вирішальне значення для стабільності гривні, оскільки, здебільшого, саме зовнішня торгівля визначає попит і пропозицію на валютному ринку.

Поліпшення стану зовнішньоторгівельного балансу за I півріччя 2003 р. відбувалося переважно за рахунок балансу послуг, сальдо якого збільшилось у 1,6 рази, порівняно з відповідним періодом минулого року. Позитивне сальдо поточного рахунку за цей період зросло на 25% [20].

Проте досягнуте додатне сальдо поточного рахунку не вирішує проблем обслуговування зовнішнього боргу. У 1999 р. Україна сплатила 1,9 млрд. дол., у 2000 р. – понад 2,2 млрд., у 2001 р. – понад 1,1 млрд. дол., у 2002 р. – понад 1 млрд. дол. Коефіцієнт обслуговування довгострокового зовнішнього боргу (як співвідношення витрат на погашення основної суми до експорту товарів і послуг) становив за I півріччя 2003 р. і суттєво не відрізнявся від попереднього року, показники якого становили відповідно 12,0 і 12,3%. На теперішній час довгостроковий зовнішній борг країни є великим, його розмір за I квартал 2003 р. становив 12,7 млрд. дол. Найближчі п'ять років Україні доведеться щорічно спрямовувати на обслуговування та погашення зовнішніх зобов'язань, включаючи платежі МВФ, 1,9–2,1 млрд. дол. (близько 12 млрд. грн.), порівняно з 1,4 млрд. дол. у 2002 р. [18].

Виплати зовнішніх боргів є однією з причин формування від'ємного сальдо рахунку з капіталом і фінансових операцій. Виплати основної суми реструктуризованих зовнішніх боргів і розрахування з боргами Росії у 2000 р. на суму біля 1,1 млрд. дол., що було передбачено угодою про Чорноморський флот, спричинили дефіцит цього рахунку в розмірі 1,3 млрд. дол. У 2003 р., порівняно з попередніми роками, коли склалася тенденція поступового погіршення фінансового рахунку через вплив коштів з України, спостерігалось стійке зменшення негативного сальдо цього рахунку. Основною причиною таких змін є заходи НБУ щодо посилення контролю за рухом портфельних інвестицій, а також реструктуризація українського боргу за поставлений Туркменістаном у 1990–1994 рр. природний газ. Крім того, на зменшення дефіциту цього рахунку вплинув приплив прямих іноземних інвестицій у розмірі 0,7 млрд. дол. і значне надходження від розміщення на зовнішніх ринках ОЗДП – 0,8 млрд. дол. за I півріччя 2003 р. Здебільшого за рахунок цього дефіцит операцій із капіталом і фінансовими операціями за відповідний період 2003 р. був у 4,4 рази менше, порівняно з відповідним періодом 2002 р. [20].

Необхідно звернути увагу на перспективи співпраці України з МВФ. Практика країн з перехідною економікою довела, що для стабілізації економіки, зокрема фінансування дефіциту рахунку поточних операцій платіжного балансу, чимало країн використовували позики МВФ. Після завершення чотирьохрічної програми розширеного фінансування в розмірі 2,64 млрд. дол. у вересні 2002 р. уряд України розраховував відновити співпрацю з МВФ за новою програмою stand-by. Передбачається, що вона буде реалізована

протягом 3–5 років, а її розмір може становити 600–800 млн. дол. При цьому необхідно, щоб Україна виконала ряд умов, серед яких: закінчення аудиту НАК «Нафтогаз» України; удосконалення тарифів на електроенергію за домовленістю з іноземними інвесторами, які придбали цінні папери енергокомпаній України; посилення банківського нагляду; розробка програми погашення заборгованості з повернення ПДВ. Тим часом Україна послідовно скорочує свої фінансові зобов'язання перед МВФ з кінця 1999 р., коли основна сума боргу досягла рекордного рівня 2,8 млрд. дол. Проте сума поточної заборгованості України перед МВФ нині становить приблизно 1,8 млрд. дол. Водночас валові валютні резерви досягли 7 млрд. дол. [30].

Для України існує певний досвід впливу щодо припливу-відпливу капіталу на сальдо платіжного балансу. Так, у першій половині 1997 р. здійснювалося стрімке залучення короткострокових капіталів в Україну у ринок ОВДП через високу прибутковість цього ринку. Приплив капіталу змушував НБУ до інтервенцій з метою викупу, надлишкової пропозиції доларів на внутрішньому українському ринку, а також активізував сальдо платіжного балансу та позитивно позначився на рівні міжнародних резервів і динаміці відсоткових ставок. Пізніше, у другій половині цього ж року спостерігалось зменшення сальдо платіжного балансу. Це було викликано першою хвилею валютної кризи, яка торкнулася України восени 1997 р. Вихід нерезидентів з українських фінансових ринків і ринку ОВДП змінив напрямок фінансових потоків, а відплив капіталу з України змусив НБУ вже не купувати валюту, як це було впродовж попередніх 8 місяців, а продавати її, що негативно позначилося на рівні валютних резервів і структурі монетарних агрегатів. За 2000 р. мав місце відплив капіталу у формі портфельних інвестицій в обсягах, що перевищували 200 млн. дол. [4]. Протягом 2002 р. також зберігалась тенденція до відпливу капіталу, раніше вкладеного у вітчизняні корпоративні цінні папери. Операції з цінними паперами, які дають право нерезидентам на участь у капіталі, супроводжувалися відпливом коштів у розмірі 1 млрд. дол. Такий відплив капіталу повністю нівелював надходження за статтею «прямі інвестиції», яких в Україну за 2000–2002 рр. (з урахуванням приватизації 2001 р.) було залучено обсягом 1,76 млрд. дол.

Важливим для України є те, що протягом 2003 р. відомі рейтингові агентства поліпшили кредитні рейтинги України. Цьому сприяло збільшення золотовалютних резервів НБУ, що також свідчить про покращення стану платіжного балансу. Так, у червні поточного року міжнародні валютні резерви зросли на 864,6 млн. дол., що насамперед пов'язано з надходженням коштів від розміщення єврооблігацій. Випуск єврооблігацій, проведений у червні 2003 р., переконливо доводить, що, порівняно з внутрішніми борговими зобов'язаннями, зовнішні мають більші терміни і є дешевшими: єврооблігації, розміщені Україною, мають 10-річний термін погашення, а вартість обслуговування – 7,65% річних [12].

Проблематичною залишається можливість державних запозичень на національному ринку капіталу. Це зумовлено тим, що фондовий ринок України нерозвинений, а корпоративні цінні папери майже не користуються

попитом у інвесторів через слабкий вартісний ринок і повільний розвиток приватизаційних процесів. Так, за I півріччя 2003 р., за результатами проведених аукціонів, до державного бюджету залучено коштів удвічі менше, ніж за відповідний період 2002 р. [5].

Валютні резерви – один з основних факторів, що безпосередньо впливають на платіжний баланс. З теоретичної точки зору зв'язок між рівнем валютних резервів і сальдо платіжного балансу можна виразити нерівністю. Якщо платіжний баланс має надлишок, то валютні резерви збільшуються, тобто $Z > 0 \rightarrow R > 0$, і навпаки, в умовах дефіциту платіжного балансу валютні резерви зменшуються: $Z < 0 \rightarrow R < 0$ [21]

Важливим є те, що рівень валютних резервів характеризує кредитоспроможність країни. У міжнародних валютних розрахунках також використовують показник чистих офіційних валютних резервів. Цей показник є критерієм оцінки спроможності країни погашати заборгованість перед іноземними кредиторами, а також служить показником ефективності кредитно-грошової політики Національного банку. На основі чистих офіційних валютних резервів розраховують показник достатності валютних резервів для оплати імпорту за формулою:

$$V = \frac{R}{Im} \times 12 \text{ місяців,}$$

де V – показник достатності валютних резервів;
 R – чисті резерви іноземної валюти;
 Im – загальний обсяг імпорту.

Прийнято вважати, що у країні склалася несприятлива ситуація для отримання нових кредитів, якщо показник достатності резервів для оплати імпорту перебуває на рівні, меншому за тримісячне покриття імпорту.

Крім того, зростання обсягів валютних резервів є одним із позитивних факторів стабілізаційної політики. По-перше, це приводить до збільшення валютного забезпечення грошової бази і, відповідно, підвищує стабільність монетарної системи національної валюти, а по-друге, збільшує можливість Національного банку щодо регулювання обмінного курсу шляхом здійснення інтервенцій при тимчасових коливаннях попиту і пропозиції.

Ще одним із показників, що характеризують стан платіжного балансу, а також кредитоспроможність країни, є баланс заощаджень – інвестицій – $S - I$. Якщо заощадження перевищують інвестиції – $S > I$, то країна має можливість здійснювати зовнішнє кредитування, а якщо має місце зворотна ситуація – $I > S$, то в країні зростає інвестиційний попит (у результаті проведення фіскальної політики).

Частково недостатні заощадження в українській економіці можна пояснити низьким рівнем доходу, однак важливішим видається розчарування населення у спроможності уряду забезпечити реальну економічну стабільність, довго утримувати стабільність національних грошей і банківської сис-

теми. Проте останнім часом спостерігаємо стійку тенденцію до зростання заощаджень фізичних осіб. Упродовж семи місяців 2003 р. вони зросли на 6,5 млрд. грн., або на 32,7%, порівняно з відповідним періодом попереднього року [6]. За рахунок зростання заощаджень існує реальна можливість збільшити обсяги вітчизняних інвестицій, що зменшить потребу у зовнішньому фінансуванні.

Хоча для сучасної української економіки коефіцієнт граничної схильності до заощаджень становить 0,3 (за Кейнсом, цей показник дорівнює лише 0,2), прийнято вважати, що в Україні заощадження виникають лише тоді, коли місячний дохід перевищує \$100. Разом із тим, виглядає доречною точкою зору, що в Україні потенціал приватних заощаджень є не меншим, ніж обсяги зовнішніх урядових запозичень.

Тому для країн із перехідною економікою, де в період реформування здебільшого існує дефіцит платіжного балансу, зростання валютних резервів і збільшення рівня заощаджень є однією з умов досягнення макроекономічної стабільності.

Порівняно з країнами Східної Європи, валютні резерви НБУ залишаються низькими. Навіть у найсприятливішому 1997 р. покриття імпорту валютними резервами не перевищувало двох місяців. У 1998 р. однією з причин знекровлення резервів НБУ були виплати зовнішньодержавного боргу з надзвичайно коротким терміном погашення в умовах дестабілізації та значного зростання попиту на валюту, викликаних російською фінансово-валютною кризою. Саме це призвело до стрімкої девальвації гривні після тривалого періоду її стабілізації.

Зниження рівня валютних резервів призвело до знецінення гривні, а також розкручування боргової кризи. Перший транш кредиту розширеного кредитування МВФ у серпні 1998 р. дав очікуваний результат щодо поповнення валютних резервів і стабілізації валютного курсу. Крім того, встановлення нового валютного коридору підвищило попит на долари, а валютний курс зазнав стрімкої найвищої девальвації – з 2,25 UAH/\$ з перших днів вересня до 3,3 UAH/\$ на кінець цього місяця, що складало 47% зростання курсу долара.

Курсова політика, яку почав проводити у 2001 р. НБУ, сприяла підвищенню рівня валютних резервів. Вона була зумовлена об'єктивними чинниками і дала позитивні результати, головними з яких є курсова стабільність і прогнозованість ситуації. Насамперед, не могло бути девальвації курсу гривні при перевищенні пропозиції валюти над її попитом. Однак темпи зростання експорту були високими, що позитивно вплинуло на сальдо торгового балансу і спричинило до збільшення валютних резервів.

Поповнення золотовалютних резервів у 2000–2002 рр. було також обумовлено активною валютною і монетарною політикою НБУ, яка давала змогу збалансовувати обсяги попиту і пропозиції валют, поліпшувати реальний ефективний обмінний курс. Зростанню валютних резервів НБУ у цей

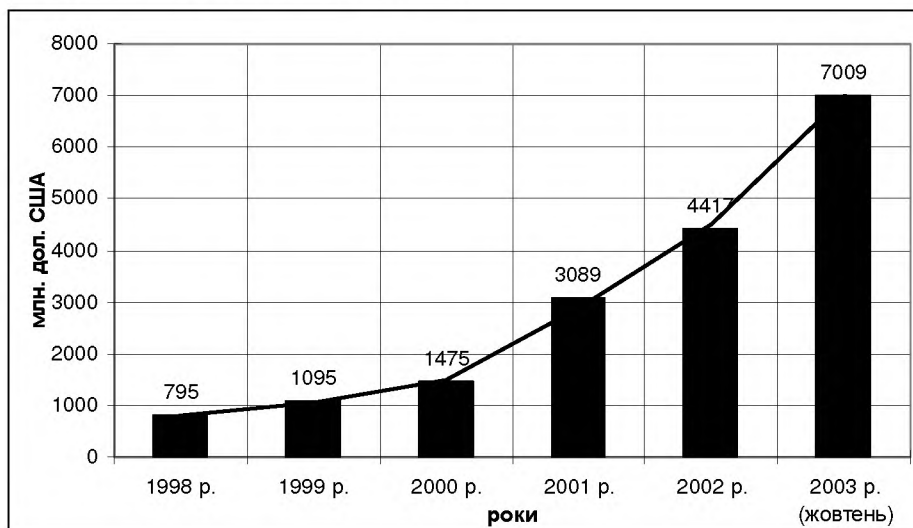
період сприяли макроекономічні чинники, в тому числі бюджет із низьким дефіцитом, зменшення зовнішнього боргу, економічне зростання і стабільно високий попит на національну валюту.

Водночас збільшення сальдо торгового балансу та поточного рахунку платіжного балансу призвели до збільшення обсягів припливу валюти, які формували високий рівень пропозиції на валютному ринку, що перевищувало попит. Інтервенційна політика НБУ привела до зростання валютних резервів.

Варто зазначити, що до листопада 2002 р. єдиним джерелом збільшення обсягів резервів були виключно інтервенції НБУ з купівлі надлишкової пропозиції на валютному ринку без жодних запозичень.

Рисунок 2.

Міжнародні резерви НБУ
(за поточним курсом, млн. дол. США)



Джерело: Вісник НБУ. – 2003. – Грудень. – С. 11.

У 2003 р. зберігалася тенденція до зростання міжнародних валютних резервів. Завдяки зростанню інтервенцій за 10 місяців 2003 р. обсяг золотовалютних резервів НБУ збільшився на рекордну величину – 2,2 млрд. дол. – і вперше перевищив позначку 7 млрд. дол., що забезпечує покриття

імпорту протягом 3,6 місяців (див. рис. 2) [30]. Високий рівень інтервенцій НБУ з викупу валюти було спричинено перевищенням пропозиції валюти над попитом, яке збільшилося за 9,5 місяця на 39%, порівняно з попереднім роком. У свою чергу, основою зростання пропозиції за цей період було збільшення на 11% припливу валюти до країни, що обумовлено збільшенням експорту та прямих іноземних інвестицій, а також уповільненням відпливу валюти за портфельними інвестиціями [15].

Незважаючи на зростання виплат за зовнішнім боргом у 2003 р., нові запозичення на загальну суму приблизно 1 млрд. дол. сприяли підтримуванню високих темпів зростання резервів НБУ. Проте майбутні платежі за його обслуговування та погашення створять у майбутньому навантаження на міжнародні резерви НБУ, що може позначитися і на стані платіжного балансу країни.

Підсумовуючи вищезазначене, можна констатувати, що економічна криза в Україні спричинила надмірний дефіцит платіжного балансу і призвела до макроекономічної дестабілізації. З початком економічного зростання відбувається зменшення дефіциту платіжного балансу, але переважно за рахунок збільшення сальдо рахунку поточних операцій. Проблематичним залишається зменшення дефіциту рахунку операцій із капіталом і фінансових операцій.

2. Макроекономічні підходи щодо врівноваження платіжного балансу України

Для врівноваження платіжного балансу використовують інструменти макроекономічної політики. Макроекономічну політику країн з перехідною економікою спрямовано на досягнення економічної стабільності. При цьому проведення макроекономічної політики не завжди приводить до гармонійного поєднання внутрішньої і зовнішньої рівноваги, зокрема до врівноваження платіжного балансу.

Україна для досягнення економічної стабільності одним з основних інструментів у перехідний період обрала курсову політику.

Треба відзначити, що валютний курс у багатьох країнах з перехідною економікою, за винятком Угорщини, на початковій стадії реформ «проходив» один і той же шлях: спочатку різко знецінювався, а потім поступово зміцнювався. Це було обумовлено тим, що на початку реформування в країні був низький рівень валютних резервів, і застосування макроекономічної політики було неефективним. У той же час країни Балтії (Литва, Естонія) та Болгарія ввели валютне правління, за якого номінальну фіксацію поєднували з повним поверненням базових грошей за рахунок міжнародних резерв-

вів. Введення валютного правління сприяло підвищенню довіри, зниженню інфляції, що, у свою чергу, зменшило номінальні та реальні ринкові відсоткові ставки.

Аналіз курсової політики в ретроспективі свідчить, що найменш чутливою динаміка експорту до девальвації гривні виявилася у 1998–1999 рр., коли знецінення гривні було обвальним. Чутливішою до девальвації виявилася динаміка імпорту, його обсяги скоротилися більше, ніж зменшився експорт, особливо у 1999 р., що забезпечило вперше за досліджуваній період позитивне сальдо торговельного балансу. Проте за це сальдо Україна заплатила дуже високу ціну – 2,7-кратним знеціненням гривні. Воно призвело до збільшення витрат бюджету на обслуговування зовнішнього боргу країни та зменшення реального значення всіх показників, що характеризують економічний розвиток країни (обсяги ВВП, доходи на душу населення, обсяги капіталу комерційних структур тощо). За цими показниками Україну було відкинуто далеко назад у світовій «табелі про ранги». Погіршилися умови для інноваційного оновлення виробництва.

У роки помірної девальвації – 1996, 1997, 2000 рр. – чутливість динаміки експорту виявилася доволі високою: на 1% девальвації припадало 3–4% зростання експорту. Динаміка імпорту була малочутливою, а його обсяги, всупереч девальваційному тиску, зросли. Найефективнішою виявилася помірна девальвація: стимулюючи зростання експорту, вона не зупинила зростання імпорту.

Треба зазначити, що значний девальваційний потенціал впливу на конкурентоспроможність товарів був використаний неефективно з точки зору формування торговельного балансу. Хоча у 2000 р. сальдо балансу і стало позитивним, проте його обсяг був неадекватним рівню девальвації гривні.

Відсутність прямої залежності динаміки експорту й імпорту в Україні від динаміки обмінного курсу гривні можна пояснити кількома причинами.

По-перше, довгострокова девальваційна політика України могла спровокувати посилення у країнах-контрагентах нецінових способів захисту ринків від товарів традиційного українського експорту. Наприклад, першою на цей шлях стала Росія, яка у вересні 1996 р. запровадила ПДВ на українські товари, а у травні 1997 р. – 25%-ве мито на український цукор, внаслідок чого експорт цих товарів у Росію значно скоротився, що негативно позначилося на сальдо торговельного балансу. Водночас почастишали антидемпінгові розслідування і постійні погрози такими розслідуваннями, зокрема з боку США, Канади та інших країн. У цих умовах потенціал цінової конкуренції, який забезпечувала українським експортерам політика девальвації, не міг спрацювати.

По-друге, більшість українських експортерів суттєво залежать від імпорту, споживаючи закуплені за кордоном енергоносії, сировину, матеріали, комплектуючі тощо. Тому додаткові девальваційні витрати цих підприємств

на імпорт випереджали за термінами та обсягами формування їхні додаткові доходи від експорту, що погіршувало їхнє фінансове становище і де-стимулювало розвиток експорту.

Крім того, надто стрімкі темпи (в 2,7 раза) і тривале (понад 2 роки) знецінення гривні щодо долара США провокували стійкі девальваційні очікування суб'єктів господарювання, що породжувало в експортерів надію на невичерпність девальваційного ресурсу й не стимулювало їх нарощувати експорт.

Одним із чинників, який деформував вплив девальвації на конкурентоспроможність, а отже, й на динаміку експорту й імпорту (відповідно, і на сальдо торговельного балансу), могло бути неефективне використання девальваційних доходів, отриманих експортерами. За даними О. Шнипко, лише в 1998–1999 рр. ці доходи становили у національній валюті близько 40 млрд. грн., або майже 40% обсягу ВВП за 1998 р. [23]. Внаслідок цього девальваційний потенціал було використано неефективно.

Відомо, що дискусія щодо напрямів курсової політики в Україні набула особливої гостроти в 2001 р., коли після тривалої стабілізації курсу гривні щодо долара США в 2000 р. та певного його підвищення в 2001 р. кон'юнктура світового ринку для українських товарів погіршилася, а терміни сплати зовнішнього державного боргу наблизилися. У теоретичних суперечках [8, 24] із цього питання чітко визначилися три позиції:

- представники експортного бізнесу та урядових структур – за стрімку девальвацію;
- представники НБУ та науковці, які поділяють їхню позицію, – за помірну поступову девальвацію;
- представники наукових кіл переважно обстоюють політику повільної ревальвації.

Перша та друга позиції принципово не відрізняються – обидві девальваційні, різниця лише в ступені девальвації. Як засвідчив попередній аналіз, найменш ефективною в Україні була стрімка девальвація 1998–1999 рр. Конкурентоспроможність українського експорту потрібно будувати на фундаментальній, якісній, основі, а не на девальваційному маніпулюванні цінами.

Натомість помірна та поступова девальвація виявилася ефективнішою в минулі роки і була передбачена НБУ в Основних засадах грошово-кредитної політики на 2002 р. Проте і така девальвація, як тривала лінія курсової політики, може мати негативні наслідки: створювати «тепличний ефект» в експортному секторі й інфляційні очікування в країні.

Одним із перших вітчизняних науковців, який вказав на такі наслідки тривалої і повільної девальвації, був А. С. Гальчинський, котрий висловив

думку, що «повільна ревальвація валютного курсу є вигіднішою для України», ніж політика девальвації [7].

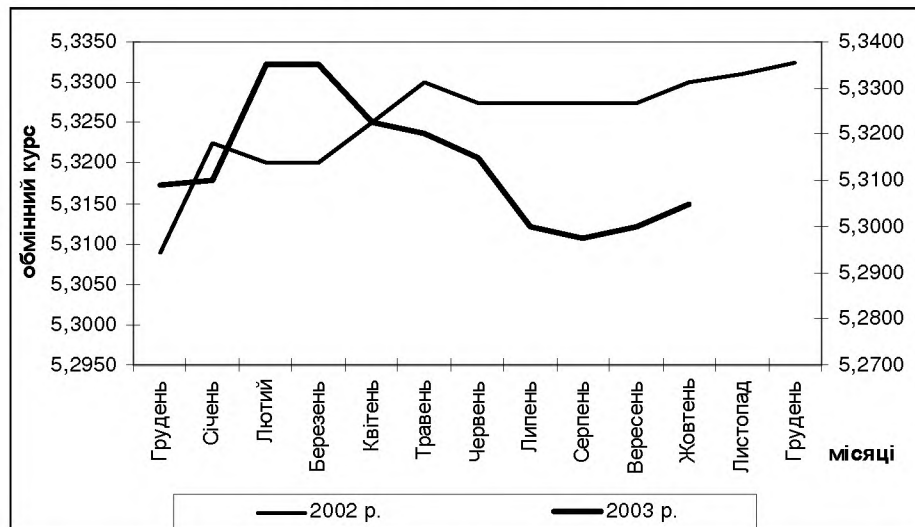
Отже, уникнути негативних наслідків як девальвації, так і ревальвації, дає змогу довготривала політика стабілізації валютного курсу з періодичними відхиленнями у той чи інший бік у разі, коли певний сектор економіки не можна підтримати інакше, ніж засобами курсової політики. За такої політики девальвацію та ревальвацію можна застосовувати як тимчасові заходи, що періодично змінюють одне одного, не порушуючи тенденції курсової політики.

Дійсно, вже протягом останніх чотирьох років НБУ дотримується політики номінальної курсової стабільності гривні. Під курсовою стабільністю розуміють не абсолютну незмінність курсу, а таку його динаміку, коли він коливається у певних вузьких межах, без стрімких змін, не порушуючи встановлених на перспективу орієнтирів. У цифрових параметрах курсова стабільність гривні за період 2000–2003 рр. виражається фактичною девальвацією на 2,2% за чотири роки, що становить у середньому 0,55% за рік [15].

Динаміка курсу гривні щодо долара США у 2003 р. була гнучкішою, ніж у 2002 р. (див. рис. 3).

Рисунок 3.

Динаміка обмінного курсу гривні щодо долара США



Джерело: Вісник НБУ, грудень 2003 р. – С. 10.

Це було викликано економічними умовами та завданнями НБУ щодо впливу на загальну фінансову стабільність і стимулювання виробництва. У 2002 р. в умовах дефляційної динаміки цін НБУ здійснював стимулювання незначної девальвації, яка підвищила конкурентоспроможність товарів на зовнішніх ринках без негативного впливу на зростання цін.

А вже протягом 2003 р. курсова політика дещо змінювалася. Якщо до березня 2003 р. НБУ для підтримки експорту проводив незначну девальвацію, то вже з квітня цього ж року, в період інфляційного напруження, з метою стабілізації цін НБУ сприяв поступовій ревальвації гривні.

Таким чином, проведення доволі гнучкої валютно-курсової політики НБУ у 2003 р. було спрямовано на підтримування стабільності національної валюти за умов збереження позитивного сальдо торговельного та поточного рахунку платіжного балансу.

Подібно до більшості перехідних економік, експансійна монетарна політика в Україні є одним з інструментів прискорення щодо переходу до стійкого економічного зростання й одним із факторів впливу на платіжний баланс.

Позитивні зрушення у монетарній політиці починають спостерігатися у 2002 р. Грошову політику НБУ було спрямовано на збільшення обсягу грошової маси. Насичення економіки грошима здійснювали всіма засобами: через валютний ринок, шляхом зниження процентних ставок, рефінансування комерційних банків, операцій із цінними паперами на вторинному ринку. Крім того, обсяги купівлі валюти зросли завдяки збільшенню надходжень від експорту, темпи якого продовжують підвищуватися. За даними Держкомстату, експорт товарів у першому кварталі зріс на 27,9%, а позитивне сальдо зовнішньоторговельного балансу України за той же період збільшилося до 1,114 млрд. дол. (з 964 млрд. дол. за аналогічний період попереднього року).

Збільшення обсягу грошей в обігу відбувалося адекватно до потреб економіки. За 2002 р. обсяги грошової маси зросли на 28,8%, монетарна база – на 26,1%. Позитивне сальдо поточного рахунку платіжного балансу перевищило рівень попереднього року майже в 1,75 рази.

З погляду рівноваги доходу і платіжного балансу виглядає доцільним обережне збільшення пропозиції грошової маси відповідно до зростання ВВП. Інструментальним чинником збільшення грошової маси має й надалі залишатися монетизація валютних резервів. За умов від'ємного сальдо рахунку капіталу це підкреслює важливість додатного сальдо поточного рахунку.

Незважаючи на те, що пропозиція грошової маси відіграє помітну роль у визначенні динаміки як реального обмінного курсу, так і безпосередньо доходу та торговельного балансу, особливістю перехідної економіки є значна залежність монетарної політики від фіскальних показників. У стратегії післякризового розвитку національної економіки в Україні дедалі більшо-

го значення набуває відповідність і взаємоузгодженість монетарної та фіскальної політики [14]. Поки що в українській економіці відсутній належний рівень координації між монетарною та фіскальною політикою. Типовою ситуацією стало поєднання жорсткої монетарної політики, з її чітко окресленою антиінфляційною спрямованістю, й порівняно м'якої фіскальної політики, яка зорієнтована на реалізацію соціальних потреб суспільства. Необхідно повніше залучати стимулюючий ефект реалізації монетарної і фіскальної політики в інтересах динамічного та довгострокового піднесення національного виробництва.

У 2002 р. макроекономічна стабільність і піднесення економіки стимулювали Національний банк до продовження політики дешевих грошей. За відсутності інфляції НБУ зміг суттєво знизити облікову ставку та зменшити нормативи формування банками обов'язкових резервів. Облікова ставка протягом року знизилася з 12,5 до 7%. Крім того, було знижено норму резервування за короткостроковими коштами і депозитами в національній валюті для коштів населення до 2% та 6% – для коштів юридичних осіб.

Незважаючи на спроби Національного банку України проводити важливу монетарну політику, дуже часто Правлінню НБУ доводилося йти на компроміси та здійснювати фінансування дефіциту бюджету шляхом викупу облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП), здійснення квазі-бюджетних операцій, підтримки банків – фінансових банкрутів, обслуговування зовнішнього боргу тощо. Звідси виникали проблеми із здійсненням валютної політики держави, які проявлялися у схильності обмінного курсу до спекулятивних атак, у його негативному впливі на платіжний баланс.

Не вирішеною проблемою для України є запровадження інфляційного таргетування, що прискорить перехід до стійкого економічного зростання. Так, запровадження інфляційного таргетування в країнах з перехідною економікою, зокрема в Польщі та Чехії, мало на меті гармонізувати розвиток внутрішнього і зовнішнього секторів економіки, стабілізувати очікування економічних суб'єктів, збільшити обсяги довгострокових інвестицій завдяки зниженню відсоткових ставок. Як зазначають Н. Дорофєєва та А. Цокол, економіка України, монетарна та фінансова система країни ще не готові до інфляційного таргетування [10].

Одним із складних питань зазначеного монетарного режиму буде перехід від політики «незмінного» валютного курсу до керовано-плаваючого з коливаннями, що відображають зміни фундаментальної макроекономічної рівноваги.

Водночас хочемо зауважити, що нині Україна недостатньо використовує потенціал свого власного ринку, надаючи перевагу експорту, обсяг якого у першому півріччі 2003 р. вже дорівнював 69,5% від ВВП, продовжуючи тенденцію до зростання. А стимулювання експорту переважно здійснюють за рахунок девальвації, яка «штучно» підвищує конкурентоспроможність українських товарів на зовнішніх ринках. Це, безумовно, позначилося на

сальдо торговельного балансу, яке в останні роки має тенденцію до зростання.

Отже, досягнення позитивного сальдо платіжного балансу на Україні, починаючи з 2000 р., здійснюється лише завдяки збільшенню сальдо поточного рахунку при стабільно від'ємному сальдо рахунку операцій із капіталом і фінансових операцій.

Грошово-кредитну політику в 2003 р. здійснювали відповідно до розвитку загальної макроекономічної ситуації та спрямовували на забезпечення внутрішньої та зовнішньої стабільності національної валюти. За вісім місяців 2003 р. монетарна база зросла на 24,1% до 38,2 млрд. грн., грошова маса – на 28,7% до 83 млрд. грн. [17]. Таке динамічне зростання монетарних агрегатів є адекватним сучасному розвитку економіки і спрямоване на підтримання економічного зростання та ремонетизацію економіки.

Одним із факторів, який враховує грошово-кредитна політика, є необхідність підтримання стабільності номінального обмінного курсу за умов позитивного сальдо поточного рахунку платіжного балансу, що зумовлює значне розширення грошової пропозиції на внутрішньому ринку. Обсяги інвестицій на валютному ринку за вісім місяців 2003 р. склали 2,2 млрд. дол. (у минулому році – 1,4 млрд. дол.) і були головним чинником загального зростання грошової пропозиції. Попит на гроші задовольнявся як за рахунок зростання монетарної бази внаслідок проведення операцій на валютному ринку та збільшення рефінансування банків, так і шляхом створення умов для мультиплікації грошей.

Треба відзначити, що у 2003 р. зберігалася тенденція зростання довгострокових кредитів, їх частка в загальному обсязі за вісім місяців цього року збільшилася до 36% (у 2002 р. за відповідний період – 22,3%). Можна очікувати, що зростання частки довгострокових кредитів, які потребує Україна для модернізації та оновлення промислового виробництва, позитивно впливатиме на темпи економічного зростання, що в першу чергу позначиться на сальдо торговельного балансу. Здійснювана грошово-кредитна політика у 2003 р. також враховувала минулорічну дефляцію, яка викликала необхідність певного пожвавлення цінової динаміки як стимулу економічного розвитку.

Важливим є те, що зросла довіра до національної валюти, а це зумовило зменшення ролі іноземної валюти як засобу розрахунку та накопичення в позабанківській сфері. За вісім місяців 2003 р. перевищення пропозиції готівкової валюти над попитом на неї збільшилось у чотири рази, порівняно з відповідним періодом минулого року. В основних засадах грошово-кредитної політики на 2004 р. передбачено, що стратегічною метою буде підтримка стабільності гривні як монетарної передумови поступового переходу від екстенсивного економічного зростання до розвитку на інноваційно-інвестиційній основі та досягнення довгострокових соціальних, структурних й інституційних цілей.

Для виконання цього завдання необхідне розгорнуте таргетування стабільності грошової одиниці, яке передбачає постійний моніторинг динаміки цін на товари та послуги, обмінного курсу та відсоткових ставок, їх співвідношення і, в разі потреби, – вплив на них засобами грошово-кредитної політики. Одночасно створюватимуться умови для поступового переходу до таргетування інфляції [9: 19].

Отже, грошово-кредитну політику спрямовано на підтримання стабільності внутрішніх цін, динаміки реального ефективного курсу гривні та темпів зростання пропозиції грошей в економіку в межах, що забезпечуватимуть досягнення основної мети – економічної стабільності.

3. Напрямки макроекономічної політики й особливості врівноваження платіжного балансу у країнах з перехідною економікою

На початку реформування в країнах Східної та Центральної Європи сталася економічна криза, яка торкнулася майже всіх країн з перехідною економікою та спонукала до значного дефіциту платіжного балансу. Тому однією з основних проблем країн при переході до макроекономічної стабільності, а в подальшому до економічного зростання є врівноваження платіжного балансу. Зменшення дефіциту платіжного балансу, наприклад, в Україні та Росії, відбувається переважно за рахунок збільшення сальдо поточних операцій, а в таких країнах, як Польща та Угорщина, – за рахунок збільшення сальдо з капіталом і фінансовими операціями.

У дослідженнях В. Шевчука встановлено, що тенденція до погіршення сальдо торгового балансу в країнах Східної Європи в період економічної стабільності не перешкоджало економічному зростанню [22].

Серед держав Східної Європи Чехія – країна, яка успішно подолала перехідний період. Вже у другому півріччі 1991 р. Чехія досягла економічної стабілізації, а 1992 р. – успішно подолала перехідний етап. Запровадивши у 1992 р. фіксований курс вітчизняної грошової одиниці, чехи сподівалися імпортувати з Німеччини, яка є їх основним партнером, низьку інфляцію.

У результаті трьох поспіль девальвацій крони, коли курс упав майже на 100%, наприкінці 1990 р. було встановлено обмінний курс близько 29 крон за долар США, який уже 13 років залишається незмінним.

Варто звернути увагу на те, що на початку перехідного періоду у 1991 р. у Чехії існує додатне сальдо поточного рахунку платіжного балансу, а вже протягом 1994–1995 рр. виникає дефіцит цього рахунку (3% від ВВП). Завершення конвертування крони у 1995 р. сприяло зростанню залучення

іноземного капіталу. Так, у 1993 р. у вигляді портфельних інвестицій було залучено іноземного капіталу 10% від ВВП, у 1994 р. – 12%, у 1995 р. – 18% від ВВП. За рахунок портфельних інвестицій було частково фінансовано дефіцит рахунку поточних операцій. Але, як зазначає О. Бакун, економіка Чехії не мала потреби в надходженні таких обсягів іноземного капіталу [3]. Центральний банк купував валюту, яка наповнювала країну, грошова маса зростала. Заходи, які проводив НБЧ із стерилізації припливу капіталу, не завжди були ефективні. При цьому зростав дефіцит державного бюджету і питома вага поганих кредитів. Почалася криза, що призвело до погіршення платіжного балансу. З 1997 р. кредитування майже припинилося. У 1997 р. НБЧ, відмовившись від фіксованого курсу, перейшов до режиму таргетування інфляції. У цьому плані, досвід Чехії щодо таргетування інфляції продемонстрував ефективність застосованої макроекономічної політики.

Завдяки ефективній макроекономічній політиці Чехія за три роки подолала економічну кризу, а з 2000 р. почалося стійке економічне зростання.

У період економічного зростання загалом існує надлишок платіжного балансу, але окремі його рахунки мали дефіцит. Так, у першому півріччі 2003 р. дефіцит поточного рахунку склав 44,4 млрд. крон, а позитивне сальдо фінансового рахунку збільшилося на 25,9 млрд. крон, переважно за рахунок збільшення притоку іноземних інвестицій [29]. За оцінкою НБЧ, надлишок фінансового рахунку становив майже 8% ВВП. Водночас спостерігалось збільшення відтоку подальших інвестицій внаслідок постійного зростання інтересу до зарубіжних цінних паперів.

Дефіцит торговельного балансу за цей період у розмірі 13,4 млрд. крон виник внаслідок того, що темпи приросту імпорту були дещо вищими, ніж темпи приросту експорту (фізичний обсяг експорту зріс до 6,6%, імпорту – до 7,7%).

У зовнішній торгівлі Чехії країни ЄС займають значну частку, на яку припадає 70% чеського експорту. Водночас торговельний баланс з іншими розвинутими країнами ринкової економіки (Норвегія, Швейцарія, Японія) є дефіцитним (рис. 5).

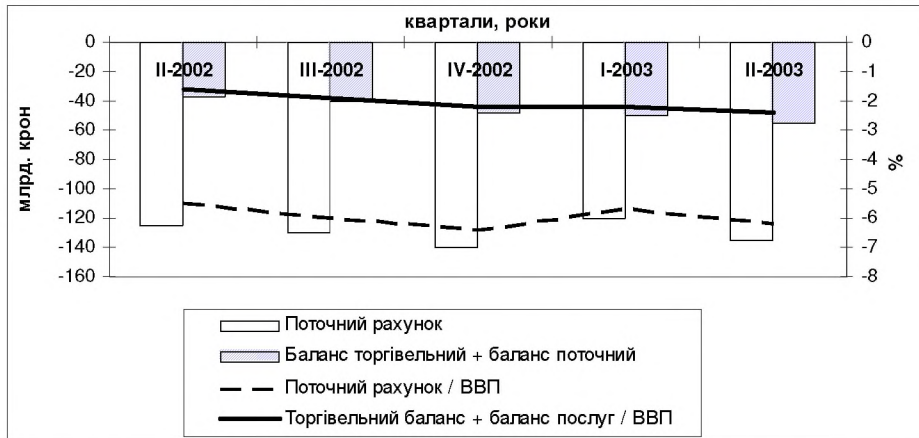
Стосовно торгівлі з європейськими країнами перехідної економіки (Словенія, Угорщина) відбувалося збільшення позитивного сальдо торговельного балансу.

Незначному покращенню умов торгівлі (на 1,3%) у другому кварталі 2003 р. сприяло підвищення експортних цін при практично незмінних цінах на імпорт (рис. 6).

Монетарну політику Чехії спрямовано на підтримку стабільності національної валюти, подолання інфляції, вона сприяє лібералізації ринку та залученню іноземного капіталу.

Рисунок 4.

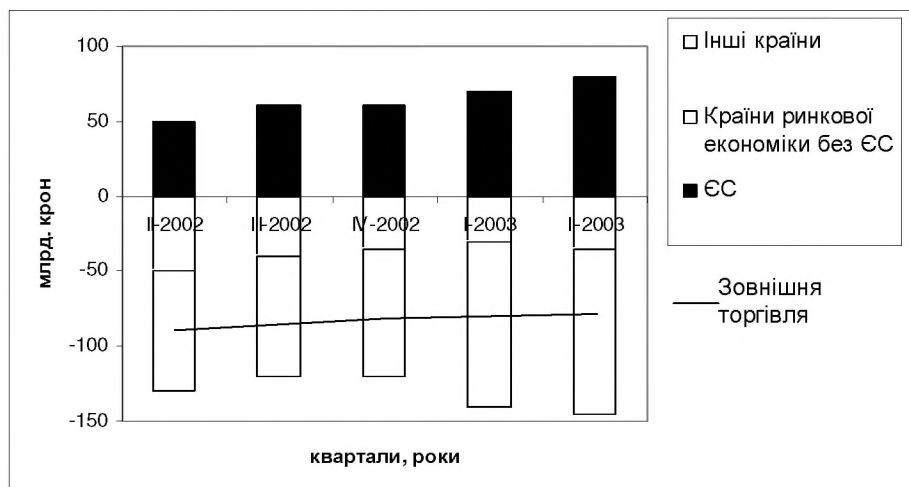
Динаміка поточного рахунку платіжного балансу Чехії у 2002–2003 рр.



Джерело: The Balance of Payment of the Czech Republic in 2003 Q2. – <http://www.cnb.cz>.

Рисунок 5.

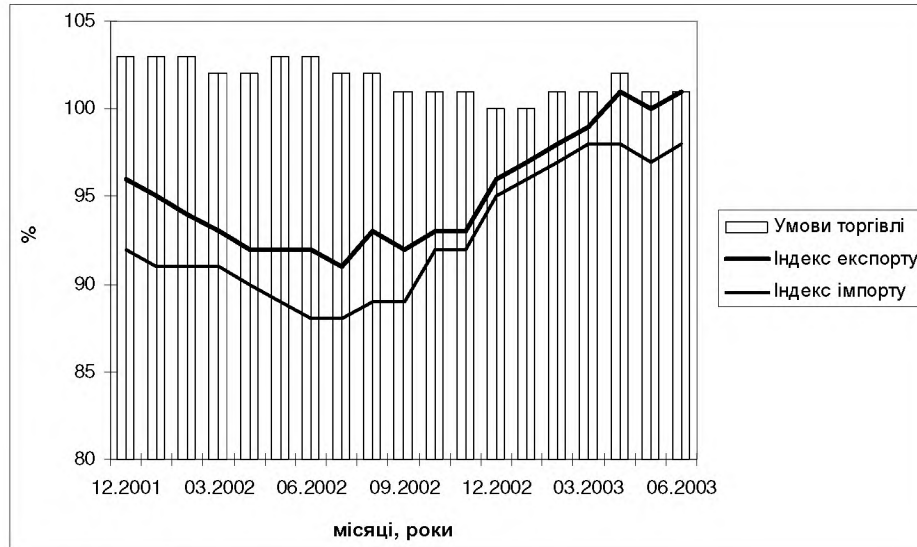
Географічна структура балансу торгівлі



Джерело: <http://www.cnb.cz>.

Рисунок 6.

Умови торгівлі Чехії за 2002–2003 рр.



Примітка: відповідний період минулого року = 100, щомісячні дані.
Джерело: <http://www.cnb.cz>.

Угорську економіку, на відміну від економіки Чехії та Польщі, на початку перехідного періоду в 1987 р. через проблеми лібералізації спіткала велика інфляція, зокрема в період 1987–1988 рр. У вимірі індексу споживчих цін інфляція становила приблизно 15% і, відповідно, 30%. У той же час дефіцит бюджету уряду залишався надто великим, зокрема дефіцит поточного рахунку становив 9% від ВВП [28].

У 1995 р. угорський уряд, щоби зменшити інфляцію, прийняв програму стабілізації макроекономіки, яка зводилася до різкого зменшення державних витрат і поступового підвищення рівня податків. У результаті даної макроекономічної політики дефіцит бюджету зменшився з 9,6% від ВВП в 1994 р. до 7,3% у 1995 р. і 4,6% – у 1996 р.

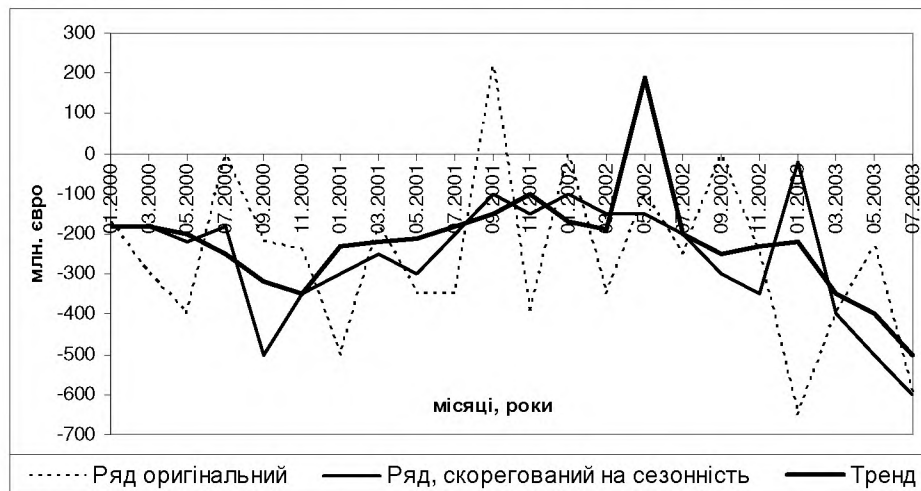
У 2000 р. Угорщина була єдиною європейською країною, якій вдалося уповільнити темпи інфляції порівняно з 1999 р. Крім того, у 2000 р. приріст ВВП становив понад 5%, помітно зменшилося безробіття, експорт вперше досяг 30 млрд. євро, скоротилося обслуговування боргу.

В той же час, зарубіжні дослідники більш критично оцінюють перспективи угорської економіки. Фахівці відомого лондонського аналітичного центру «Economist», виходячи з надмірної односторонньої залежності угорського експорту від кон'юнктури, прогнозували, зважаючи на погіршення кон'юнктури в євросоні, помітне уповільнення темпів економічного зростання в Угорщині в 2003 р. до 4,0%. У разі спаду попиту на угорську продукцію з боку Євросоюзу й інших розвинутих країн, на які нині припадає більше 4/5 всього експорту Угорщини, це може призвести до ряду небажаних для економіки країни наслідків.

Аналізуючи динаміку зміни поточного рахунку платіжного балансу, варто зазначити, що навіть у період економічного зростання в Угорщині існує дефіцит цього рахунку. Починаючи з першої половини 2000 р., його дефіцит поступово зростає, а вже з кінця цього ж року до другої половини 2001 р. починає зменшуватися (див. рис. 7). Скорочення дефіциту балансу (скорегованого на сезонність) спостерігається з серпня по листопад 2001 р., а потім посилюється протягом наступних років. Так, у серпні 2003 р. дефіцит балансу становив 402 млн. євро, і його знову було профінансовано за рахунок іноземних інвестицій обсягом 173 млн. євро. Погіршення балансу стало результатом збільшення дефіциту торговельного балансу та зменшення доходів від цінних паперів і трансфертів.

Рисунок 7.

Рахунок поточних операцій Угорщини за 2000–2003 рр.



Джерело: Pre-accession economic programme of Hungary 2003.
www.p-m.ru/documentumok/English/Pep-angol.pdf

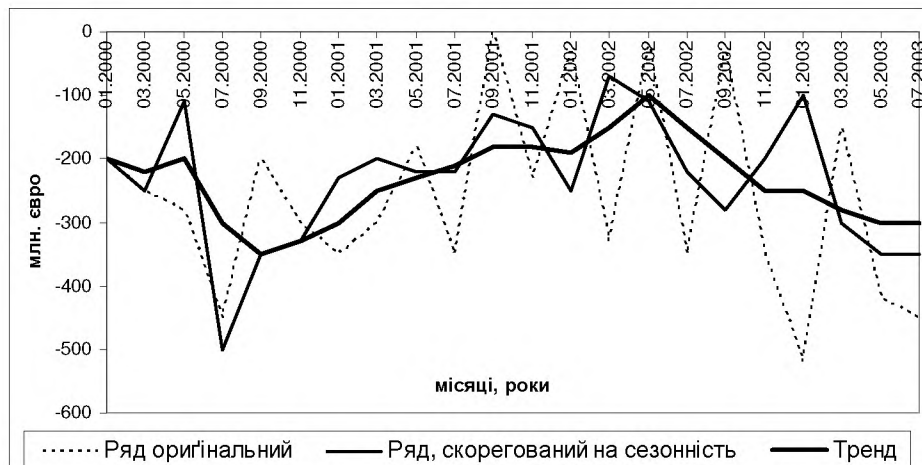
Як видно з рис. 7, тренд зміни сальдо торговельного балансу має практично той же вигляд, що і поточного рахунку. Дефіцит сальдо зовнішньої торгівлі у серпні 2003 р. становив 347 млн. євро (експорт – 2709 млн. євро, імпорт – 3056 млн. євро), що вище, ніж у попередньому році, і обумовлено швидкими темпами зростання імпорту [27].

Стосовно балансу послуг простежується тенденція до зростання, починаючи з 2000 р. по жовтень 2001 р., а пізніше – до зменшення. У серпні 2003 р. рахунок послуг склав 40 млн. євро, що майже у три рази менше, порівняно з відповідним місяцем 2002 р. Це можна пояснити зменшенням доходів від портфельних інвестицій і туристичних послуг.

На стан платіжного балансу і рівень валютних резервів в Угорщині мав позитивний вплив притік чистого капіталу. На кінець серпня 2003 р. резерви в іноземній валюті центрального банку Угорщини склали 10,7 млрд. євро. Притік чистого капіталу в Угорщину за внутрішніми і зовнішніми неборговими операціями за серпень 2003 р. становив 173 млн. євро., прямі інвестиції угорськими резидентами за кордоном становили 13 млн. євро, нерезидентами в Угорщину – 120 млн. євро [28]. Це спонукало до зростання позитивного сальдо платіжного балансу.

Рисунок 8.

Баланс зовнішньої торгівлі Угорщини за 2000–2003 рр.



Джерело: Balance of payment of Hungary.
www.english.mnb.ru/dokumentumok/fmo3q1_en.pdf.

Стосовно курсової політики Угорщини треба відзначити, що на початку 1990-х років здійснювалося регулювання обмінного курсу з періодичними мікродевальваціями. До гнучкого режиму валютного курсу, а точніше «повзучої» девальвації, країна переходить у першій половині 1995 р., що було пов'язано з погіршенням сальдо платіжного балансу і необхідністю підвищення цінової конкурентоспроможності угорських товарів. Стабілізація реального обмінного курсу і збільшення сальдо торговельного балансу спостерігалось протягом 1997 р., що вкотре підтверджує: девальвація не є єдиним інструментом стимулювання експорту. В даному випадку зростання експорту було спричинено зростанням попиту на угорські товари.

Приєднання Угорщини до єдиної Європейської валютної зони буде вимагати дотримання вимог щодо рівня інфляції, дефіциту платіжного балансу, коливань валютного курсу. Вступ Угорщини у Європейський Союз передбачено у травні 2004 р., а введення євро – у січні 2008 р. Переваги від єдиної валюти можуть позначитися у двох важливих контекстах: з одного боку, введення євро сприятиме макроекономічній стабільності, зменшенню ризиків і «впровадженню» постійної економічної політики, а з іншого – створить сприятливі умови для більш швидкого економічного зростання.

Запровадження євро в Угорщині дасть можливість не лише знизити валютні ризики, а й знизити реальні відсоткові ставки і, відповідно, зменшити витрати на операції. Разом із цим зростуть інвестиційні можливості країни, що позитивно впливатиме на економічний розвиток Угорщини. У результаті введення єдиної валюти розшириться торгівля, що також приведе до посилення конкуренції, яка, у свою чергу, стимулюватиме підвищення продуктивності виробництва (попит і пропозиція будуть зростати).

Безумовно, переваги від запровадження євро не будуть матеріалізуватися автоматично. Це вимагає проведення відповідної економічної політики: «пристосування» фіскальної політики за умов зниження відсоткових ставок; добре функціонуваного фінансового нагляду. Як вважає угорський уряд, переваги від введення євро для Угорщини перевищать будь-які витрати, що можуть виникати внаслідок потенційних ризиків.

У наступні роки грошово-кредитну політику в Угорщині буде спрямовано на зниження інфляції, стабілізацію цін, що забезпечуватиме макроекономічну стабільність у країні.

Польща, одна з найуспішніших серед центральноєвропейських країн, у перехідний період відчула швидке економічне зростання. В 1999 р. її ВВП був на одну четверту більший, ніж на початку реформ у 1989 р. (найвищий результат регіону). Після скорочення на 15% протягом 1990–1991 рр. річне зростання економіки становило 5%. Тоді як початок різкого економічного зростання в Угорщині затримався майже на 5 років (до 1997 р.).

Польща на початок перехідного періоду, як і більшість країн Східної Європи, мала позитивне сальдо поточного рахунку платіжного балансу. З

часом сальдо поточного рахунку погіршується, його дефіцит у 1999 р. складає 7,6%, що пов'язано із макроекономічними дисбалансами у польській економіці. Фінансування дефіциту поточного рахунку (майже 46%) у 1999 р. здійснювалося за рахунок прямих іноземних інвестицій.

У 2002 р. дефіцит рахунку поточних операцій склав 7188 млн. євро, що відображає зменшення даного показника на 10,1% порівняно з 2001 р. Скороченню дефіциту поточних операцій сприяло покращення торговельного балансу. Треба відзначити, що серед основних торгових партнерів упродовж 10 років є Німеччина. Значний спад торгівлі спостерігається з Росією та США. Гальмування приватизаційних процесів обумовило зменшення притоку прямих іноземних інвестицій на 45% порівняно з попереднім роком. У результаті роль прямих інвестицій у фінансуванні дефіциту поточного рахунку знизилася з 97,8% до 60,3% в 2002 р. Значно збільшилося сальдо рахунку поточних операцій із капіталом та фінансових операцій – майже у 2,2 рази порівняно з попереднім роком – 6927 млн. євро. Цьому сприяло збільшення портфельних інвестицій у Польщу на 2023 млн. євро порівняно з попереднім роком [32].

Важливе значення для досягнення макроекономічної стабільності і зменшення дефіциту платіжного балансу в період реформування мала курсова політика. Польща першою відмовилася від системи множинних обмінних курсів. Перехід до плаваючого обмінного курсу певною мірою був пов'язаний з проблемою врівноваження платіжного балансу. Прикріплення польського злотого до долара у січні 1990 р. розглядалося як засіб встановлення антиінфляційного «якоря» у гіперінфляційному середовищі, створеному монетарними шоками і стрімкою лібералізацією цін. З метою забезпечення цінової конкурентоспроможності експортних товарів прикріплення грошової одиниці відбувалося на заниженому рівні (девальвація злотого стосовно обмінного курсу «чорного ринку» становила 31%). Це залишало достатньо простору для інфляційного «вирівнювання» цінових рівнів. Треба відзначити, що одними з елементів польської моделі перехідного періоду були швидка лібералізація цін (протягом 1989 р. частка вільних цін зросла з 25% до 90%), конвертованість поточного рахунку і майже повна лібералізація зовнішньої торгівлі (січень 1990 р.).

Рестрикційна фіскальна і монетарна політика в цей період дала змогу підтримувати фіксований обмінний курс злотого протягом 18 місяців. У травні 1991 р. фіксований обмінний курс до долара США було замінено прикріпленням до «кошика» валют, що мало краще враховувати структуру зовнішньої торгівлі Польщі. Водночас обмінний курс було девальвовано на 14%. Польща на початку перехідного періоду мала велику заборгованість, незважаючи на те, що в першій половині 1990-х рр. було списано 50% зовнішнього боргу.

У другій половині 1991 р. значна інфляційна інерція зумовила «повзуче» знецінення польського злотого стосовно вибраного «кошика» валют. Протягом 1995–1999 рр. спостерігалася поступове сповільнення «повзучої»

девальвації, а в першій половині 2000 р. було здійснено перехід до плаваючого обмінного курсу. Запровадження інфляційного таргетування у Польщі, починаючи з 1998 р., поступово приводить до зниження інфляції. За період з 2001 р. і перше півріччя 2003 р. рівень інфляції був істотно нижчим від цільових показників, а економічне зростання – близьким до нуля (див. рис. 9).

Рисунок 9.

Інфляція у Польщі у 1998–2003 рр.



Джерело: Вісник НБУ. – 2003. – Грудень. – С. 10.

Це підтверджує емпіричне дослідження [25: 26] стосовно того, що у країнах із перехідною економікою впровадження інфляційного таргетування на початкових стадіях спричиняє падіння темпів зростання ВВП, проте з часом економічне зростання нормалізується.

Отже, можна вважати, що період інфляційного таргетування в Польщі є періодом адаптації, яку супроводжують немінучі втрати у реальній економіці.

Стосовно політики обмінного курсу треба відзначити, що протягом двохрічного використання Механізму обмінного курсу 2 (ERM-2) злотову «дозволено» відхилитися від центрального паритету в межах стандартного коливання ($\pm 15\%$). Встановлення високого обмінного курсу злотого (PLN) до євро (EUR) буде однією з вимог польського керівництва.

Враховуючи реальний обмінний курс злого, очікуваний курс USD/EUR і вплив інших факторів, Національний Банк Польщі у 2004 р. прогнозує високий курс злого до євро і його стабільність протягом 2004–2005 рр.

Основним завданням грошово-кредитної політики у найближчому періоді є стабілізація інфляції на низькому рівні і підготовка Польщі до вступу до Європейської валютної зони. Якщо при переході від дефляції до стадії стабілізації інфляції (1999–2003 рр.) в засадах грошово-кредитної політики було передбачено у 2003 р. рівень інфляції $3\% \pm 1$, а темп інфляції – не більше 4% на кінець року, то вже в 2004 р. планується досягти зниження темпу інфляції до $2,5\% \pm 1$ [32]. Інша важлива передумова для вступу країни до Європейського Союзу – це досягнення згоди у відсоткових ставках між Польщею і країнами ЄС. Це дасть змогу зменшити ризики при входженні Польщі до єврозони. Грошово-кредитна політика в наступні роки буде ґрунтуватися на прямій інфляційній стратегії, що має за мету впровадження плаваючого обмінного курсу.

Економічну політику Росії на початку перехідного періоду було спрямовано на досягнення макроекономічної стабільності і зменшення дефіциту платіжного балансу. Так, у період фінансової кризи (1998–1999 рр.) значно погіршилося сальдо платіжного балансу і знизився рівень золотовалютних резервів. За цей період їх рівень скоротився майже у 2,5 рази. У 2000 р. політика уряду Росії, спрямована на збільшення золотовалютних резервів, дала змогу збільшити їх обсяг до кінця 2001 р. до 39 млрд. дол., а до 2002 р. – до 47,8 млрд. дол. [2]. До середини 2003 р., у зв'язку зі зміцненням рубля й активними закупками валюти Центральним банком, золотовалютні резерви Росії досягли свого максимального значення – 65 млрд. дол., а коефіцієнт достатності міжнародних резервів у другому кварталі цього року склав більше 6 міс. (на кінець 1993 р. цей показник складав 1,4 місяця) [31]. Для порівняння: аналогічний показник у 1993 р. для Тайваня – 13,7 місяця, Чилі – 11,9 місяця, Іспанії – 6,1 місяця, Швейцарії – 6,0 місяця, Японії – 4,9 місяця. Треба відзначити, що основна доля золотовалютних резервів Росії припадає на іноземну валюту. В 2003 р. чверть резервів формується в євро.

Незважаючи на деякі економічні та політичні труднощі в країнах СНД, господарські відносини з Росією залишаються відносно стабільними. Загалом платіжний баланс за платіжними операціями Росії з Україною змінюється в позитивний бік, скорочується розрив між експортом і імпортом, який раніше був доволі великим. Протягом останніх двох років темпи зростання імпорту з України в Росію випереджають темпи розширення експорту, а додатне сальдо за поточними операціями скорочується.

Розглядаючи це питання, варто відзначити, що Росію «виручає» значне позитивне сальдо зовнішньоторговельного балансу, в тому числі й з країнами СНД, яке відносно стабілізує проблеми всередині країни. У той же час, велике позитивне сальдо платіжного і торговельного (10% ВВП) у

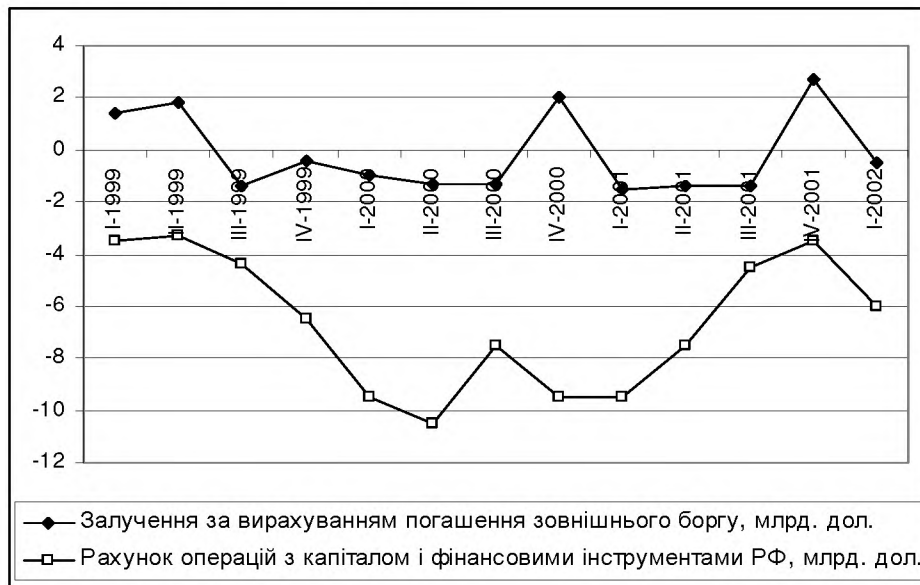
2002 р. призвело до значного відтоку капіталу з Росії [1]. Склалася парадоксальна ситуація: при нестачі інвестицій країна у великих масштабах надавала кредити за кордон.

Як відомо, на сальдо балансу операцій з капіталом і фінансовими інструментами впливає відтік капіталу. У дослідженнях російського вченого П. Кадочникова встановлено прямий зв'язок між сальдо рахунку з капіталом та фінансовими інструментами платіжного балансу і виплатами за зовнішньою заборгованістю [13]. Так, виплати за зовнішньою заборгованістю Росії за період 1999 – першої половини 2002 р. обумовили від'ємне сальдо рахунку операцій з капіталом і фінансовими інструментами, яке частково компенсувало позитивне сальдо торговельного балансу (див. рис. 10).

Як видно з рис. 10, коливання виплат за зовнішнім боргом загалом відповідають коливанням капітального сальдо платіжного балансу.

Рисунок 10.

Динаміка рахунку операцій із капіталом і фінансовими операціями платіжного балансу РФ, чистого залучення зовнішнього боргу РФ (без урахування відсоткових платежів)



Джерело: Общество и экономика. – 2003. – № 2. – С. 79.

Стосовно співпраці Росії з МВФ, треба відзначити, що ця країна, яка була однією з найбільших позичальників, вже декілька років не залучає кредити від цієї міжнародної організації. Крім того, ще ряд інших держав, такі як Болгарія, Туреччина, Бразилія, Індонезія, призупинили співпрацю з МВФ. Це можна пояснити насамперед тим, що країни – традиційні позичальники МВФ – здобули альтернативні джерела залучення позичкових коштів на світовому ринку. За даними банку «JP Morgan», з першої половини 2002 р. інвестиції приватних інвесторів у боргові зобов'язання (цінні папери) країн, що розвиваються, безперервно зростають і вже перевищили 10 млрд. дол.

Економічному зростанню в країні після фінансової кризи значною мірою сприяла грошово-кредитна політика. Завдяки активній грошово-кредитній політиці Центрального банку РФ, зокрема, розширенню операцій із державними цінними паперами в умовах зворотного РЕПО, обсяг грошової бази на початок червня 2003 р. скоротився, незважаючи на збільшення золотовалютних резервів. Це дало змогу зберегти тенденцію до зниження інфляції, яка за перше півріччя 2003 р. не перевищувала 7,5–7,6%.

Крім того, в Росії одним з екзогенних зовнішніх факторів, що здійснює вплив на грошову кредитну політику країни, є динаміка світових цін на нафту. Збільшення цін на нафту приводить до збільшення експорту, який головним чином складається з мінеральної сировини. Так, збільшення експорту в період високих нафтових цін (2000 – перша половина 2002 р.) призвело до посилення притоку валюти в країну, а це, у свою чергу, – до збільшення обсягів іноземної валюти на валютному ринку.

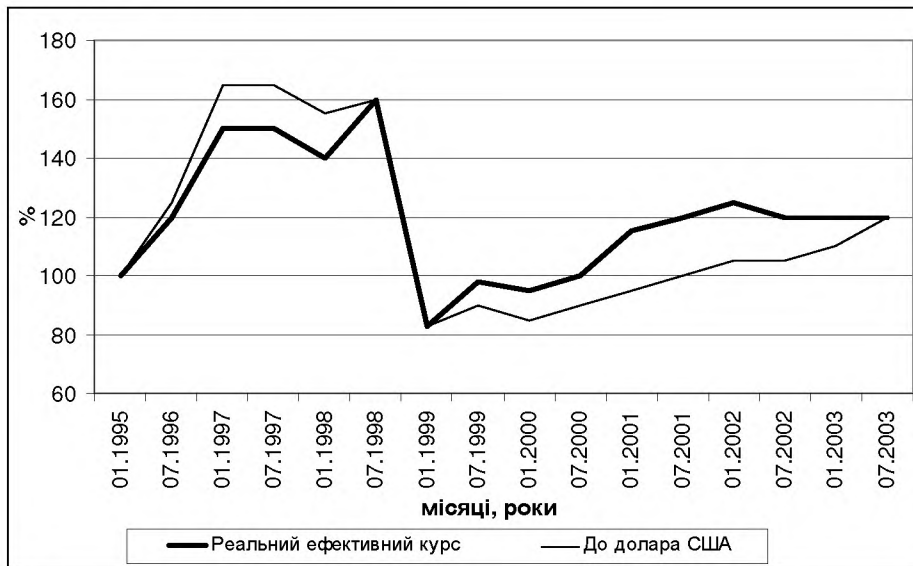
Нові напрямки кредитної політики в Росії мали особливий вплив на збільшення сальдо торговельного балансу, зокрема на зростання експорту продукції високого ступеня обробки. Це пов'язано з тим, що в сучасних умовах неможливий експорт, особливо експорт машинобудівної продукції, без відтермінування платежів, тобто надання кредитів. Надання такого роду кредитів може сприяти просуванню національної продукції на іноземні ринки в умовах дедалі більшого загострення конкуренції. Незважаючи на наявність власної зовнішньої заборгованості, Росія для розвитку свого співробітництва з іноземними країнами, в тому числі зі своїми боржниками, надає їм кредити. До речі, найбільшими позичальниками Росії у 2003 р. були Китай (52% всіх кредитів), В'єтнам (23%) і Югославія (8%). Така система надання кредитів приводить до зростання експорту в країну позичальника. Загалом за перше півріччя 2003 р. експорт збільшився на 29%, а імпорт – на 23%, порівняно з відповідним періодом попереднього року, що сприяло зростанню зовнішньоторгівельного обігу на 7%. Це позитивно вплинуло на сальдо торговельного балансу, темп приросту якого був суттєвим – 37%, а величина досягла 8,6 млрд. дол. Баланс поточних операцій теж був позитивним – 21,3 млрд. дол. (проти 14,6 млрд. дол. у 2002 р.). Суттєве скорочення від'ємного сальдо фінансового рахунку до 1 млрд. дол. без операцій, пов'язаних зі списанням боргу, свідчить про розширення інвестиційного інтересу до російської економіки. Приток у країну іноземного капіталу суттєво

збільшився: зовнішні зобов'язання зросли на 5,7 млрд. дол. Це явище виглядає більш визначним, якщо врахувати той факт, що у 2003 р. відтік капіталу, пов'язаний з обслуговуванням «пікового» графіку платежів за державним зовнішнім боргом, був наймасштабнішим за останні роки.

Після фінансової серпневої кризи 1998 р. простежується тенденція до зміцнення реального курсу рубля (див. рис. 11).

Рисунок 11.

Динаміка середньомісячного реального курсу рубля
(січень 1995 р. = 100%)



Джерело: <http://fg.ru/2003/10/21/balans-doc.html>.

За перше півріччя 2003 р. реальне зміцнення курсу рубля до долара США становило 1,3%, загалом реальний ефективний курс рубля зміцнів на 1,5%. Варто відзначити, що негативний вплив зміцнення рубля на конкурентоспроможність російських товарів дещо послаблюється завдяки сприятливій динаміці відносно євро – реальне зниження курсу рубля до євро за шість місяців 2003 р. склало 3,1% (при цьому на єврозону припадає близько третини імпорту в Росію).

Доречно відзначити, що існують різні точки зору стосовно напрямків змін рубля. Прихильники слабого рубля мотивують свою позицію тим, що за такого курсу вітчизняні виробники є більш захищеними від іноземних конкурентів. Прихильники міцного рубля, навпаки, стверджують, що захист від конкуренції гальмують структурні реформи. Висловлюють також думку, що можливості грошового уряду обмежені щодо впливу на реальний валютний курс. Це пов'язано з тим, що реальний курс рубля значною мірою залежить від внутрішніх і зовнішніх факторів. Висока цінова кон'юнктура на товари російського експорту об'єктивно підштовхує рубль вгору, тобто до знецінювання. Дійсно, в період з вересня 1998 р. по грудень 2002 р. рубль виріс у порівняльному вираженні на 53,6%. Загалом цьому сприяли сприятливі для Росії цінова кон'юнктура експорту нафти і газу. Лише у 2002 р. за тих же сприятливих умов курс рубля знизився на 5,6%. Це дало привід заговорити про зростання реального курсу рубля в Росії. Але, як зазначає О. Орлов, це було не стільки заслугою уряду і Центрального банку, скільки результатом зміцнення євро до долара [16].

Таким чином, макроекономічна політика Чехії, Угорщини і Польщі спрямована на стійке економічне зростання і підготовку до вступу в Європейський Союз. Притік капіталу в ці країни є основним чинником надлишку платіжного балансу. Позитивні зрушення в економіці Росії стабілізують ситуацію в країні, але повністю не вирішують проблем щодо врівноваження платіжного балансу при його великому позитивному сальдо.

Висновки

Макроекономічна стабільність є одним з найважливіших соціально-економічних факторів, що зумовлює стійке економічне зростання.

Досягнення економічного піднесення в країнах з перехідною економікою значною мірою обумовлено застосуванням ефективної макроекономічної політики. Головною метою макроекономічної політики є стабілізація економіки та конвергенція для вступу до Європейського Союзу.

В Україні, де на початку перехідного періоду існував суттєвий дефіцит платіжного балансу, особливого значення набуває проблема його врівноваження. Для досягнення економічної стабільності Україна основним інструментом макроекономічної політики обрала курсову політику, яка у найближчі роки спрямована на підтримку стабільності національної валюти за умов позитивного сальдо поточного рахунку платіжного балансу. Враховуючи економічний стан у країні, девальвацію або ревальвацію можна застосовувати як тимчасові заходи, що періодично змінюють одне одного, не порушуючи тенденції курсової політики.

Пріоритетами грошово-кредитної політики залишаються підтримка стабільності національної грошової одиниці, підвищення довіри до неї, збі-

льшення монетизації економіки з одночасним контролем за впливом монетарного фактора на інфляційні процеси, сприяння економічному зростанню.

Успіхом економічної політики Росії за останні роки є скорочення зовнішньої заборгованості країни, відносно високий рівень валютних резервів, стабільність національної валюти і позитивне сальдо платіжного балансу. Проте надлишок платіжного балансу формується лише за рахунок поточних операцій.

Чехія, Угорщина та Польща застосували програму макроекономічної стабілізації і досягли прогресу в напрямку стабілізації та лібералізації своєї економіки, а головним інструментом цієї програми була монетарна політика. Запровадження інфляційного таргетування в Чехії та Польщі має на меті стабілізувати інфляцію, гармонізувати розвиток внутрішнього і зовнішнього сектора економіки, здешевити обсяги довгострокових кредитних ресурсів. Найбільшого успіху щодо цього досягла Чехія, яка продемонструвала ефективність макроекономічної політики. Водночас період інфляційного таргетування в Польщі є періодом адаптації, який супроводжують неминучі втрати у реальній економіці. Щодо України, то нині економіка і монетарна система країни не готові до цього рішучого кроку.

Враховуючи те, що Україна поступово скорочує свої зобов'язання перед МВФ і має доволі високий рівень валютних резервів, які за дев'ять місяців перевищують позначку 7 млрд. дол., є підстави вважати, що існує реальна можливість поновити співпрацю з цією міжнародною фінансовою організацією. При цьому, як показав досвід країн Центральної та Східної Європи, фінансування дефіциту платіжного балансу в перехідний період частково здійснюють за рахунок кредитів від міжнародних фінансових організацій. З іншого боку, розвиток фондового ринку дасть змогу збільшити зовнішні запозичення.

Збільшення іноземного інвестування в Україну дає можливість зменшити дефіцит балансу рахунку з капіталом і фінансовими операціями. Про це переконливо свідчить досвід Чехії, Польщі, Угорщини. Позитивні зрушення в Україні щодо зменшення дефіциту фінансового рахунку, відзначені у першому півріччі 2003 р., відбувалися переважно за рахунок збільшення обсягів прямих іноземних інвестицій і суттєвих надходжень від розміщення на зовнішніх ринках ОЗДП.

Таким чином, гармонійне поєднання цілей щодо досягнення внутрішньої та зовнішньої стабільності в країнах з перехідною економікою можна вважати одним із критеріїв їх економічного розвитку.

Література

1. Амосов А. Макроэкономическая политика и институциональные «ловушки» // Экономист. – 2002. – № 9. – С. 44–45.
2. Андрианов М. Золотовалютные резервы России // Общество и экономист. – 2003. – № 9. – С. 149–150.
3. Бакун О. Пряме таргетування інфляції: досвід Росії // Вісник НБУ. – 2003. – № 3. – С. 60–61.
4. Береславська О. Тенденції розвитку фінансових ринків у 2002 році та їх вплив на економіку України // Вісник НБУ. – 2003. – № 2. – С. 54–55.
5. Береславська О. Тенденції на міжнародних ринках та їх вплив на валютний ринок України // Вісник НБУ. – 2003. – № 7. – С. 38–40.
6. Бюлетень НБУ. – 2003. – № 8. – С. 17.
7. Гальчинський А. Стабільна гривня. Що для цього потрібно? // День. – 2001. – 4 липня.
8. Гальчинська Т., Чепурнова Н., Корнієнко Є. Вплив курсової політики на стан торговельного балансу та ефективність експорту: аналіз поточної ситуації та прогнозні оцінки на 2001–2002 рр. // Финансовые риски. – 2001. – № 3. – С. 10.
9. Документи. Основні засади грошово-кредитної політики на 2004 рік // Вісник НБУ. – 2003. – № 11. – С. 2–3.
10. Дорофєєва Н., Цокол А. Таргетування інфляції у відкритій перехідній економіці // Вісник НБУ. – 2003. – № 1. – С. 8–10.
11. Ершов М. Об источниках «длинных» денег в экономике // Общество и экономист. – 2003. – № 9. – С. 35.
12. Іваненко Ю. Державний борг України в цифрах і не тільки. Чи є необхідність у його достроковому погашенні? // Вісник НБУ. – 2003. – № 12. – С. 4–5.
13. Кадочников П. Внешние факторы денежно-кредитной политики РФ // Общество и экономика. – 2003. – № 2. – С. 77–79.
14. Лагутін В. Д. Монетарна і фіскальна політика у стратегії економічного зростання // Фінанси України. – 2002. – № 8. – С. 11.
15. Михайличенко С., Корсак І., Михайличенко М. Валютно-курсова політика 2003 року – збереження орієнтирів стабільності // Вісник НБУ. – 2003. – № 12. – С. 10–12.
16. Орлов А. Реальный курс рубля: как его измерить? // Экономист. – 2003. – № 8. – С. 53.

17. Основні засади грошово-кредитної політики на 2003 рік // Вісник НБУ. – 2002. – № 10. – С. 2–3.
18. Офіційна інформація. Загальний зовнішній довгостроковий борг України // Вісник НБУ. – 2003. – № 7. – С. 37.
19. Петрик О. Якою має бути стратегічна ціль монетарної політики? // Вісник НБУ. – 2004. – № 1. – С. 20–21.
20. Платіжний баланс України за I півріччя 2003 року. – К.: Національний банк України, 2003.
21. Савельєв Є. Міжнародна економіка: теорія міжнародної торгівлі і фінансів: Підручник. – Тернопіль: Економічна думка, 2001.
22. Шевчук В. Платіжний баланс і макроекономічна рівновага в трансформаційних економіках: досвід України. – Львів: Каменяр, 2001. – С. 16–26.
23. Шнипко О. Курсова політика як інструмент впливу конкурентоспроможність економіки // Вісник НБУ. – 2002. – № 5. – С. 36–38.
24. Шумська С. Девальвація валюти як інструмент економічної політики // Економіст. – 2001. – № 5. – С. 18–20.
25. Jonas J., Mishkin F. Inflation Targeting in Transition Countries: Experience and Prospects // NBER Working Paper № 9667. – 2003. – April.
26. Eichengreen B. Can Emerging Markets Float? Should They Inflation Target? // Mimeo. – 2002. – February.
27. www.english.mnb.ru/dokumentumok/fmo3q1_en.pdf
28. www.p-m.ru/documentumok/English/Pep-angol.pdf
29. <http://www.cnb.cz>
30. <http://aht.org/economy/publications/26.04.00.htm>
31. <http://rg.ru/2003/10/21/balans-doc.html>
32. www.nbp.pl/en/publikacje/index.html
33. www.mofnet.gov.pl/_files_/english/publications/pep_eng.pdf