

УДК 332.021: 338.124.4:339.743

Дідич З. А.

Львівський національний аграрний університет

ВАЛЮТНО-КУРСОВА ПОЛІТИКА У КОНТЕКСТІ СВІТОВОЇ ФІНАНСОВОЇ КРИЗИ: УРОКИ ДЛЯ КРАЇН ЦЕНТРАЛЬНОЇ ТА СХІДНОЇ ЄВРОПИ ТА УКРАЇНИ

Досліджено особливості впливу світової фінансової кризи на валютно-курсову політику в країнах Центральної та Східної Європи та України.

Ключові слова: валютний курс, режим валютного курсу, валютно-курсова політика.

Постановка проблеми. Як кінець ХХ, так і початок нового, ХХІ, століття не принесли бажаної стабільності для світової економіки. Світова фінансова криза 2008-2010 років, передумовою виникнення якої стала криза на ринку іпотеки у США у 2007 році, в черговий раз продемонструвала те, наскільки взаємозалежними є економіки країн світу та наскільки значним є їх взаємовплив. Щодо країн, які також відчули на собі негативний вплив світової фінансової кризи, то серед них є більшість країн Центральної та Східної Європи, у тому числі і Україна як країна, що найбільше постраждала у результаті кризи. Якщо ми звернемося до китайської мови, то побачимо, що ієрогліф, який позначає слово «криза» має також інше значення – «можливість». Ми цілком погоджуємося із таким трактуванням кризи і вважаємо, що криза – це чергова можливість проаналізувати, переосмислити і зробити належні висновки на основі набутого досвіду. У цьому контексті світова фінансова криза 2008-2010 років є ще однією чудовою нагодою для проведення оцінки та вироблення рекомендацій на майбутнє, адже, на жаль, кризи матимуть місце у майбутньому. Саме тому переосмислення причин, перебігу та наслідків кризи є особливо важливим з точки зору здійснення відповідної макроекономічної політики, адже попередній досвід може допомогти не лише уникнути помилок, які мали місце в минулому, але й розробити систему відповідних заходів, спрямованих на недопущення або нівелювання негативного впливу кризових явищ у майбутньому. Особливе місце у цьому аналізі належить валютно-курсовій політиці, адже особливості її здійснення мали надзвичайно вагомий вплив на економічну ситуацію у країнах Центральної та Східної Європи.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Вплив світової фінансової кризи 2008-2010 років на економіку країн Центральної та Східної Європи досліджувався як іноземними науковцями – М. Фратчер, Д. Фурцері, А. Здзінеска, А. Аслунд, так і вітчизняними вченими: В. Гець, І. Лютій, В. Козюк, О. Береславська та іншими.

Виділення не вирішених раніше частин загальної проблеми. Це дослідження набуває особливої актуальності у тому контексті, що наслідки впливу світової фінансової кризи у значній мірі визначалися валютно-курсовою політикою, яка здійснювалася в цих країнах, що є особливо актуальним для України, виходячи з того, яку важливу роль вона відіграє при здійсненні макроекономічної політики.

Мета статті. Роль валютно-курсової політики у подоланні негативних наслідків світової фінансової кризи країн Центральної та Східної Європи не була у достатній мірі висвітлена у попередніх дослідженнях, і ми ставимо собі за мету заповнити цю прогалину.

Виклад основного матеріалу. Коли ми проаналізуємо те, який шлях трансформації від командно-адміністративної економіки до ринкової пройшли країни Центральної та Східної Європи (ЦСЄ) та Україна, то побачимо, що цей шлях та їхні успіхи у цьому напрямку є кардинально різними. Для прикладу, у той час як такі країни як, наприклад, Словенія, Словаччина та Естонія, здійснивши приватизацію та дерегуляцію у сфері цін та торгівлі, та інші реформи, зуміли швидко досягнути макроекономічної стабільності та стати не лише членами ЄС, а й запровадити спільну валюту ЄС – євро, то Україна стоїть лише на початку цього шляху, і перед нею зараз стоїть завдання здійснення реформ, необхідних для подальшого успішного розвитку. Крім того, Україна парафувала угоду про асоціацію з ЄС і очікується його ратифікація у листопаді цього року на саміті «Східного партнерства» у Вільнюсі [2]. Водночас, якщо порівняти темпи економічного розвитку країн ЦСЄ та України, то можна помітити, що їхня швидкість є також достатньо різною. Так, наприклад, за період 2000-2008 року середньорічний темп зростання ВВП у цих країнах коливався починаючи від 7% (Латвія, Литва, Естонія) до 4,4% (Польща, Угорщина, Чехія, Словаччина, Словенія). Для Болгарії та Румунії середньорічні темпи зростання ВВП склали близько 5,7% [3, с. 377]. У свою чергу середньорічні темпи приросту ВВП України за вказаний період склали близько 6,8%, що, в принципі, не є поганим показником, однак слід враховувати той факт, що економічне зростання в Україні почалося лише з 2000 року і йому передував глибокий економічний спад. Однак, слід зазначити, що передкризова економічна ситуація у країнах Центральної та Східної Європи та в Україні мала багато спільних рис. Так, наприклад, для усіх країн (крім Угорщини) характерним був низький рівень дефіциту державного бюджету та державного боргу та відсутності значних економічних диспропорцій [5]. Однак вже до 2006 року у більшості цих країн існував суттєвий дефіцит поточного рахунку платіжного балансу, який збалансовувався за рахунок припливу приватного капіталу, який носив короткотерміновий характер. Це сприяло нагромадженню значних обсягів заборгованості як фірм, так і домогосподарств, які використовували кредитні ресурси для зростання обсягів споживання та придбання нерухомості. Хоча розмір кредитної заборгованості по відношенню до обсягу ВВП не був суттєвим, однак швидкість її зростання була значною. Такий притік капіталу був спричинений експансіоністською політикою Федеральної Резервної системи США та Європейського Центрального Банку (ЄЦБ), який основне своє завдання бачив у стримуванні темпів інфляції. Таргетування інфляції здійснювалося ЄЦБ досить успішно. Інфляція у Єврозоні складала в середньому 2% на рік, у той час як пропозиція грошей зростала швидкими темпами

і вже у 2005-2008 роках агрегат М2 досяг середньорічних темпів зростання 9,5% на рік [2, с. 384]. Усе це спричинило бум на ринку нерухомості у країнах ЄС та спрямувало потоки кредитних ресурсів в країни ЦСЄ.

Перед державними інституціями, відповідальними за здійснення макроекономічної політики в ЦСЄ постала проблема захисту економік своїх країн від притоку короткострокового капіталу з країн Єврозони і основним інструментом для цього вони вибрали валютно-курсову політику. Слід відзначити, що для валютно-урсової політики країн Центральної та Східної Європи, характерним було застосування трьох різних типів валютних режимів. Серед цих країн три вже запровадили євро: Словенія (2007), Словаччина (2009) та Естонія (2011), чотири інших – Болгарія, Естонія, Латвія та Литва застосовували валютну раду, а Польща, Румунія, Угорщина та Чехія – плаваючий валютний курс. У свою чергу, починаючи з 2000 року, Україна застосовувала режим фіксованої прив'язки до долара [1, с. 103]. Саме ця різниця у і мала визначальний вплив на те, яким чином реагували країни ЦСЄ на кризу.

Події на фінансовому ринку у США, а саме банкрутство Lehman Brothers, було лише тим фактором, що прискорив паніку на фінансових ринках країн Центральної та Східної Європи, адже, у цих країнах вже мали місце певні явища, які свідчили про те, що економічних проблем не оминати. Так, зокрема, для цих країн характерним був значний дефіцит поточного рахунку платіжного балансу, суттєвий зовнішній борг, незначні обсяги валютних резервів та валютно-курсові невідповідності, значна кредитна експансія, ріст інфляції та різкий ріст цін на нерухомість. Найгіршими ці показники були у Болгарії, Естонії, Латвії та Литві, тобто у країнах, які використовували фіксовані валютні курси.

Дефіцит поточного рахунку платіжного балансу є достатньо надійним показником, який може свідчити про майбутню кризу. Вважається, що перевищення дефіциту поточного рахунку платіжного балансу розміру 4-5% ВВП свідчить про велику небезпеку настання кризи. Сам по собі він не є небезпечним у тому випадку, якщо він фінансується прямими іноземними інвестиціями [4, с. 68]. Якщо ми поглянемо на країни Центральної та Східної Європи, то видно, що такі країни як Болгарія, Естонія, Латвія, Литва та Румунія у 2007 році мали дефіцит поточного рахунку платіжного балансу по відношенню до ВВП, який вимірювався двозначними цифрами про що свідчать дані таблиці 1.

Таблиця 1
Сальдо поточного рахунку у % до ВВП

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Болгарія	-5,5	-6,6	-12,4	-18,4	-25,2	-23,0
Естонія	-11,3	-11,3	-9,9	-15,3	-15,9	-9,2
Латвія	-8,1	-12,9	-12,5	-22,5	-22,4	-13,2
Литва	-6,9	-7,6	-7,1	-10,7	-14,5	-13,4
Польща	-2,5	-3,4	-1,2	-2,7	-6,2	-6,6
Румунія	-5,8	-8,4	-9,8	-10,4	-13,4	-11,6
Угорщина	-8,0	-8,4	-7,2	-7,1	-7,3	-7,4
Україна	5,8	10,6	2,9	-1,5	-3,7	-7,1
Словаччина	-5,9	-7,8	-8,5	-7,8	-5,3	-6,6
Словенія	-0,78	-2,7	-1,7	-2,5	-4,8	-6,2
Чехія	-1,2	-5,3	-0,9	-2,1	-4,4	-9,3

Джерело: НБУ, сайти центральних банків країн, МВФ, Світовий Банк, власні розрахунки автора

Цей дефіцит вилився у суттєвий зовнішній борг. Також слід відзначити, що розмір зовнішнього боргу не є тим основним показником, який може свідчити про кризу, хоча дефіцит поточного рахунку платіжного балансу і спричиняє ріст державного боргу. Так, зокрема, станом на 2008 рік сукупний (державний та приватний) борг перед нерезидентами Болгарії, Естонії, Латвії, Литви, Угорщини та Словенії перевищив їх ВВП [6]. Однак, Словенії вдалося уникнути кризи ліквідності завдяки приєднанню до Єврозони у 2007 році, а Болгарію від суттєвих наслідків кризи врятував суттєвий рівень прямих іноземних інвестицій. Як ми уже вказували вище, прямі інвестиції є тим механізмом, що можуть збалансовувати дефіцит поточного рахунку платіжного балансу. Таке збалансування, до певної міри, мало місце у Польщі, Словенії та Словаччині. Слід також відзначити, що ті країни, де дефіцит поточного рахунку платіжного балансу не покривався за рахунок прямих інвестицій, а саме Естонія, Латвія, Литва, Угорщина та Румунія, виявилися постраждалими від кризи найбільше [5].

Коли мова йде про значні обсяги капітальних потоків, то країни, які у своїй валютно-урсовій політиці застосовують валютні ради, можуть стикнутися із певними труднощами. Фіксовані валютні курси не дають можливості номінальному валютному курсу зростати по відношенню до іноземної за умови припливу в країну значних обсягів капіталу, і тому не можуть сприяти зменшенню обсягу внутрішньої ліквідності. Причини використання цих режимів валютних курсів були різними. Так, наприклад, у прибалтійських країнах вони застосовувалися з метою завоювання довіри населення до нової валюти. У свою чергу використання валютної ради в Болгарії було обумовлене необхідністю отримання кредиту довіри після періоду гіперінфляції. Наслідком застосування таких режимів валютних курсів стало те, що притік капіталів у ці країни супроводжувався швидким зростанням пропозиції грошей та інфляції, які у свою чергу спричинили падіння процентних ставок, що вилилося у кредитний бум.

На противагу країнам, які застосовували фіксовані режими валютних курсів, а саме Польща, Румунія, Словаччина та Чехія, мали змогу запровадити більш жорсткі монетарні умови, дозволивши знецінення своїх національних валют, що допомогло стримати інфляцію та зниження рівня процентних ставок. Якщо зробити порівняльний аналіз країн, які застосовували фіксовані режими

Таблиця 2
Середньорічні темпи інфляції, %

Країна/ Рік	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Болгарія	2,3	6,1	6,0	7,4	7,6	12,0
Естонія	1,3	3,0	4,1	4,4	6,6	10,4
Латвія	2,9	6,2	6,7	6,6	10,1	15,3
Литва	-1,2	1,2	2,7	3,8	5,8	11,1
Польща	0,8	3,5	2,1	1,0	2,5	4,2
Румунія	15,3	11,9	9,0	6,6	4,8	7,9
Угорщина	4,7	6,8	3,6	3,9	7,9	6,1
Україна	5,2	9,0	13,5	9,0	12,8	25,2
Словаччина	8,5	7,5	2,8	4,2	1,9	3,9
Словенія	5,6	3,6	2,5	2,5	3,6	5,7
Чехія	0,1	2,8	1,8	2,5	5,6	3,6

Джерело: МВФ

валютних курсів та країн із більш гнучкими валютними режимами до 2008 року, то можна чітко побачити, що країни із фіксованими режимами валютних курсів опинилися у значно складнішій ситуації щодо макроекономічної вразливості, ніж країни із плаваючими режимами. Це проявлялося у тому, що у країнах із більш гнучкими режимами кредитний бум був менш вираженим, а рівень інфляції та дефіциту поточного рахунку платіжного балансу нижчими. Про це яскраво свідчать дані таблиць 1. та 2.

Важливим чинником, який впливає на економічний розвиток держави є конкурентоспроможність її галузей на зовнішніх ринках. З цієї точки зору плаваючі валютні курси мають переваги, через те що вони не сприяють росту цін та заробітної плати, який має місце у країнах, які застосовують фіксовані режими валютних курсів, тобто не знижується конкурентоспроможність економік цих країн. Як підтвердження вищесказаного можна навести дані щодо реального ефективного валютного курсу, які наводить Євростат (табл. 3).

Чим вищий показник реального ефективного курсу, тим нижчий рівень конкурентоспроможності економіки країни. Як видно з таблиці, у країнах, які застосовували фіксований режим валютного курсу, він є вищим, ніж у країнах із плаваючими режимами валютних курсів.

Польща та Чехія, які застосовували режим таргетування інфляції у поєднанні з плаваючим валютним курсом, тобто у своєму класичному вигляді, успішно пережили кризу, в той час як Угорщина та Румунія, які здійснювали помірковані інтервенції, змушені були звернутися по допомогу до МВФ.

Щодо країн, які застосовували валютні курси, які базувалися на валютній раді, то до них належать Болгарія, Естонія, Латвія та Литва. Валютний курс у цих країнах був номінальним якорем, крім того усі ці країни мали незначний дефіцит державного бюджету та інфляції, прозорий монетарний режим, який супроводжувався високими темпами економічного зростання. Однак, за умов фіксованого валютного курсу та вільного руху капіталу, країна не може провадити незалежну монетарну політику, і якщо вони підвищуватимуть процентну ставку, притік капіталу в країну тільки зросте. Єдиним інструментом макроекономічної політики за таких умов залишається фіскальна політика і банківське регулювання.

До країн, які під час кризи використовували спільну валюту Європейського Союзу – євро, належать Словенія та Словаччина, причому остання приєдналася до зони євро у сам розпал кризи – у

2009 році. Цим країнам вдалося уникнути кризи ліквідності та значних обсягів втечі капіталів завдяки тому, що ЄЦБ виступив гарантом їхньої стабільності та ліквідності. Однак, не дивлячись на це, економічні втрати від застосування такої політики були значно вищими, ніж у Польщі та Чехії, які змушені були провести девальвацію своїх національних валют.

В Україні до початку 2008 року використовувався режим регульованого валютного курсу, однак на практиці номінальний курс гривні був зафіксований до долара. Як і у випадку з країнами Центральної та Східної Європи, які застосовували фіксовані режими валютних курсів, негативні наслідки кризи для економіки були доволі значними, Україна звернулася за допомогою до МВФ та провела девальвацію національної валюти.

Висновки і пропозиції. Наша розвідка дозволяє нам зробити певні висновки. Країни ЦСЄ швидко подолали наслідки світової фінансової кризи. Дефіцит поточного рахунку було подолано, рівень інфляції різко зменшився, банківська система зазнала мінімальних втрат системних банків. Крім того, ні одна з країн не була близькою до дефолту.

Ні одна країна ЦСЄ не змінила своєї валютно-курсової політики протягом кризи. Крім того, для країн, які не входять у зону євро, під час кризи особливо відчутним стала суттєва нестача ліквідності. Стало зрозуміло, що вони не можуть розраховувати на фінансову підтримку з боку ЄЦБ і тому для країн, які застосовують режим валютної ради, є надзвичайно важливим здійснити швидкий перехід до євро, який забезпечить доступ до ліквідності, що надає ЄЦБ.

Досить несподіваним є також те, що у жодній країні не відбулися суттєві зміни у валютно-курсовій політиці протягом кризи, причому це стосується як країн, що підтримували валютну раду, так і тих країн, що застосовували таргетування інфляції.

Ще одним важливим висновком є те, що країни, які не запровадили спільну валюту ЄС – євро, не повинні розраховувати на підтримку з боку ЄЦБ чи інших структур ЄС, і тому єдиним виходом для них залишається забезпечення достатнього рівня резервів власних центральних банків.

На відміну від інших країн ЦСЄ, Україна була країною у якій негативні наслідки кризи для економіки були найбільшими серед усіх країн регіону, і чи не найголовнішою причиною цього була валютно-курсова політика, яка здійснювалася у цей період, і саме тому Україні варто рухатися у напрямку до більш гнучкого режиму курсоутворення.

Таблиця 3

Реальний ефективний валютний курс країн Центральної та Східної Європи

Країна/ Рік	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Болгарія	85,60	92,98	93,29	95,50	97,85	100	102,59	109,86	119,41	131,90	136,09	138,84
Естонія	82,54	84,66	87,16	92,90	98,40	100	107,29	122,93	134,51	134,63	125,23	124,51
Латвія	102,36	98,92	93,07	90,54	92,66	100	114,30	141,63	163,74	148,35	132,07	134,24
Литва	87,81	85,70	90,11	93,31	96,84	100	107,94	111,49	117,34	114,89	105,03	103,83
Польща	106,18	121,45	111,31	94,76	90,07	100	101,44	105,59	118,96	95,92	104,79	102,52
Румунія	85,58	94,18	77,11	78,17	74,71	100	107,18	128,48	138,71	120,57	128,68	130,50
Угорщина	72,13	79,49	90,69	92,92	97,99	100	95,18	104,72	105,43	95,28	92,11	94,24
Словаччина	81,11	79,37	82,10	88,56	94,69	100	104,82	114,19	124,21	136,01	131,71	129,70
Словенія	96,69	96,77	97,71	99,26	100,88	100	100,39	101,57	103,90	110,42	109,18	108,83
Чехія	73,61	79,03	92,09	92,99	95,82	100	105,09	108,66	121,18	114,55	117,23	119,63

Джерело: Eurostat

Список літератури:

1. Береславська О. І. Проблеми вибору оптимального режиму валютного курсу / О. І. Береславська // Науковий вісник Національного університету ДПС України (економіка, право). – № 1 (52). – С. 98-104.
2. У Берліні обговорюють шанси на підписання Угоди про Асоціацію між Україною та ЄС. – 2013. – [Електронний ресурс] / Режим доступу : <http://www.galinfo.com.ua/news/141081.html>
3. Aslund A. Exchange Rate Policy and the Central and East European Financial Crisis / A. Aslund // Eurasian Geography and Economics. – 2011. – №52 (3). – P. 375-389.
4. Dabrowski M. Rethinking Balance of Payments Constraints in a Globalized World // Challenges of Globalization: Imbalances and Growth / A. Aslund, M. Dabrowski. – Washington, DC: Peterson Institute for International Economics, 2008. – P. 59-75.
5. Darvas Z., Pisani-Ferry J. Avoiding a New European Divide/Z. Darvas, J. –isani-Ferry // Bruegel Policy Brief. – 2008. – №10. – [Електронний ресурс] / Режим доступу: <http://www.bruegel.org/publications/publications-detail/publication/227-avoiding-a-new-european-divide>
6. M. Goldstein Emerging-Market Financial Crises: Lessons and Prospect / M. Goldstein // Speech delivered at 25th Anniversary Membership Meeting of the Institute of International Finance, Washington, DC, October 20, 2007, – [Електронний ресурс] / Режим доступу : <http://www.piie.com/publications/papers/print.cfm?ReserchId=841&doc=pub>

Дидич З. А.

Львовский национальный аграрный университет

**ВАЛЮТНО-КУРСОВАЯ ПОЛИТИКА В КОНТЕКСТЕ МИРОВОГО ФИНАНСОВОГО КРИЗИСА:
УРОКИ СТРАН ЦЕНТРАЛЬНОЙ И ВОСТОЧНОЙ ЕВРОПЫ И УКРАИНЫ**

Резюме

Исследованы особенности влияния мирового финансового кризиса на валютно-курсовую политику в странах Центральной и Восточной Европы и Украины.

Ключевые слова: валютный курс, режим валютного курса, валютно-курсовая политика.

Didych Z. A.

Lviv National Agrarian University

**EXCHANGE RATE POLICY IN THE CONTEXT OF WORLD ECONOMIC CRISIS:
LESSONS FOR CENTRAL AND EASTERN EUROPEAN COUNTRIES AND UKRAINE**

Summary

The main features of world financial crisis influence on exchange rate policy of Central and Eastern European countries and Ukraine is investigated.

Key words: exchange rate, exchange rate regime, exchange rate policy.