

Сніжко О.В.\*

## МЕХАНІЗМИ І КАНАЛИ ВПЛИВУ ІНФЛЯЦІЇ НА РОЗВИТОК ФІНАНСОВОГО СЕКТОРУ

*У статті досліджено особливості базових механізмів впливу інфляційних процесів на розвиток фінансового сектору трансформаційних економік.*

**Ключові слова:** фінансовий розвиток, фінансова система, фінансовий сектор, інфляція, доларизація, банківський сектор, фінансові ринки, трансформаційні економіки.

*The article examines the features of basic mechanisms of inflation's impact on development of the transition economies' financial sector.*

**Keywords:** financial development, financial system, financial sector, inflation, dollarization, banking sector, financial markets, transition economies.

*В статье исследованы особенности базовых механизмов влияния инфляционных процессов на развитие финансового сектора трансформационных экономик.*

**Ключевые слова:** финансовое развитие, финансовая система, финансовый сектор, инфляция, долларизация, банковский сектор, финансовые рынки, трансформационные экономики.

Постановка проблеми. За своєю природою інфляція має двоїстий характер. Згідно з еволюційним напрямом економічної науки, інфляція – і наслідок, і умова економічної еволюції. Вона стимулює технологічний та організаційний прогрес, ефективні інституційні зміни і відіграє ключову роль у конкурентній боротьбі між підприємцями-новаторами і підприємцями-консерваторами за трудові, енергетичні і матеріальні ресурси [1, с. 59-61; 2, с. 4]. Економічна еволюція, інфляція і фінансовий розвиток тісно пов'язані. Інноваційний економічний розвиток можливий лише за розвиненої фінансової системи. Упровадження інновацій створює додатковий попит на фінансові ресурси, потребуючи значної кредитної підтримки з боку інституційних інвесторів і комерційних банків. Помірна інфляція – фінансовий фактор економічного зростання: вона є макроекономічною формою прояву грошової емісії, що обслуговує це зростання [1, с. 58]. Як стверджують прихильники еволюційної економіки, протидія такій інфляції – протидія економічній еволюції. Натомість нееволуційна інфляція, генерована високим бюджетним дефіцитом, нераціональною ГВП, зростанням витрат, негативно впливає і на економічну еволюцію у цілому, і на фінансовий розвиток зокрема. Мета перехідних економік – перехід від нееволуційної інфляції до еволюційної.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Проблематика чинників і наслідків інфляції є актуальною темою багатьох наукових досліджень зарубіжних і вітчизняних вчених,

\* доктор економічних наук, доцент кафедри міжнародних фінансів Інституту міжнародних відносин Київського національного університету імені Тараса Шевченка

таких як Т. Андерсен, Р. Барро, М. Бруно, К. Вег, М. Вудфорд, А. Гальчинський, В. Гончар, О. Девятков, У. Істерлі, А. Ілларіонов, Т. Кіо, Т. Ковальчук, С. Кораблін, Ф. Кулі, Д. Левін, Н. Уоллес, Т. Фіцджеральд, Г. Хансен, Ю. Чернов та багатьох інших. Окремою темою є дослідження ролі фінансової системи у взаємозв'язку інфляція-економічне зростання, визначення впливу інфляційних процесів на суспільні фінанси та ефективність функціонування фінансових інститутів тощо (К. Боріо, Т. Бек, Дж. Бойд, І. Гуйбенс, Дж. Де Грегоріо, Л. Джонс, А. Деміргюч-Кунт, А. Імрохороглу, М. Кхан, А. Кулик, Р. Левін, Н. Лойоза, Р. Мануеллі, С. Пономаренко, Н. Рубіні, А. Сенхаджи, Б. Сміт, А. Стокман, Ф. Стурзенеггер, А. Філардо, І. Фернандо, П. Хонохан, Х. Хюїзінга, В. Чері, С. Чой та інші). Дослідження взаємодії інфляції і фінансового розвитку трансформаційних економік стосуються насамперед аналізу прибутковості фінансового посередництва та інфляційних втрат суспільного добробуту, однак не пояснюють інерцію інфляційних ефектів. Визначення особливостей впливу інфляції на фінансові системи перехідних економік дозволяє забезпечити більш точне розуміння взаємозв'язків між інфляцією і фінансовим розвитком.

Мета статті – проаналізувати особливості базових механізмів впливу інфляції на розвиток фінансового сектору трансформаційних економік.

Викладення основного матеріалу. Постсоціалістичним країнам властива значна варіація темпів інфляції як в кожній окремий період часу, так і упродовж усього періоду розвитку (див. детальніше [3, с. 244-246]). Попри загальне зниження темпів інфляції на початок XXI ст., про послідовну підтримку її помірного рівня упродовж тривалого періоду говорити не можна: інфляція має мінливий характер. Динаміка інфляції і рівень фінансового розвитку трансформаційних економік чітко кореспондують між собою: чим вищі темпи зростання споживчих цін (ІСЦ), тим нижчий рівень фінансового розвитку. Взаємозв'язок між рівнем інфляції і розміром фінансової системи з лагом в 1 рік, описується рівнянням  $y_t = \alpha + \beta x_{t-1} + \epsilon_t$ , де  $y_t$  – розмір фінансової системи (визначений як сума внутрішнього кредиту банківського сектору і капіталізації фондового ринку щодо ВВП),  $x_{t-1}$  – темп приросту ІСЦ. Коефіцієнт детермінації  $R^2=0,7762$  є статистично значущим ( $p < 1\%$ ) і вказує на тісний зв'язок. Теоретично, основна причина відсутності нейтральності фінансової системи до інфляції в тім, що інфляційні процеси знижують інформаційну значимість цін і знецінюють реальну вартість активів. При збільшенні темпів інфляції інвестори перерозподіляють портфелі, заміщуючи непроцентні грошові активи індексованими фінансовими активами, активами, деномінованими в іноземній валюті або нефінансовими активами. Унаслідок інфляція має потрійний вплив на функціонування фінансової системи: 1) саме існування інфляції у поєднанні з невизначеністю її майбутнього рівня збільшує витрати фінансового посередництва і ускладнює управління ризиками; 2) намагання запобігти зростанню цін шляхом жорсткого регулювання має негативні наслідки для фінансової системи. Найвідоміший випадок - вплив контрольованих процентних ставок на рівень реальної доходності фінансових активів: зростання інфляції скорочує реальну доходність, яка може бути навіть від'ємних значень; 3) як власне інфляція, так і політика фінансової стабілізації мають негативний вплив на процентні ставки, валютний курс, фінансову позицію позичальників і якість балансу фінансових посередників. Якщо означені ефекти значні, вони спричиняють деінтермедіацію і фрагментацію фінансових ринків.

Неочікувані зміни інфляції і волатильність її темпів посилюють масштаби негативного впливу інфляції на фінансову систему. Економічні агенти пов'язані номінальними контрактами, більшість з яких базується на очікуваній інфляції. Як наслідок, неочікувані інфляційні шоки ведуть до неефективності прийнятих рішень і перерозподілу добробуту між

кредиторами і позичальниками. Висока волатильність інфляції і цінова невизначеність зменшують кількість надійних активів і скорочують реальний вартісний обсяг угод. Зростання ризиків і зменшення обсягу трансакцій в економіці – чинники значних витрат для фінансових установ і скорочення активності у фінансовій системі. Сам ризик такого виду збитків прискорює інфляцію до неочікуваного рівня і збільшує витрати на фінансові послуги, оскільки перешкоджає банкам здійснювати трансформацію строків. Інша причина зростання витрат фінансового посередництва – намагання економічних суб'єктів зменшити невпевненість через скорочення строків номінальних контрактів: за інших рівних умов це збільшує кількість операцій і витрати на їх обробку, що підвищує вартість посередницьких послуг і заважає ефективному переміщенню фінансових ресурсів. Дію цих ефектів підтверджує світовий досвід: у країнах з вищим середнім рівнем інфляції рівень розвитку банківського і фондового сегментів нижчий, ніж у країнах з низьким середнім рівнем інфляції. [4; 5; 6]

Ключовий вплив на розвиток транзитивних фінансових систем мають кілька інфляційних ефектів: доходність фінансового посередництва, динаміка реальних процентних ставок, рівень монетизації економіки, доходність активів фондового ринку, зростання ставок оподаткування. Механізми впливу інфляції на параметри і характеристики фінансового розвитку у перехідних економіках зазнали модифікації: а) ступінь і специфіка впливу визначаються рівнем, тривалістю і характером розвитку інфляційних процесів; б) основна складова транзитивних фінансових систем – банки, тому інфляційні процеси найбільшою мірою торкнулися їх активності; в) нерозвиненість інституційного середовища і неадекватна система стимулів деформували поведінкову реакцію економічних суб'єктів. Додаткова причина – взаємопов'язаність каналів впливу інфляції на фінансову систему, що породжує різнонаправлені за характером дії ефекти.

Динаміка реальних процентних ставок – чи не найважливіший канал впливу інфляції на розвиток транзитивних фінансових систем. Коливання цін впливає на реальний дохід кредитора і розмір виплат позичальника. Зростання інфляції підвищує показники номінальної доходності банків – процентну маржу, співвідношення доданої вартості до обсягу банківських активів, співвідношення банківського прибутку до банківських активів тощо. За відсутності чи не повної індексації боргових інструментів це означає скорочення реальної доходності фінансового посередництва. Зменшення купівельної спроможності грошей веде до знецінення основної суми боргу.

Динаміка реальної процентної ставки і моделі поведінки суб'єктів фінансової системи на різних етапах розвитку інфляції відрізнялися. Початок інфляційних процесів поєднувався із заниженими проти інфляції номінальними ставками, що призвело до від'ємних реальних ставок за кредитами і переміщення коштів від кредиторів до позичальників. Через падіння реальної доходності і знецінення активів і капіталу банки зазнали значних втрат, унаслідок чого кредитна активність істотно звузилася. Це відбувалося у трьох формах: переорієнтація банків від кредитування до валютних спекуляцій; поширення раціонування кредитів; банкрутства банків і дезінтермедіація. Отже, першим став перерозподільчий ефект інфляції на прибутковість і посередницьку активність банків і глибину фінансового розвитку.

Логічно припустити, що зниження темпів інфляції мало б стимулювати розвиток фінансової системи. Але цього не сталося. Теоретично, падіння активності фінансових інститутів і ринків за скорочення інфляції (і, відповідно, зниженні процентних ставок) може відбуватися через зміну попиту на гроші. Нижчі номінальні ставки збільшують попит на гроші, скорочуючи обсяг коштів, що розміщуються у ліквідні активи [7; 8]. Закономірний

результат цього – обмеження активності у фондовому і банківському сегментах. Низька активність банків за таких умов пояснюється зниженням стимулів до кредитування: за низьких процентних ставок альтернативні витрати утримання резервів скорочуються, і резервні кошти стають привабливішим активом, ніж кредити. Однак у перехідних економіках спостерігався інший ефект: наслідком уповільнення інфляції стали волатильні і часто незвичайно високі позитивні реальні процентні ставки за кредитами (іноді до 70 %). Зниження інфляції не давало істотного і стабільного скорочення їх рівня, що свідчить про низьку їх еластичність до змін інфляції. Але якщо за від’ємних реальних процентних ставок банки субсидують позичальників і відбувається „втеча” від національної валюти, то високі позитивні реальні ставки супроводжуються іншими негативними ефектами. Високі процентні ставки – і причина, і результат непродуктивних кредитів. Вони є причиною, оскільки ведуть до несприятливого відбору позичальників, готових запозичувати під високі проценти. Вони є результатом, оскільки банки намагаються відшкодувати витрати по таких кредитах збільшенням процентної маржі.

Накопичення непродуктивних кредитів стало додатковим чинником скорочення активності транзитивних банківських систем. Механізм нарощування заборгованості реального сектору генерований поєднанням політики фінансової стабілізації і низької еластичності процентних ставок. Через фінансову стабілізацію і відповідне зниження інфляції реалізована реальна процентна ставка виявилася високою. Позичальники зіткнулися з проблемою дефляції боргу. Збільшення реальної величини боргу з одночасним реальним подорожчанням кредитних ресурсів визначило зростання пролонгованих і неповернених позик. Так, в Україні заборгованість за банківськими кредитами з початком програми фінансової стабілізації у 1994 р. миттєво зросла майже у 18 разів. Аналогічна тенденція спостерігалася у більшості економік (крім Естонії). Характерно, що частка непродуктивних кредитів у низці країн ЦСЄ (Словаччина, Чехія) була вища, ніж у СНД (Казахстан, Росія). Погіршення якості активів збільшило вразливість банків до кредитного ризику і супроводжувалося банківськими кризами й реструктуризацією банків. Передача поганих кредитів від банків до агенцій з реструктуризації банківських активів дозволила скоротити обсяг непродуктивних кредитів (Киргизія, Румунія), але ця процедура не завжди мала довгостроковий ефект (Чехія). Сукупні тенденції у динаміці непрацюючих кредитів у XXI ст. відображають насамперед зниження їх відносної частки за швидкої кредитної експансії. Недостатній розвиток економічних і правових механізмів, що забезпечують реалізацію заставних прав, не дозволяє банкам позбавитися прострочених позик і вказує на потребу в ефективних програмах реструктуризації. У ряді країн безнадійні борги перевищують критичний рівень у 5 % кредиту або наближаються до нього (у тому числі й в Україні).

Ці механізми впливу реальних процентних ставок на фінансовий розвиток перехідних економік діють дотепер. У країнах з від’ємними реальними ставками уповільнюється розвиток сектору інституційних посередників: від’ємна доходність депозитів і цінних паперів обмежує спектр фінансових активів, привабливих для інвестування і дестимулює впровадження пенсійної реформи. У країнах з високими реальними ставками зберігаються високі кредитні ризики, що мають високий потенціал реалізації у разі неспроможності фірм і домогосподарств розраховуватися за боргами. Високі реальні процентні ставки, зумовлюючи значне обмеження інвестиційного процесу в економіці, є фактором тиску на користь грошової експансії, отже, в короткостроковому періоді вони самі собою несуть дестабілізуючий ефект – ведуть до відновлення інфляційної ситуації.

Теоретично, за інфляції попит на посередницькі послуги банків падає [9], викликаючи відтік фінансових ресурсів із фінансової системи. У перехідних економіках це прояви-

лося у формі відтоку депозитних коштів із банківської системи і пояснюється рядом причин. Гарантією обміну депозитів на готівку є резервні кошти банку. Оскільки з розвитком інфляції банки надають відносно менше гарантій щодо трансформації депозитів у готівку, небанківські агенти вилучають кошти з банків. Скорочення реальних заощаджень населення внаслідок інфляції – другий чинник падіння попиту на депозити. Таке падіння і, відповідно, відтік фінансових ресурсів із сектору фінансового посередництва відбувся на початку 1990-х років практично в усіх країнах. У підсумку фінансова глибина (виміряна як співвідношення депозитів щодо ВВП) скоротилася у кілька разів. Третій ефект зумовлений асиметричним коригуванням процентних ставок. З пристосуванням до характеру діяльності в умовах інфляції, зниження реальної доходності від фінансового посередництва банки компенсували збільшенням процентної маржі. Ступінь коригування на інфляцію номінальних ставок за кредитами був вищим, ніж за депозитами. За високої інфляції це зумовило від'ємні значення реальних депозитних ставок. Скорочення темпів інфляції вело, як правило, до зростання реального проценту за депозитами, але меншою мірою, ніж за кредитами. Проте за низької або від'ємної реальної доходності депозитів, небанківські агенти надають перевагу готівці (адже користування банківськими послугами пов'язане з трансакційними витратами) і розміщенню заощаджень в індексовані активи (іноземна валюта, нерухомість). Здатність залучати депозитні ресурси і формувати стійкі пасиви – ключова для виконання банками посередницької функції. Наднизький рівень депозитів у трансформаційних економіках проти загальносвітового рівня відображає стабільно низьку довіру до банків і непривабливість депозитних вкладень. Оскільки пропозиція кредитів обмежена величиною банківських вкладів, то падіння попиту на депозити визначило середньострокову тенденцію скорочення активності на ринку банківського кредитування і зменшило ємність транзитивних фінансових систем.

Інфляційні процеси (у тому числі через механізм реальних ставок і відтік грошей з банків) спричинили значне зниження рівня монетизації перехідних економік і незбалансованість попиту і пропозиції реальних грошей. У макроекономічному плані, якщо попит на гроші значно перевищує їх пропозицію, гроші починають замінюватися іншими активами. Функцію заміни беруть на себе грошові субститути - іноземна валюта, торговельний кредит, векселі, товарні запаси. У простій формі цей взаємозв'язок слід записати так. Сукупний попит на гроші або попит на загальноекономічну ліквідність ( $M_2$ ) є функцією доходу:  $M_2 = f(Y)$ . Пропозиція загальноекономічної ліквідності ( $L$ ) - це сума пропозиції грошей у реальному виразі і грошових субститутів ( $L_s$ ):  $L = M + L_s$ . Ця залежність показує, що рівень монетизації визначає структуру загальноекономічної ліквідності; при зменшенні реальної грошової маси збільшувати обсяг економічних трансакцій або забезпечувати їх певний рівень можна лише за рахунок грошових субститутів. Зростання попиту на засоби платежу веде до автоматичного зростання грошових субститутів в економіці. Через це загальний монетарний попит стає залежним від пропозиції загальноекономічної ліквідності і відокремлюється від прив'язки до грошової маси. Встановлюється макроекономічна рівновага з низьким рівнем монетизації. Цей ефект пояснює повільність ремонетизації трансформаційних економік, ступінь монетизації яких не досягає середньосвітового рівня. Однак між ними існують істотні відмінності: у СНД показник  $M_2$ /ВВП значно нижчий, ніж у ЦСЄ. Така інерційність викликана довгостроковою адаптацією економіки до високої інфляції і подальшої стабілізації. Демонетизація економічного обороту створила передумови для обслуговування ВВП іншими потоками – іноземною валютою (валютне заміщення) і негрошовими субститутами. Валютне заміщення зумовлене втратою вартості внаслідок знецінення національних грошей. Витіснення з обігу національних грошей різко зросло

у 1990-ті роки у більшості країн. Доларизація платіжного обігу, як правило, зменшувалась при успішній фінансовій стабілізації. Однак ця закономірність не є типовою – рівень валютного заміщення залишається надмірним. За оцінками, найвища частка іноземної валюти в обігу зберігається в Казахстані, Росії, Азербайджані, Грузії і Латвії. Валютне заміщення впливає на стабільність грошових агрегатів, динаміку валютних курсів і доходи уряду, спричиняє фінансову доларизацію. Унаслідок ускладнюються контроль грошової маси і підтримка стійкості валютного курсу, зростає нестабільність попиту на гроші, що негативно впливає на ефективність ГКП і дестабілізує банківську систему.

У СНД низький рівень монетизації суттєво пов'язаний з формуванням системи, де угоди між підприємствами базуються на негрошовому обміні. Середовище високих реальних процентних ставок і низька монетизація не дозволяють задовольняти попит на ліквідність реального сектору. Відсутність можливості фінансувати поточне виробництво за рахунок банківського кредиту зумовлює неплатоспроможність підприємств, їх взаємну заборгованість, застосування грошових сурогатів у розрахунках. Водночас приватна реакція на високий ризик платіжного дефолту на мікрорівні, змушує підприємства врегульовувати угоди через негрошові розрахунки (бартер). Найбільше ця проблема постала у 1990-ті роки перед Україною і Росією. Негативний вплив кризи неплатежів і бартеризації розрахунків на діяльність банків проявився як опосередковано (через спад економічної активності), так і прямо. Виникла гостра і цілком нерегульована конкуренція основним формам банківської діяльності – платіжно-розрахунковим і кредитним операціям. Накопичення взаємної заборгованості знизило якість даних, необхідних банкам для оцінки кредитних ризиків. Інфляція і низька монетизація ускладнили процес пристосування фірм до умов ринкового господарювання і стали однією з причин формування фінансового дуалізму. Сталі негрошові форми взаємодії між підприємствами протистоять банківському посередництву, обмежуючи можливості ремонетизації економіки.

Дестимулюючий вплив інфляції на фінансовий розвиток посилюється через механізм реального податкового навантаження. Доходом, що підлягає оподаткуванню (і, відповідно, становить витрати, що можуть вираховуватися з податкової бази) є не реальна, а номінальна процентна ставка. Створення оподаткованого номінального доходу через зростання інфляції, спричиняє зростання ефективної податкової ставки за процентними доходами, отже, скорочує активність у фінансовій системі. Цей вплив базується на перерозподільних ефектах [10, с. 19-20]. Зокрема, при зростанні темпів інфляції ефективна ставка оподаткування процентних доходів теж зростає, але у меншій пропорції, а її еластичність збільшується, наближаючись до 1. Оскільки оподаткування процентного доходу стосується і фінансових установ, і нефінансових економічних агентів, що користуються їх послугами, то при зростанні інфляції усі вони сплачують відносно більші обсяги податків. Аналогічну чутливість до інфляції має й неявне оподаткування у вигляді обов'язкового резервування або обмеження номінальної процентної ставки за кредитами. Зі зростанням інфляції, отже, номінальних ставок, альтернативні витрати утримання зарезервованих коштів зростають. Обмеження номінальних ставок за кредитами також може розглядатися як неявний податок, оскільки при цьому позичальники отримують своєрідну субсидію за рахунок кредиторів. Отже, в умовах інфляції характер оподаткування процентного доходу поряд з резервними вимогами та обмеженнями на діяльність фінансових посередників (процентний контроль) задають зростання ефективних ставок оподаткування. Водночас зростає чутливість цих ставок до інфляції, що визначає їх високу волатильність при коливаннях інфляції. Разом ці ефекти детермінують поведінку вкладників і банків. Коли існують субститути банківським інструментам, які не оподатковуються (ін-

валютні активи, офшорне запозичення, нерухомість), економічні агенти заміщують банківські депозити, ефективна ставка оподаткування яких зростає разом з інфляцією, перерозподіляючи портфелі на користь подібних активів. Наслідком цієї поведінки знову є відтік фінансових ресурсів із фінансової системи.

Інфляційні процеси – одна з основних причин повільного запровадження нових фінансових активів і низької ліквідності ринків цінних паперів у регіоні. Основний механізм впливу – зміна характеристик і співвідношень доходності фінансових активів, причина – залежність доходності активів від змін у коротко- і довгостроковій інфляції, інфляційних очікувань, рівня процентних ставок, премії за ризик. Висока інфляція уповільнила формування ринку акцій. Чисельні дослідження засвідчують негативний зв'язок між доходністю акцій та інфляцією, що пояснюють, зокрема, ефектом Фішера, податковим ефектом, грошовою ілюзією тощо [11; 12; 13]. У трансформаційних економіках негативний зв'язок між інфляцією і доходністю фондових активів зумовлений насамперед тим, що тривалий час (ще зі стадії початкового формування ринків акцій) інфляція була досить високою і викликала істотне знецінення номінальних вкладень. Реалізоване значення інфляції визначає формування інфляційних очікувань, які, згідно з ефектом Фішера, мають враховуватися в номінальній ставці процента. Тому вища поточна інфляція веде до зростання необхідної доходності інвестицій в акції [14, с. 63]. За високих інвестиційних ризиків цей ефект істотно обмежив розвиток і ліквідність транзитивних фондових ринків. Систематичний вплив інфляційних факторів зумовив від'ємні значення реальної (з врахуванням ризику) доходності на ринках акцій більшості країн у 1990-х роках. Разом з цим, через структуру транзитивних фінансових систем основною альтернативою акціям як інструменту інвестування є банківські депозити та іноземна валюта. За умов навіть відносно помірної інфляції 1995-1999 рр. доходність фондових ринків була меншою, ніж банківських депозитів: з урахуванням ризику доходність лише на двох ринках – Угорщини (16 %) і Росії (42 %) перевищувала доходність депозитів. Така диференціація доходності задає спрямовування заощаджень до банківської системи або на валютний ринок, обмежуючи розвиток фондового сегменту.

Негативний вплив інфляція мала і на формування ринку корпоративних боргових зобов'язань. Стрімка інфляція за відсутності практики індексування обмежує попит і пропозицію боргових зобов'язань. Кредитори уникають довгострокових фінансових активів і фіксованої ставки (захищаючись від інфляційного знецінення); позичальники уникають короткострокових зобов'язань і плаваючої ставки, оскільки за інфляції ціна залучених кредитів стає непередбачуваною. Унаслідок за постійно високої і непередбачуваної інфляції в перехідних економіках спостерігалася фактично повна відсутність довгострокових фінансових активів при одночасному скороченні періоду довгострокового фінансування (до 1 року і менше). Отже, досягнення низької інфляції у довгостроковій формі важливе для фінансового розвитку перехідних економік ще й тому, що дозволяє: а) стимулювати пропозицію і попит на фінансові активи у національній валюті; б) продовжити криву доходності (понад короткострокову доходність), що разом створює основу для ширшої диверсифікації корпоративних інструментів.

Вагомий канал впливу інфляції на розвиток фінансової системи – валютно-курсова динаміка. У трансформаційних економіках представлені дві групи ефектів – за фіксованого і за гнучкого валютного курсу. Фіксований курс є нестійким у довгостроковому періоді. Перехідні економіки під час фінансової стабілізації часто використовували валютний курс як номінальний якір стримування інфляційних очікувань (Чехія, Естонія, Угорщина, Польща, Словаччина, Україна), однак без визначення часу його коригування.

У цьому контексті виявили себе три типи проблем у діяльності фінансової системи – спекуляція, валютні ризики, неврівноваженість обмінного курсу.

Необхідність коригування валютного курсу за інфляції ініціює спекуляцію проти національної валюти: залучення позик у внутрішній валюті і конвертація їх в іноземну дозволяє отримати капітальні прибутки. Ці трансакції спричиняють втрати офіційних валютних резервів і погіршують якість балансу банків. Зокрема, коли коригування відтермінується, спекулянти можуть збанкрутувати через високу номінальну ставку процентних платежів на кредити у національній валюті проти доходності інвалютних активів. Валютна спекуляція – одна з причин збитків банків-кредиторів і банків-спекулянтів і різкого зростання попиту на іноземну валюту. Навіть якщо окремі банки за таких умов здатні забезпечити валютну збалансованість активів і зобов'язань, їх кредитні ризики і ризики ліквідності зростають. Загальний результат спекуляції для більшості банків – погіршення валютної структури балансу, незбалансованість за строками, зниження ліквідності та якості активів.

Підтримка фіксованого курсу в умовах інфляції сприяє збільшенню валютних запозичень за кордоном проти позик у національній валюті (через інфляційну премію). Приплив іноземного капіталу веде до збільшення офіційних валютних резервів і дозволяє підтримувати завищений обмінний курс триваліший період. Проте при коригуванні валютного курсу позичальники нехеджованих валютних кредитів можуть збанкрутувати і спричинити погіршення якості балансу внутрішніх банків, що утримують вимоги до збанкрутілих позичальників чи їх кредиторів. Фіксований валютний курс в умовах інфляції веде до зміни відносних цін товарів, що торгуються і не торгуються. З розвитком інфляції відносна ціна товарів другого типу зростає, викликаючи переміщення ресурсів між галузями економіки. Оскільки невирівняний обмінний курс є нестійким, це зумовлює нераціональне розміщення ресурсів. Наслідок поступової зміни відносних цін проявляється, коли нестійкий обмінний курс коригується, і прибуткові фірми стають неприбутковими після коригування. Потенційний негативний результат необхідного регулювання обмінного курсу – нездатність забезпечити платежі з обслуговування боргів реального сектора. У такому разі на фінансові збитки наражається уся фінансова система.

Перехід до гнучкого валютного курсу став джерелом інших, пов'язаних з девальвацією національної валюти, проблем для фінансової системи. Хоч деякі перехідні економіки застосовували «валютний коридор» як проміжний режим, іноді упродовж досить тривалого часу (Угорщина, Польща, Росія), негативний вплив девальвації на розвиток фінансової системи лише дещо зменшився, але не був усунений повністю. Чітко виявився негативний зв'язок між змінами номінального валютного курсу і доходністю корпоративних цінних паперів. Девальвація визначає зростання доходності активів, деномінованих в іноземній валюті і, відповідно, падіння попиту на активи, вартість яких виражена у національній. Темп зміни обмінного курсу за таких умов розглядається інвесторами як зростання доходності по альтернативних активах (іноземна валюта), тобто сприяє зниженню курсової вартості акцій та облігацій. Унаслідок розвитку корпоративного сегменту ринку цінних паперів різко уповільнюється або стає взагалі неможливим. Інший канал впливу курсової динаміки на рівень фінансового розвитку виник через те, що за інфляції держава, як правило, встановлювала вимоги до фінансових інститутів в іноземній валюті (розмір статутного фонду). Вартість фінансової установи визначається поточною вартістю очікуваних у майбутньому прибутків. При девальвації інвалютна вартість такої установи падає, що збільшує очікувані втрати і зменшує очікувані прибутки. Наслідком є зменшення посередницької ролі фінансових інститутів.



Зрештою, девальвація національної валюти разом з інфляцією викликали фінансову доларизацію. Доларизація активів і пасивів фінансових посередників пов'язана з валютним заміщенням (коли іноземна валюта є засобом платежу) і заміщенням активів (коли інструменти в іноземній валюті використовують для інвестиційних цілей). Через хеджування проти інфляції і валютного ризику вибір валюти банками має портфельний характер і визначається з обох сторін балансу, тому обидва типи заміщення генерували фінансову доларизацію транзитивних банківських систем початково у формі доларизації депозитів, пізніше – кредитів. Коефіцієнт доларизації (частка інвалютних депозитів у грошовій масі) у регіоні варіював від 0-10 % на початку процесу реформ до 30-70 % вже 1993 р. В Україні ступінь доларизації депозитів досяг найвищого рівня 1994 р. – 56 %, пік повторився 2008-2009 рр. Оскільки доларизація депозитів має дзеркальний ефект щодо кредитів, це зумовлює негативний вплив фінансової доларизації на стійкість банків. Високий ступінь доларизації кредитів визначає підвищену чутливість фінансової системи до системних ризиків при значній девальвації. Коли банківські позики, видані під валютні депозити, деноміновані у національній валюті, банки несуть втрати при кожній девальвації, якщо процентна маржа недостатня для покриття змін у вартості грошей. Якщо банки або корпорації отримують великі обсяги кредитів у іноземній валюті, девальвація різко погіршує їх баланс. Знецінення національної валюти викликає падіння доходів у інвалютному виразі для клієнтів банків, що звужує їх можливості обслуговувати борги. Фінансові кризи у перехідних економіках (Болгарія 1997 р, Росія 1998 р., Україна й Угорщина 2008-2009 рр.) показують: при слабкій банківській системі і великих відкритих валютних позиціях приватного сектору фінансова стійкість банків і фірм наражається на такий ризик, що після девальвації національної валюти економічна активність в країні значно скорочується.

У загальносистемному плані співіснування різних валют в інтегрованій економіці звужує економічний потенціал фінансової системи: коливання їх відносної ціни впливають на їх обіг. Це веде до подальшої монетарної нестабільності, що зумовлена нездатністю монетарної влади і банківської системи повністю згладити коливання попиту: завжди є межа, за якою центральний банк не може скорочувати свої резерви або збільшувати зовнішні запозичення для стабілізації курсу. Тому високий рівень доларизації перехідних економік обмежує ефективність антиінфляційної ГКП. Оскільки з девальвацією вартість валютних депозитів у національній грошовій одиниці зростає автоматично, загальні грошові агрегати підпадають під інфляційний тиск, тоді як контрольовані грошові агрегати (M2 у національній валюті) за таких умов мають незначний вплив на інфляційні процеси. Цей ефект пролонгував негативний вплив інфляції на розвиток транзитивних фінансових систем. Важлива особливість доларизації перехідних економік – її майже перманентний характер. З погляду перспектив фінансового розвитку це означає обмежену здатність монетарної влади впливати на функціонування фінансової системи, особливо, у разі фінансових криз. Коли криза починається, доларизація лімітує ефективність функції кредитора останньої інстанції, заважаючи центральному банку реагувати на негативні шоки у фінансовій системі.

З огляду на результати аналізу впливу інфляції на розвиток транзитивних фінансових систем, безпосереднім висновком мала б бути рекомендація про необхідність послідовної жорсткої антиінфляційної політики з метою усунення негативного інфляційного впливу і, відповідно, стимулювання фінансового розвитку. Але в дійсності не можна остаточно стверджувати, що саме скорочення інфляції - головний чинник, який безпосередньо визначає фінансове поглиблення перехідних економік. Вплив інфляції на глибину фінансо-

вої системи має нелінійний характер, що проявляється у наявності порогового значення темпів інфляції. Таких інфляційних порогів кілька. Перший тип порогу визначає: коли темп інфляції перевищує певний рівень, глибина фінансової системи починає скорочуватися. За даними М. Кхана, А. Сенхаджи і Б. Сміта [15], порогові значення інфляції для стандартних показників глибини фінансової системи (частка кредиту приватному сектору у ВВП, сума приватного кредиту і капіталізації фондового ринку щодо ВВП, а також другий показник плюс капіталізація ринків приватних і державних облігацій щодо ВВП) перебувають в межах 3-6 % на рік. Емпіричні результати, отримані А. Кулик [16], визначають відповідне порогове значення інфляції в межах 9-10,5 % на рік. Другий тип порогу визначає рівень інфляції, після якого її негативний вплив на розвиток фінансової системи зменшується. За оцінками [5], цей поріг становить 15 % річних темпів інфляції. Це означає, що при достатньо високих темпах інфляції рівень фінансового розвитку скорочується, але водночас зменшується й чутливість фінансової системи до інфляції.

Важлива складова негативного впливу інфляції на фінансову систему - власне рівень фінансового розвитку перехідних країн. Теорія свідчить, що розвиток фінансової системи і конкуренція в секторі фінансових послуг, які супроводжуються зростанням пропозиції ліквідних процентних активів, пом'якшують негативний вплив інфляції на величину реальних грошових залишків [10, с. 31-37; 17]. У розвинених фінансових системах конкурентний ринок фінансових послуг змушує банки скорочувати процентну маржу, щоб зробити депозити привабливим активом. Коли за депозитами нараховується позитивний процент, вони є досконалим субститутом готівковим грошам: і як засобу розрахунків (транзакційні депозити), і як засобу збереження вартості (строкові депозити). Тож економічні агенти використовують депозитні гроші для розрахунків і заощаджень. Завдяки значній пропозиції процентних активів з боку фінансової системи і переміщенню заощаджень у ці активи, небанківські агенти більшою мірою захищені від інфляції (сплачують менший інфляційний податок), і скорочення попиту на гроші супроводжується меншими транзакційними витратами. Унаслідок інфляційні втрати знижуються і для фінансової системи, і для економіки у цілому.

Навпаки, у менш фінансово розвинених економіках саме готівка – основний засіб обігу і заощаджень. У трансформаційних економіках послуги ліквідності високі через те, що: а) слабо розвинені фінансові ринки не дозволяють економічним агентам здійснювати значні операції з фінансовими активами. З неліквідними фінансовими активами, послуги ліквідності грошей зростають, як і попит на гроші як засіб збереження вартості; б) поєднання інфляції і недовіри до фінансових інститутів формує у економічних агентів поведінку з короткостроковим інвестиційним горизонтом і високою суб'єктивною ставкою дисконтування: вартість грошей сьогодні значно перевищує вартість грошей завтра. Якщо очікується, що гроші матимуть від'ємний доход (за інфляції), іноземна валюта стає фактично єдиною ліквідною фінансовою інвестицією. За відсутності альтернативних ліквідних процентних фінансових активів, інфляція веде до відмови від національних грошей і високих транзакційних витрат, спричинених скороченням реальних грошових залишків в економіці. Унаслідок при нерозвиненій фінансовій системі знижується інтенсивність угод і кількість ефективних виробничих інвестицій. Економіка за таких умов потрапляє в пастку – фінансова система не здатна виконувати функції із залучення заощаджень і трансформації їх в реальні інвестиції; довгострокові інвестиції перестають фінансуватися; починається (чи посилюється) економічний спад. Домінуючі механізми і наслідки впливу інфляції на транзитивні фінансові системи залежать від глибини фінансового розвитку і стадії перехідного процесу. Як показують емпіричні дослідження [10, с. 55, 59], у більш

розвинених фінансових системах (Латвія, Литва, Польща, Словаччина, Словенія, Угорщина, Хорватія, Чехія, Естонія) інфляція веде до більшого скорочення обсягу банківського кредиту приватному сектору і капіталізації фондового ринку. У цьому разі вищі витрати інфляції, зумовлені відтоком коштів із фінансової системи, оскільки вищою є еластичність банківського кредиту по інфляції. У менш розвинених фінансових системах (Албанія, Білорусь, Болгарія, Вірменія, Грузія, Казахстан, Киргизія, Македонія, Молдова, Росія, Румунія, Узбекистан, Україна) інфляція спричиняє більше зростання процентної маржі, головним чином через менше коригування депозитних ставок на інфляцію. У цьому разі вищі витрати інфляції від скорочення реальних грошових залишків через вищу еластичність реального попиту на гроші по проценту.

Спільним для більшості трансформаційних економік є той факт, що інфляційні процеси призвели до загального скорочення фінансової активності, зменшили ємність фінансових ринків і визначили формування банками адаптаційних «антиінфляційних» механізмів: вони включають у вартість грошей надбавку, що враховує ризик неочікуваного інфляційного шоку.

Висновки. Аналіз взаємодії інфляції і фінансового розвитку вказує на дві взаємопов'язані тенденції. Перша – інтенсивність і тривалість інфляційних процесів – важливий чинник, що визначив розбіжності в рівні фінансового розвитку трансформаційних економік. Різномірність впливу інфляції пов'язана з різним рівнем їх фінансового розвитку. Це означає, що: а) позитивні зміни у функціонуванні транзитивних фінансових систем потребують послідовної реалізації заходів антиінфляційної політики, адекватних рівню і характеру фінансового розвитку і стадії перехідного процесу кожної окремої країни; б) збільшення рівня фінансового розвитку сприятиме зменшенню негативних наслідків інфляції. Друга - впливаючи на фінансову систему, інфляція, через різні канали, впливає водночас на активність у реальному секторі і, таким чином, на довгострокове економічне зростання. Реальні ефекти інфляції визначаються характером її впливу на умови на фінансових ринках і активність у фінансовому секторі. Транзитивні фінансові системи створили механізми пристосування до функціонування в інфляційному середовищі, які самі по собі здатні генерувати інфляцію і фінансову нестабільність. Інфляційні шоки і посилення інфляційних процесів приводять у дію ці адаптаційні механізми, негативно впливаючи на економічний розвиток. Інфляція є по суті сталою складовою механізму відтворення трансформаційних економік.

#### Список використаних джерел

1. Маевский В. И. Эволюционная теория и неравновесные процессы (на примере экономики США) / В. И. Маевский // Экон. наука современной России. – 1999. – №4.
2. Попков В. В. Экономифизика и эволюционная экономика – перспективное направление исследований [Электронный ресурс] / В.В. Попков, Д.Б. Берг // Всероссийская Интернет-Конференция "Проблемы Экономифизики и эволюционной экономики": Международный институт А. Богданова. – Режим доступа: <http://www.ephes.ru/vved/issl.php>.
3. Сніжко О. В. Фінансовий розвиток трансформаційних економік: структурно-функціональний аналіз : монографія / О.В. Сніжко. – К.: Київський університет, 2009.
4. Boyd J. Inflation and Financial Market Performance: What Have We Learned in Last Ten Years? / J. Boyd, B. Champ / Working paper №03/17. – Federal Reserve Bank of Cleveland, 2003.

5. Boyd J. The Impact of Inflation on Financial Sector Performance / J. Boyd, R. Levine, B. Smith // *Journal of Monetary Economics*. – 2001. – Vol. 47.
6. Demirgüç-Kunt A. Regulations, Market Structure, Institutions, and the Cost of Financial Intermediation / Working paper №9890 / A. Demirgüç-Kunt, L. Laeven, R. Levine. – Cambridge, MA: NBER, 2003.
7. Campbell J. Comment on Low Inflation: The Behavior of Financial Markets and Institutions / J. Campbell // *Journal of Money, Credit and Banking*. – 2000. – Vol. 32.
8. Saunders A. Low Inflation: The Behavior of Financial Markets and Institutions / A. Saunders // *Journal of Money, Credit and Banking*. – 2000. – Vol. 32.
9. Bencivenga V. Monetary Policy and Financial Market Evolution / V. Bencivenga, B. Smith // *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*. – 2003.
10. Пономаренко С. Финансовый сектор и издержки инфляции в странах с переходной экономикой / С. Пономаренко. – М.: ИЭПП, 2004.
11. Amihud Y. Unexpected Inflation and Stock Returns Revisited – Evidence from Israel / Y. Amihud // *Journal of Money, Credit and Banking*. – 1996. – Vol. 28, № 1.
12. Ritter J. The Decline of Inflation and the Bull Market of 1982–1999 / J. Ritter, R. Warr // *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. – 2002. – Vol. 37, №1.
13. Summers L. Inflation, the Stock Market, and Owner-Occupied Housing / Working Paper №0606 / L. Summers. – Cambridge, MA: NBER, 1981.
14. Финансовые рынки в переходной экономике: некоторые проблемы развития / Р. М. Энтов, О. В. Луговой, С. А. Пащенко и др. – М.: ИЭПП, 2003.
15. Khan M. Inflation and Financial Depth / Working paper №01/44 / M. Khan, A. Senhadji, B. Smith. – Wash.: IMF, 2001.
16. Kulyk A. Inflation and Financial Depth in Transition Economies / A. Kulyk. – Kyiv: Kyiv-Mohila Academy, 2002.
17. Simonsen M. Welfare Costs of Inflation and Interest-Bearing Money / M. Simonsen, R. Cysne // *Journal of Money, Credit and Banking*. – 2001. – Vol. 33.