

ПОРІВНЯЛЬНІ ПЕРСПЕКТИВИ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ СИСТЕМИ КРАЇН ЦСЄ В КОНТЕКСТІ ЇХ ВХОДЖЕННЯ У ЄВРОЗОНУ

Дослідження проблем нарощування фінансового потенціалу національної економіки за рахунок внутрішніх та зовнішніх джерел, аналіз стійкості фінансової системи набувають важливого значення для збереження швидких темпів посилення конкурентоспроможності країн ЦСЄ в умовах сучасної глобальної фінансово-економічної кризи за рахунок подальшого інтегрування країн ЦСЄ в грошово-кредитну систему країн ЄС та входження в ЄВС. У зв'язку з цим в статті досліджується такий режим валютної політики, як повна доларизація, тобто введення в обіг валюти іншої країни на своїй території в якості засобу платежу, що фактично і буде мати місце в країнах Східної Європи у разі їх вступу до Єврозони. Також в статті досліджуються наслідки запровадження євро в Словаччині і Словенії, що дає уявлення про достовірність нашого аналізу.

Study of problems building the financial capacity of the national economy due to internal and external sources, analysis of the stability of the financial system becomes important to maintain the rapid rates of enhancing the competitiveness of the CEE countries in today's global financial and economic crisis due to the further integration of the CEE countries in the monetary system of the EU and joining the EMU. In connection with this in the article we study a regime of monetary policy, as full dollarization, that is introduction of the currency of another country on its territory as a means of payment that, in fact, and will take place in Eastern Europe in the event of their entry into the Eurozone. The article also investigates the impact of the euro in Slovakia and Slovenia, which gives an idea of the reliability of our analysis.

Ключові слова: єврозона, євроінтеграція, валютна політика, доларизація, фіксований валютний курс, інвестиції, грошово-кредитна політика.

Аналізуючи кризові явища в економіках країн-членів ЄС виникає питання стосовно наслідків вступу країн Східної та Центральної Європи в Європейський Союз, та зокрема Словенії та Словаччини у Єврозону, досліджуються переваги і недоліки такого економічного і політичного кроку для країн-кандидатів, що є особливо актуальним для України в її подальшій євроінтеграції.

Одним з найважливіших моментів у цьому процесі є подальший вступ країн ЦСЄ до Єврозони. У зв'язку з цим, на нашу думку, буде цікаво розглянути в дослідженні такий режим валютної політики, як повна доларизація, тобто введення в обіг валюти іншої країни на своїй території в якості засобу платежу, що фактично і буде мати місце в країнах Східної Європи у разі їх вступу до зони євро, що стосується Словаччини і Словенії, то наслідки запровадження євро в цих країнах будуть порівняні з наслідками, що передбачає доларизація і дасть уявлення про достовірність нашого аналізу.

Одним з історично перших прикладів валютного режиму, аналогічного повній доларизації, була політика країн зони франка КФА (франк Африканського фінансового співтовариства) в Західній та Центральній Африці. Ця зона включала в себе 14 країн регіону, валюти яких були прив'язані до французького франка в 1948-1994 рр. на умовах режиму фіксованого валютного курсу [1]. У другій половині 1980-х рр. і на початку 1990-х рр. ХХ ст. в цих країнах спостерігалася стагнація виробництва, пов'язана зі зростанням курсу франка стосовно долара США. Реальна вартість національних валют також збільшувалася, погіршуючи умови торгівлі, що призвело до негативних наслідків для економік країн регіону. У 1994 р. всі 14 країн зважилися на 50 % девальвацію, фактично відмовившись від франка КФА, при цьому в багатьох випадках спостерігалася зростання інвестицій і підйом національної економіки. Необхідно відзначити, що внутрішня стабільність, яка є наслідком повної доларизації, відносна, тому що вона заснована перш за все на стабільності тієї валюти, яка вводиться країною в якості законного засобу обігу. У той же час після розпаду Бреттон-Вудської системи відносні коливання курсів основних світових валют були часом досить значними.

На початку 2000 року Еквадор в умовах глибокої економічної і політичної кризи вирішив ввести американський долар як законний засіб платежу. Незабаром його приклад наслідував і Сальвадор [2]. Економісти почали обговорювати можливість введення повної доларизації усіма країнами, що розвиваються (табл. 1).

Як можна помітити, майже всі країни в представленому списку відносяться до числа малих економік. Багато хто з них є містами-державами, повністю інтегрованими в економіку сусідньої держави: Монако, Ліхтенштейн, Андорра, Сан-Марино. Найбільшими країнами є Панама, Еквадор, Сальвадор і Ліберія. Але з них тільки Панама застосовує політику повної доларизації протягом тривалого періоду часу до сьогоднішнього дня, так як Ліберія відмовилась від цієї системи в 1980-х рр., а Еквадор і Сальвадор взяли повну доларизацію на початку 2000 року.

Порівняння переваг і недоліків повної доларизації ускладнене відсутністю значного практичного досвіду. Панама фактично є єдиною більш-менш великою країною, яка протягом тривалого часу застосовує політику повної доларизації, ввівши в обіг американський долар. Решта країн не мають досить довгих рядів даних. Потрібно відзначити, що для дослідження наслідків повної доларизації необхідні більш довгі ряди, ніж (з тією ж метою) для традиційної грошово-кредитної політики, тому що вигоди від повної доларизації можуть виявлятися лише в довгостроковій перспективі. З втрачених вигод ми маємо на увазі відсутність

«сеньйоражу». Початкова концепція сеньйоражу як доходу держави від випуску монет, чия вартість нижче їх номіналу, залишається незмінною і у випадку паперових грошей і, абстрагуючись від мінімальних витрат на випуск паперових грошей, розуміється як збільшення обсягу національної валюти в обігу.

Таблиця 1

Незалежні країни, що здійснили повну доларизацію

Країна	Населення (тис. чоловік)	Валюта	З якого року відбувається повна доларизація
Андорра	73	Французький франк, іспанська песета/євро	1978
Кірибаті	82	Австралійський долар і власні монети	1943
Ліберія	2900	Долар США	1847–1982
Ліхтенштейн	31	Швейцарський франк	1921
Маршалові острови	61	Долар США	1944
Мікронезія	130	Долар США	1944
Монако	32	Французький франк/євро	1865
Науру	10	Австралійський долар	1914
Палау	17	Долар США	1944
Панама	2700	Долар США	1904
Сальвадор	5750	Долар США	1999
Сан-Марино	26	Італійська ліра/євро, власні монети	1897
Тувалу	11	Австралійський долар, власні монети	1892
Еквадор	11460	Долар США	2000

Джерело: Berg, Borenstein (2000), International Financial Statistics.

Повна доларизація асоціюється також з негайними побічними ефектами з викупу запасів: як тільки долар вводиться в обіг і національна валюта вилучається з обігу, національний банк повинен викупити національну валюту, яка знаходиться в приватному секторі. Для країн, які не володіють достатніми резервами в іноземній валюті, необхідними для викупу національної валюти при здійсненні повної доларизації з'являються ще й додаткові непрямі витрати. Така країна буде змушена додатково накопичувати резерви за рахунок позитивного сальдо поточного рахунку платіжного балансу, за умов, коли найкращою політикою для країни є функціонування економіки в умовах стабільного дефіциту поточного рахунку платіжного балансу [3].

У той же час у разі повної доларизації США будуть отримувати більший сеньйораж (в ухваленій нами термінології, тобто як приріст обсягів доларів в обігу) за рахунок інших країн. У зв'язку з цим у ряді робіт висловлювалося припущення про те, що порядок, при якому США ділиться доходами від сеньйоражу з країнами, що здійснюють повну доларизацію, є справедливим. Прецедент існує у вигляді угоди між ПАР і трьома іншими державами, що використовували ранд (Лесото, Намібія і Свaziленд). Але США не мають подібних угод з Панамою або з будь-якою іншою офіційно доларизованою економікою, у зв'язку з чим в Сенаті США було висунуто ряд ініціатив щодо прийняття законодавства, яке забезпечує відшкодування сеньйоражу. Разом з тим, беручи до уваги той факт, що сеньйораж отримують національні банки, а не уряди країн, механізм його відшкодування здається досить проблематичним.

У випадку повної доларизації премія за ризик знецінення національної валюти зникне, але премія за суверенний ризик залишиться. Але так як уряд та приватний сектор можуть вибирати між позиками в національній або іноземній валюті, наприклад, у сильно доларизованій (неофіційно) економіці Аргентини, вони можуть уникнути ризику обезцінювання національної валюти, беручи позики виключно в доларах. Ключовим питанням у цьому випадку є наступний: чи зможе повна доларизація, зменшивши валютний ризик, значно зменшити і суверенний ризик з боргу номінованого в доларах. Проте, у Панамі відсутність валютного ризику не вберегла країну від відтоку капіталу і зростання процентних ставок за її зобов'язаннями в умовах фінансової кризи на ринках. Також схожа ситуація в країнах ЦСЄ – Словаччині і Словенії – запроваджене в обіг євро не врятувало від ризику зовнішньої кризи. Тому необхідно відзначити, що повна доларизація (як і повна євроізація) не ліквідує ризик зовнішньої кризи, тому що інвестори можуть виводити свої капітали з країни у разі виникнення у країн проблем з боргом або при зниженні передбачуваності розвитку фінансової системи. Такого роду боргові кризи є не менш руйнівними, ніж будь-які інші фінансові кризи.

Повна доларизація сприяє економічній інтеграції з тією країною, валюта якої вводиться в обіг в якості законного засобу платежу. Наприклад, дослідження показують, що канадські провінції більше інтегровані в торгівлю між собою, хоча деякі північні штати США знаходяться географічно ближче. У цій

ситуації введення єдиної валюти допомогло б забезпечити ринкову інтеграцію країн за рахунок зниження трансакційних витрат у торгівлі між США і Канадою. Одним з найбільш явних ефектів повної доларизації в Канаді може стати повна інтеграція її банківської системи в банківську систему США і решти світу, особливо на тлі лібералізації міжнародних фінансових ринків в останні роки [4].

До числа інших найважливіших недоліків режиму повної доларизації слід віднести той факт, що, здійснюючи повну доларизацію, країна повністю втрачає контроль над грошово-кредитною політикою. Ця ситуація аналогічна введенню режиму валютного комітету, тому що країна з таким режимом не може знижувати у власних цілях вартість національної валюти. Однак у випадку режиму валютного комітету існує певна можливість припинення його дії, у той час як у випадку повної доларизації це якщо й можливо, то лише в надзвичайних обставинах.

Незважаючи на те що повна доларизація зменшує схильність банківської системи до ризиків девальвації, вона не викорінює всіх причин банківських криз. І коли такі кризи відбуваються, повна доларизація може значно зменшити можливості здійснення центральним банком функції кредитора останньої руки. Для всіх країн, що вводять повну доларизацію, її негативним наслідком є втрата можливості здійснення центральним банком країни ролі кредитора останньої руки для національної банківської системи. На нашу думку, необхідно розрізнити дві функції центрального банку – забезпечення короткострокової ліквідності і функцію гаранта стабільності фінансової системи і платіжної систем у випадку системної кризи. З однієї сторони, повна доларизація не веде до сильного зменшення здатності центрального банку надавати короткострокові кредити комерційним банкам для підтримки ліквідності. Така можливість доступна національному банку за рахунок резервів або надання кредитних ліній міжнародними банками. З іншої сторони національні банки втрачають можливість впливати на ситуацію у випадку системної кризи, що має місце в Єврозоні протягом 2008-2009 років.

Історичний досвід функціонування економік в умовах повної доларизації дуже обмежений: більшість таких економік надто малі, щоб аналізувати їх динаміку з метою вивчення ефектів повної доларизації. Проте, Панама є однією з небагатьох великих країн, що здійснювали повну доларизацію, і по цій країні є досить протяжні ряди даних. Панама є одним з найбільших центрів офшорного банківського бізнесу, де офіційно існує національна валюта «бальбоа», проте в обігу використовується долар США. У країні функціонує велика кількість транснаціональних банків. У зв'язку з цим можна припустити, що саме ці банки виконують роль кредитора останньої руки, яку в економіці з національною валютою виконує центральний банк. Проте слід зазначити, що, незважаючи на повну доларизацію і присутність значного числа транснаціональних банків, Панама, як і багато країн Латинської Америки, була схильна до системних банківських криз. У 1988-1989 рр. Панама зазнала одну із найбільших значних криз, в результаті якої 15 найбільших банків країни припинили операції.

Необхідно відзначити, що з 1973 р. Панама була одержувачем 17 програм допомоги МВФ, опинившись на другому місці серед всіх країн за кількістю отриманих програм допомоги МВФ. Основною метою отримання цих програм було покриття бюджетного дефіциту. У період 1973-1998 рр. дефіцит становив у середньому 4% ВВП, а в період 1973-1987 рр. – 7% ВВП [5].

Одним з найбільш значних економічних досягнень Панами є низькі темпи інфляції. Між 1955 і 1998 рр. вони становили в середньому 2,4% на рік, а в 2000 -2007 роках не перевищувала 4%, темпи зростання ВВП в цей період становили 5,3% в рік [5]. За цими досягненнями стоїть сильна залежність Панами від програм допомоги МВФ. Незважаючи на відсутність центрального банку та власної валюти, протягом багатьох років Панама не вдавалося добитися фіскальної дисципліни. При цьому дефіцит бюджету покривався за рахунок іноземних позик. А коли іноземний борг перевищував якусь критичну позначку, фінансування країни здійснював МВФ. У випадку ж, коли і цього було недостатньо, Панама реструктуризувала свій борг (у 1983, 1985 і 1996 рр.).

Якщо порівняти дані з Еквадору (перейшов на режим повної доларизації на початку 2000 р.) і Панами як великих країн, які обрали режим повної доларизації, з отриманих даних можна помітити, що в Еквадорі після введення повної доларизації дійсно сповільнилися темпи інфляції (з деяким лагом, що, мабуть, пов'язано з тим, що Еквадор пішов на введення повної доларизації в умовах потужної фінансової кризи), покращилася фіскальна дисципліна (вже в 2000 р.) і збільшилися темпи зростання ВВП (табл. 2).

Результати аналізу наявних даних з урахуванням наведених вище обмежень на отримання інформації з ряду країн показують, що:

- режим повної доларизації не може гарантувати більш високі (у середньому) темпи зростання ВВП, ніж в недоларизованих країнах;
- доларизовані країни мають більш низькі темпи інфляції;
- немає підстав вважати, що в повністю доларизованих країнах дотримувалася більш жорстка фіскальна дисципліна, включаючи можливість кредитування центральним банком уряду за рахунок золотовалютних резервів.

Виходячи з проведеного аналізу економічної ситуації доларизованих країн, ми можемо зазначити, що є спільні риси з фінансовою системою Єврозони. Ті країни, які бажають здійснити валютну інтеграцію в ЄВС, мають дві можливості. По-перше, вони можуть застосувати режим валютної прив'язки (аналог

європейської валютної системи, що передує ЄВС – ERM-II), щоб прив'язати свою національну валюту до євро (наприклад, в пропорції один до одного або в будь-якій іншій пропорції). Іншим можливим шляхом є прийняття євро як законного засобу платежу на своїй території.

Таблиця 2

Макроекономічні показники країн з повною доларизацією

Зміна споживчих цін (ІПЦ, %)								
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2007	2008
Еквадор	- 7,0	-2,0	2,8	1,5	3,2	7,5	7,0	7,8
Панама	- 1,2	1,01	1,5	1,8	2,01	1,7	1,9	8,5
Бюджетний профіцит/дефіцит (% ВВП)								
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2007	2008
Еквадор	1,2	0,8	- 0,2	0,1	0,2	- 0,3	0,05	- 2,5
Панама	- 0,8	-0,75	0,21	-0,69	0,36	0,48	- 1,5	- 1,8
ВВП (значення індексу фізичного об'єму, %)								
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2007	2008
Еквадор	2,8	2,2	1,8	3,25	3,4	6,0	2,5	6,5
Панама	2,07	1,03	1,04	2,04	4,03	7,2	11,5	9,2

Джерело: World Development Indicators database, September 2009

На нашу точку зору, яку ми підтримуємо в дослідженні, здійснення євроізації тягне за собою швидкі вигоди, аналогічні розглянутим вигодам від введення режиму повної доларизації:

- зниження курсових ризиків і захист від спекулятивних атак з боку іноземних інвесторів;
- зниження трансакційних витрат;
- розширення економічної інтеграції як за рахунок збільшення торгових потоків, так і за рахунок збільшення прямих інвестицій у країнах, особливо якщо євроізація супроводжується взаємною лібералізацією правил торгівлі або утворенням зон вільної торгівлі зі скасуванням будь-яких торгових бар'єрів;

- в результаті євроізації можуть знизитися процентні ставки (хоча вони все ж таки залишаться значно вище, ніж у тій країні, чия валюта вводиться в обіг, що пов'язано з великими ризиковими преміями для кожного конкретного позичальника).

У випадку, якщо країна здійснює євроізацію, це призводить до автоматичного регулювання грошової пропозиції, що визначається іноземними активами, які тримають резиденти і які будуть збільшуватись у разі позитивного сальдо платіжного балансу і скорочуватись в разі його дефіциту. На відміну від часткової, неофіційної євроізації повна і офіційна євроізація не призведе до ускладнень з визначенням проміжних цілей кредитно-грошової політики, а також не буде сприяти передачі шоків пристосування валютного курсу фірмам і фінансовим інститутам.

Оскільки євроізація є аналогом режиму повної доларизації, у разі застосування цього режиму країни Східної і Центральної Європи можуть зіткнутися і з відомими труднощами, що доводить практика Словенії та Словаччини, до їх числа відносяться:

- Необхідність забезпеченості країни достатніми резервами в іноземній валюті, які потрібні для забезпечення встановленого обмінного курсу національної валюти. У зв'язку з цим Польща та Чехія з золотовалютними резервами, що становлять більше 25 млрд доларів, що вдвічі перевищує рівень, необхідний для покриття або повної заміни національної валюти, можуть дозволити собі євроізацію [6], у той час як, в Угорщині і Румунії валютних резервів на це може не вистачити (Словенія мала основну проблему на момент входження у Єврозону – недостатня кількість золотовалютних резервів, у Словаччині цієї проблеми не було).

- Втрата сеньйоражу, тобто втрата доходів від емісії. У разі режиму валютної прив'язки ці втрати можуть бути частково компенсовані за рахунок отримання грошовою владою відсотків на свої золотовалютні резерви. Повернення країнам, що здійснюють євроізацію, частини сеньйоражу з боку ЄЦБ пов'язано з очевидними політичними труднощами.

- Відсутність кредитора останньої руки, що може призвести до виникнення фінансової нестійкості. Це особливо небезпечно на ранній стадії переходу до нового валютного режиму, оскільки фінансові системи перехідних економік недостатньо розвинені і вкрай вразливі, що підтверджується банківськими кризами, через які пройшли майже всі країни Східної та Центральної Європи.

- Неможливість повністю ліквідувати ризик країни.

На додаток до недоліків, асоційованим з євроізацією як з режимом повної доларизації, необхідно відзначити і той факт, що євро може виявитися невідповідною валютою для заміни національних валют у

країнах Центральної та Східної Європи. Можна назвати три головні причини (хоча при ретельному опрацюванні способу заміни національних валют вплив деяких недоліків можна послабити, як засвідчує досвід Словаччини та Словенії):

- По-перше, зараз в євро номінована невелика частина зовнішнього боргу країн. Так, у 1998 р. частка номінованого в доларах США зовнішнього боргу (від загальної суми зовнішнього боргу) становила в Чехії 77,9%, в Болгарії - 75,1 у Литві - 61,6 і в Польщі - 46%. Якщо ці частки порівняти з частками зовнішнього боргу, номінованого в німецькій марці, то вони становили у зазначених країнах 4,7%, 4,7, 6,2 і 9,9% [7]. Для таких країн будь-яке знецінення євро по відношенню до долара, як це відбувалося протягом перших 18 місяців існування євро в 1999-2000 рр., збільшує тягар обслуговування зовнішнього боргу.

- По-друге, виходячи з досвіду Словенії та Словаччини Європейський центральний банк не буде мати ніяких зобов'язань щодо забезпечення країн, що здійснюють євроізацію, ліквідністю (за аналогією з таким же ставленням ФРС до тих країн, де здійснюється повна доларизація, однак долар є більш поширеною у світі резервною валютою). Даний недолік має значення для країн, що здійснюють євроізацію, не будучи членом ЄВС.

- По-третє, економічні умови, в яких знаходяться перехідні економіки, можуть зажадати проведення активної кредитно-грошової політики, в той час як при здійсненні євроізації можливість проведення самостійної грошово-кредитної політики фактично втрачається. Стійке зниження інфляції може не бути ефективною політикою в умовах, що склалися. Це підтверджує наявний досвід ряду східноєвропейських країн розглянутий нами у першому розділі.

У той же час дуже часто наводяться аргументи на користь попередньої євроізації і вступу всіх країн Східної Європи в зону євро. Результатом такого кроку є встановлення євростандарту в Центральній і Східній Європі, що сприятиме макроекономічній стабільності в регіоні і посилить регіональні міждержавні торговельні відносини. Подальша Євроізація в Чехії, Румунії, Польщі, Болгарії та інших країнах регіону не тільки зменшить валютний ризик, але і буде сприяти їх економічній стабільності.

Висновки. Євроізація сприятиме економічній стабільності та прискорить швидкість конвергенції країн принаймні з трьох причин.

По-перше, євроізація призводить до уніфікації макроекономічної політики країн, а також зменшує міждержавну конкуренцію усередині регіону, викликану «конкурентним знеціненням». Під конкурентним знеціненням ми розуміємо економічні коливання, що були викликані знеціненням валют сусідніх країн по відношенню одна до іншої.

По-друге, євроізація зменшує трансакційні витрати як у торгівлі між цими країнами та країнами зони євро, так і в торгівлі цих країн між собою. Також економіки країн регіону можуть виграти від більш ефективного міжрегіонального розподілу праці.

По-третє, стабільна економічна ситуація і зростаючі обсяги торгівлі всередині регіону сприятимуть зменшенню ризику піддатися спекулятивній атаці. Це багато в чому можна пояснити тим, що в умовах євроізації практично неможливе знецінення національної валюти, тому що витрати виходу занадто високі.

Література

1. Berg A., E. Borenstein (2000): «The Choice of Exchange Rate Regime and Monetary Target in Highly Dollarized Economies», IMF Working Paper, 29.
2. Goldfajn, I., G. Olivares (2001): «Full Dollarization: The Case of Panama», *Economia*, 2.
3. David G Mayes Early intervention and prompt corrective action in Europe. 2009. 41 p. ISBN 978-952-462-518-0
4. Chang, M. (2006). 'Reforming the stability and growth pact: size and influence in FJVIU policymaking.' *Journal of European Integration* 28(1): 107-20.
5. World Development Indicators database, September 2009
6. Europe in Figures – Eurostat Yearbook 2008: [Electronic resource]. – Mode of access: http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_OFFPUB/KS-CD-07-001/EN/KS-CD-07-001-EN.PDF
7. European Innovation Scoreboard 2008: [Electronic resource]. – Mode of access: http://www.proinnoeurope.eu/admin/uploaded_documents/European_Innovation_Scoreboard_2008.pdf

Надійшла 15.05.2010