

О. Арсенюк, Національний банк України

МОНЕТАРНІ КРИТЕРІЇ ЕФЕКТИВНОСТІ ПРОГРАМ СПІВПРАЦІ УКРАЇНИ З МІЖНАРОДНИМ ВАЛЮТНИМ ФОНДОМ

У статті проаналізовано монетарні критерії ефективності кредитних програм співпраці України з Міжнародним валютним фондом. При цьому особливу увагу приділено обґрунтуванню їх вибору з-поміж інших показників, що характеризують стан розвитку грошово-кредитного ринку.

Ключові слова: Міжнародний валютний фонд, кредитні програми, критерії ефективності програм співпраці, міжнародні резерви, внутрішні активи.

Міжнародний валютний фонд (МВФ) був створений на Бреттон-Вудській валютно-фінансовій конференції у 1944 р., у якій брали участь 44 держави. З 1 березня 1945 р. МВФ має статус спеціалізованого органу ООН. У 1959 р. членами Фонду були 49 держав, у 1970 р. – 116, у 1992 р. – 157, у 1996 р. – 181, у 2003 р. – 184 держави. Таким чином, діяльність Фонду поступово набула універсального характеру. Практично МВФ виконує функції інституційної основи світової валютної системи.

Політика та діяльність МВФ як валютно-фінансової організації міжурядового співробітництва регулюються статутом, який має назву “Статті Угоди МВФ”. Специфіка Фонду порівняно з іншими міжурядовими організаціями полягає у тому, що у своїй діяльності він об’єднує функції регулювання, фінансування, нагляду та консультування держав-членів у сфері валютно-фінансових відносин.

Хоча МВФ створювався як установа співробітництва у галузі нагляду за міжнародною валютною системою, він також забезпечує функціонування цієї системи шляхом випуску у неї час від часу певних грошових коштів, іноді – досить значних, у вигляді кредитів державам-членам. Практика широкого висвітлення діяльності МВФ у засобах масової інформації перш за все у напрямі реакції на ті чи інші кризові ситуації на світовому фінансовому ринку, а також щодо виділення Фондом коштів різним країнам досить часто вводить в оману спостерігачів, які вважають, що МВФ перш за все є кредитною установою. Втім МВФ й досі лишається переважно контролюючою установою, яка займається координацією зусиль щодо розширення співробітництва у розробці економічної політики. В той же час нема сенсу заперечувати й те, що фінансова функція є досить важливим напрямом діяльності Фонду.

МВФ кредитує лише ті країни, які мають труднощі у здійсненні зовнішніх платежів. Відчувши проблеми у галузі зовнішніх платежів, країна може негайно отримати в МВФ 25 % квоти, що сплачені золотом, або в конвертованій валюті. Якщо цих квот недостатньо, держава-член, що відчуває більш серйозні труднощі, може звернутися до Фонду із проханням надати кошти у більших розмірах – до трикратного обсягу квот.

Надаючи фінансову підтримку тій чи іншій державі-члену у сумі, що перевищує 25 % квоти,

МВФ бажає бути впевненим у тому, що цією країною проводиться політика, спрямована на скорочення або ліквідацію проблем у зовнішніх платежах. Пряме зобов’язання, що приймається державою-членом в обмін на підтримку з боку МВФ, відоме як “умови, що пред’являються Фондом”. Воно гарантує, що держава-член буде спроможна своєчасно здійснювати погашення своєї заборгованості перед МВФ, забезпечуючи тим самим поновлюваність обмежених фінансових ресурсів, що є в розпорядженні МВФ, і можливість їх подальшого надання іншим державам-членам, що стикаються із проблемою регулювання свого платіжного балансу.

Таким чином, надання фінансової підтримки з боку МВФ може бути пов’язане із виконанням різних вимог – від прийняття загальних зобов’язань щодо співробітництва з МВФ у розробленні політики до підготовки планів по заходах фінансової політики, які передбачають конкретні кількісні показники. Такий стан справ є цілком логічним. Оскільки МВФ несе зобов’язання перед усіма членами проводити фінансово обґрунтовані операції, він надає кредити лише на умовах їх ефективного використання країнами-членами. З огляду на це країна-позичальник зобов’язується розпочати проведення реформ для усунення причин труднощів зі здійсненням платежів і для створення умов для економічного зростання. Залежно від складності проблеми платежів та суми, яку бажає отримати потенційний позичальник, виконавчі директори МВФ визначають, чи є реформи дійсно достатніми і чи є у МВФ підстави припускати, що кошти будуть повернуті.

Кожна програма, яка здійснюється за підтримки МВФ, розробляється відповідною державою-членом у тісному співробітництві із експертами МВФ. Цей процес включає в себе комплексний аналіз економіки країни, у тому числі причин і характеру проблем, необхідних для досягнення стійкої рівноваги між попитом на ресурси та їх наявністю.

Особливе значення для програм, що підтримуються МВФ, мають деякі основні агреговані економічні показники – внутрішній кредит, дефіцит бюджету державного сектора, міжнародні резерви та зовнішня заборгованість, а також ключові елементи системи ціноутворення, включаючи обмінний курс, процентні ставки і (у деяких випадках) ціни на конкретні товари, котрі істотно впливають на державні фінанси та зовнішню торгівлю, а також на реакцію сукупної пропозиції в економіці країни.

Для контролю за виконанням програм, які підтримуються МВФ, встановлюються відповідні критерії ефективності, з огляду на які робляться висновки про успішність виконання тією чи іншою країною узгоджених з Фондом заходів. Зважаючи на специфіку МВФ як провідної міжнародної фінансової інституції, а також на виключно високий вплив фінансової та грошово-кредитної політики на розвиток економіки країни в цілому, при визначенні критеріїв ефективності програм, узгоджених з МВФ, значну увагу приділяють монетарним показникам.

Вибір того або іншого монетарного показника як критерію ефективності програми співпраці з МВФ залежить від загальної економічної ситуації в конкретній країні, стану розвитку грошово-кредитного ринку, спрямованості заходів програми тощо. Втім, як свідчить досвід співпраці з різними країнами, при визначенні монетарних критеріїв ефективності зазначених кредитних програм Фонд дотримується наступних загальних двох основних принципів.

По-перше, одним із критеріїв ефективності є відображення ситуації з валютними резервами країни-позичальника. З одного боку, це пов'язано з тим, що кредитні програми МВФ реалізує в переважній більшості з країнами, які мають проблеми з платіжними балансом, або підстави прогнозувати такі проблеми в найближчому майбутньому. Динаміка ж показників, що характеризують стан валютних резервів, досить тісно пов'язана зі станом і перспективами платіжного балансу. З іншого боку, необхідність контролю за станом валютних резервів полягає у тому, що МВФ виділяє кошти у більшості випадків виходячи із основних класичних принципів кредитування – платності, строковості та поверненості. В такому разі показники стану валютних резервів є орієнтиром не лише успішності виконання програми співпраці країни-позичальника з МВФ, а й здатності цієї країни у майбутньому розрахуватися з Фондом та сплатити належні відсотки за користування позичками.

По-друге, одним із критеріїв ефективності, як правило, встановлюється показник, який відображає внутрішню стабільність національної валюти, що вважається Фондом головною передумовою здійснення позитивних зрушень в економіці країни-позичальника та уникнення дисбалансів у перерозподілі ресурсів між різними секторами економіки.

Як показники, що характеризують стан валютних резервів країни, можуть обиратися чисті або валові міжнародні резерви країни. Зазвичай, перевага віддається чистим міжнародним резервам, оскільки вони відображають також резервні зобов'язання країни-позичальника, а, отже, більш об'єктивно свідчать про її зовнішню платоспроможність. Крім того, чисті міжнародні резерви мають тісний зв'язок з грошовими агрегатами, оскільки є однією зі складових монетарної бази. За таких умов за допомогою цього показника існує можливість

контролювати пропозицію грошей на ринку, що дає укладачам програми більше варіативності для вибору критерію, який відображає внутрішню стабільність національної валюти.

Як показники, що характеризують внутрішню стабільність національної валюти, можуть бути обрані такі: монетарна база, чисті внутрішні активи, грошова маса, темп інфляції. Звичайно, найбільш повно характеризує внутрішню стабільність національної валюти показник інфляції. Втім досить часто конкретні обставини, що існують в економіці тієї або іншої країни, яка потребує фінансової допомоги МВФ, не дають змоги встановлювати показник інфляції як критерій ефективності програми співпраці з Фондом. Саме така ситуація була при визначенні критеріїв ефективності кредитних програм МВФ з Україною, про що детально йтиметься нижче.

Слід зазначити, що досить часто в доповнення до наведених синтезованих показників стану грошово-кредитного ринку як критеріїв ефективності програм співпраці з МВФ визначаються більш конкурентні показники, такі як обсяги кредитів в економіку, обсяги кредитів сектору державного управління тощо. Потреба у визначенні таких критеріїв ефективності може бути обумовлена необхідністю стимулювання більш цілеспрямованої роботи органів влади та центрального банку країни-позичальника щодо подолання найбільш явних диспропорцій в окремих аспектах грошово-кредитної або бюджетної політики.

Зауважимо також, що окрім критеріїв ефективності, обов'язкових для виконання, МВФ практикує встановлення "маяків", тобто показників, досягнення яких не є обов'язковим для продовження співпраці з Фондом, але виконання яких було б бажане для успішної реалізації програми.

Що стосується обмінного курсу національної валюти, то він, як правило, не є критерієм ефективності програм співпраці з Міжнародним валютним фондом, коли йдеться про дотримання країною-позичальником режиму гнучкого обмінного курсу. Річ у тім, що головною метою грошово-кредитної політики центральних банків майже усіх країн світу є, перш за все, стабільність цін, яка знаходить своє відображення у низькому рівні інфляції. За таких умов неможливо ще однією метою монетарної політики ставити стабільність обмінного курсу. Звичайно, за нормальних обставин низький рівень інфляції також сприяє досягненню стабільного обмінного курсу. Проте за певних умов досягнення цінової стабільності може вступати у протиріччя з питаннями валютно-курсової політики. Деякою мірою така ситуація спостерігалася на фінансовому ринку України у 2001-2002 рр., коли великі обсяги перевищення пропозиції валюти над попитом на неї змушували Національний банк України вирішувати складну дилему. Зокрема, викуп "надлишкової" пропозиції валюти призводив до утримання курсу гривні від надмірної ревальвації, однак емітована при

цьому гривня створювала значний інфляційний потенціал. З іншого боку, обмеження інтервенцій з викупу валюти загрожувало надмірному підвищенню курсу гривні, що мало б негативний вплив на підприємства експортно орієнтованих галузей.

Таким чином, використання обмінного курсу як критерію ефективності не є доцільним доки, доки центральний банк країни-позичальника дотримується режиму гнучкого обмінного курсу. Про валютний курс як критерій ефективності мова може йти лише у випадку дотримання країною-позичальником режиму "currency board" або валютного коридору. До того ж, слід мати на увазі, що переважна більшість кредитних програм МВФ спрямована на усунення диспропорцій у платіжному балансі. А збалансований платіжний баланс сам по собі є передумовою стабільного обмінного курсу, або ж, принаймні, чіткого контролю за ним з боку центрального банку.

Україна підписала Статі Угоди МВФ 3 вересня 1992 р. За період з 1994 по 1998 р. Україна реалізувала чотири кредитні угоди з МВФ, фактично отримавши: (i) за позикою STF (1994 р.) – 722 млн. дол.; (ii) за позикою Stand-by (1995 р.) – 780 млн. дол.; (iii) за позикою Stand-by (поновлена програма, 1996 р.) – 866 млн. дол.; (iv) за позикою Stand-by (1997 р.) – 247 млн. дол.

У вересні 1998 р. МВФ започаткував в Україні програму розширеного фінансування EFF загальним обсягом 2390 млн. дол. Втім реально в рамках цієї програми Україна отримала 1485 млн. дол.

У співробітництві з Україною при визначенні монетарних критеріїв ефективності виконання кредитних програм МВФ керувався викладеними вище принципами. Розглянемо більш детально монетарні показники, що були обрані як критерії ефективності програм співпраці України з МВФ.

Основні монетарні критерії ефективності в історії взаємовідносин України та МВФ лишалися незмінними упродовж реалізації усіх програм. Так, критерієм ефективності, що відображає ситуацію з валютними резервами, було визначено нижню межу чистих міжнародних резервів Національного банку України. Відповідно до Технічного меморандуму про взаєморозуміння, який підписується сторонами при започаткуванні чергової програми співпраці, чисті міжнародні резерви визначаються як різниця між ліквідними валовими міжнародними резервами і резервними зобов'язаннями перед установами-нерезидентами. При цьому ліквідні валові міжнародні резерви включають усі резервні активи НБУ тією мірою, якою вони можуть бути негайно використані для інтервенцій на валютному ринку і утримуються в першокласних міжнародних банках. До зобов'язань, що мають відношення до резервів, належать зобов'язання із первинними термінами погашення до одного року включно.

Слід зазначити, що, у питанні визначення критерію ефективності, що відображає ситуацію з валютними резервами, особливого вибору не було. Під час виконання програми виникали лише незначні

дискусії технічного характеру. Зокрема, показник чистих міжнародних резервів значною мірою залежить від обсягів надходження зовнішнього фінансування від світових фінансових інституцій, таких як Світовий банк, Європейський банк реконструкції та розвитку. Останні ж, у свою чергу, залежать від стану співпраці України з МВФ. Таким чином, затримка з наданням чергового траншу від Фонду автоматично призводила до зменшення обсягів зовнішнього фінансування, і, як наслідок, до невиконання критерію ефективності з чистих міжнародних резервів, від чого, в свою чергу, залежало надання наступних траншів від МВФ. Тобто виходило замкнуте коло.

Як вихід з такої ситуації було запроваджено спеціальний корелятор критерію з чистих міжнародних резервів на суму різниці між плановим та фактичним надходженням коштів від міжнародних фінансових організацій. При цьому, якщо суми такого зовнішнього фінансування перевищують закладені у програмі межі, мінімальний рівень чистих міжнародних резервів збільшувався на 100 %. Якщо ж обсяги зовнішнього фінансування падають нижче меж, закладених у програмі, то мінімальний рівень критерію ефективності зменшується на 100 % такого спаду, але цей розмір не може перевищувати 100 млн. дол. В останньому випадку обмеження введене для того, аби значне недонадходження коштів із зовнішнього фінансування не призводило до суттєвого погіршення платоспроможності держави і спонукало її шукати інші шляхи для поповнення своїх валютних резервів, зокрема – через операції на відкритому ринку.

Дещо більше питань виникало при визначенні показника для критерію ефективності, який характеризував би внутрішню стабільність національної валюти. Так, показник інфляції (який встановлений як критерій ефективності, наприклад, у Бразилії) не міг бути обраний з огляду на ситуацію, яка складалася в економіці в цілому, і на грошово-кредитному ринку зокрема. Так, в період співпраці України з МВФ за програми STF та перших програм Stand-by в країні панували досить значні темпи інфляції. Однією із головних цілей цих програм було власне здолання інфляційних процесів. Однак, в умовах зниження інфляції з надто високих рівнів до більш низьких досить важко спрогнозувати значення цього показника на конкретний момент. І дійсно, за умови застосування радикальних заходів монетарного стримування інфляційних процесів індекс споживчих цін за незначний проміжок часу може знизитися як на 10, так і на 60 %.

У 1997-1998 рр. темпи інфляції були вже порівняно помірними, однак і тоді визначати їх як критерії ефективності було не досить доречно, оскільки реформи інших секторів економіки вимагали від уряду вжиття заходів щодо збільшення тарифів на комунальні та інші послуги, через що знову ж таки було досить складно обґрунтувати показники інфляції на ту або іншу контрольну дату.

З огляду на це було прийнято рішення встановити критерієм ефективності, який характеризував би внутрішню стабільність національної валюти, один із монетарних агрегатів або його складових. Це дозволило б унеможливити каталізацію інфляційних процесів через надмірну емісію коштів, в той же час допускаючи зростання цін внаслідок перегляду окремих цін і тарифів в рамках реформування окремих галузей та секторів економіки.

Серед монетарних агрегатів найбільш тісну кореляцію з темпами інфляції, як відомо з теорії, має грошова маса. Втім таке твердження вірно для країн з розвинутою економікою і стабільним грошово-кредитним ринком. Якщо ж розглядати вітчизняний грошово-кредитний ринок, то зв'язок між зростанням грошової маси та монетарної бази не є таким вже відчутним. Так, наприклад, у 1997 р. при зростанні грошової маси на 33,9 % інфляція склала 10,1 %. В той же час у 1998 р. при зростанні "широких" грошей на 25,2 % інфляція вже склала 20 %. Частково це пояснюється динамікою цін на окремі товари та послуги, вартість яких значною мірою регулюється державою. Але такий стан справ в основному є наслідком спотвореної структури нашої економіки, коли значна частина грошей у вигляді готівки обслуговує тіньовий сектор, а багато громадян, не маючи довіри до банківської системи, не розміщують свої гроші на вклади, а тримають їх у власних схованках. Врешті значна кількість платіжних засобів, що надходить в обіг, не потрапляє на товарний ринок і не створює інфляційного тиску.

З огляду на вищезазначене найбільш оптимальним варіантом було обрання як критерію ефективності показника монетарної бази, або її складової – чистих внутрішніх активів (по верхній стелі), які дають змогу більш чітко контролювати додаткову пропозицію грошей на ринку.

Враховуючи те, що чисті внутрішні активи у сумі з чистими міжнародними резервами дають показник монетарної бази, вибір між монетарною базою та чистими внутрішніми активами як критерієм ефективності на перший погляд виглядає рівнозначним. Втім, з іншого боку, слід відзначити, що Національний банк більш безпосередньо контролює показник чистих внутрішніх активів, ніж монетарну базу. Крім того, встановлення критерію саме за чистими внутрішніми активами забезпечує певну гнучкість у проведенні монетарної політики, коли показник чистих міжнародних резервів зростає більш швидко, ніж це передбачалося.

Слід зауважити, що визначити наперед реальний попит економіки на гроші в умовах перехідної економіки та з урахуванням українських реалій (висока питома вага бартеру, низький ступінь довіри населення до банків тощо) дуже непросто. Так, наприклад, Міністерство економіки прогнозувало зростання реального ВВП на 2001 рік на рівні 4 % та інфляцію на рівні 13,6 %. На цій основі Національний банк розробив монетарну програму, якою передбачалося зростання упродовж року монетарної бази на 11-12 % та грошової маси на 18-19 %. Втім реально економічна кон'юнктура виявилася значно

кращою, ніж передбачалося, що, відповідно, збільшувало попит на гроші. Так, при зростанні реального ВВП у 2001 р. на 9 % та інфляції на 6,1 % монетарна база зросла на 38 %, а грошова маса – на 42 %. Очевидно, що у випадку встановлення монетарної бази як критерію ефективності і чіткого їх дотримання монетарна політика була б надто жорсткою і не дала б змоги динамічно розвиватися економіці.

Таким чином, встановлення як критеріїв ефективності програм співпраці України з МВФ показників чистих міжнародних резервів (нижня стеля) та чистих внутрішніх активів (верхня стеля) фактично дозволяє розширювати пропозицію грошей в економіці більшими темпами лише за рахунок інтервенцій на валютному ринку. Втім таке зростання, очевидно, є наслідком збільшення реального попиту на гроші, а, отже, не призводитиме до каталізації інфляційних процесів, як це було б у випадку незабезпеченого збільшення пропозиції грошей через зростання кредитів Національного банку уряду або банківській системі.

За таких умов показник монетарної бази був встановлений у програмах співпраці України з МВФ лише як "маяк", який досягти бажано, але необов'язково.

Слід також відзначити, що в доповнення до наведених синтезованих показників стану грошово-кредитного ринку, як критеріїв ефективності програм співпраці України з МВФ в певні періоди визначалися більш конкретні показники, що було обумовлено необхідністю стимулювання більш цілеспрямованої роботи органів влади та центрального банку країни-позичальника щодо подолання найбільш явних диспропорцій в окремих аспектах грошово-кредитної або бюджетної політики.

Зокрема, у програмі Stand-by (1995 р.) як критерій ефективності був встановлений показник стелі для чистих кредитів банківської системи сектору державного управління. Завдяки цьому упорядники програми намагалися досягти зниження дефіциту Державного бюджету. Втім, вже у програмі Stand-by (1996 р.) цей показник було замінено фіскальним показником – стелею на дефіцит Державного бюджету. Крім того, у зазначених двох програмах як "маяк" був встановлений показник по стелі чистих кредитів банківської системи неурядовому сектору. Завдяки цьому упорядники програм прагнули вплинути на темпи зростання грошової маси, а також на якість кредитного портфеля комерційних банків, яка на той час залишала бажати значно кращого. Тобто передбачалося, що в умовах обмеження загальної суми кредитів банки обиратимуть менш ризикові проекти. Втім у міру покращення якості кредитного портфеля банківської системи від контролю цього показника відмовилися.

Список літератури

1. Давид Д. Дрискол. Что такое Международный валютный фонд? – Вашингтон: Международный валютный фонд, 1995.
2. Міжнародні валютно-кредитні відносини / За ред. Філіпенка. – Київ: “Либідь”, 1997.
3. Обзор МВФ. – Вашингтон: Международный валютный фонд, 1997.
4. Смыслов Д.В. Международный валютный фонд: на рубеже столетий // Деньги и кредит. – 1999. – № 7, 8, 9, 10, 12.
5. Шумська С., Луніна І., Вахненко Т. Меморандум Уряду України з економічної політики (1997-1998 рр.) і завдання держави у ринковій економіці // Банківська справа. – 1998. – № 2.

Summary

The article undertakes a thorough analysis of the monetary performance criteria used in the programs of cooperation between Ukraine and the International Monetary Fund. In this connection, special attention is paid to the proper choice of these criteria amid available indicators of money market development.