

ДОСВІД ВЗАЄМОДІЇ ТУРЕЧЧИНИ ТА УГОРЩИНИ З МВФ: СХОЖА ТАКТИКА, РІЗНІ РЕЗУЛЬТАТИ ТА УРОКИ ДЛЯ УКРАЇНИ

TURKEY'S AND HUNGARY'S EXPERIENCE OF COOPERATION WITH IMF: RESEMBLING TACTICS, DIFFERENT RESULTS AND LESSONS FOR UKRAINE

Ольга НОСОВА,
кандидат економічних наук,
Інститут економіки
та прогнозування НАН України, Київ



Olga NOSOVA,
PhD Economics,
Institute for Economy
and Forecasting, Ukrainian NAS, Kyiv

Світова фінансово-економічна криза, що розпочалася у 2007 році та супроводжувалася кризою ліквідності в умовах падіння довіри на світових фінансових ринках, поставила багато країн перед необхідністю звернутися за додатковим фінансуванням до Міжнародного валютного фонду (МВФ).

Як правило, до МВФ країна звертається тоді, коли вона неспроможна залучити необхідні фінансові ресурси за прийнятними ставками на відкритому ринку. Тому МВФ найчастіше сприймають саме як джерело фінансових ресурсів, як кредитора останньої інстанції. Але ефекти співпраці з МВФ проявляються і в іншій площині. В умовах інформаційної асиметрії¹, яка має місце на фінансовому ринку, країна, що заручилася підтримкою МВФ, стає більш привабливою для інвесторів, оскільки останні усвідомлюють, що ця міжнародна фінансова інституція надає гроші лише за умови виконання країною певної програми дій, що має забезпечити її фінансову стабільність, покращити макроекономічний стан та перспективи економічного зростання. Отже, інвестори, які не володіють повною інформацією про ситуацію в країні, задля уникнення несприятливого вибору² покладаються у своїх фінансових рішеннях на оцінку МВФ, який має значно більше можливостей і ресурсів для ретельного моніторингу стану макроекономічного середовища та економічної політики країни. **Взаємодія з МВФ та надання Фондом кредиту країні посиляє позитивні сигнали для інвесторів щодо якості політики, яку здійснює ця країна, а отже, щодо її кредитоспроможності. Cooperation with IMF and the fact of IMF providing loans to a country therefore sends a positive signal to investors regarding the quality of the policies led by the country, thus the country's competitiveness.** І навпаки, припинення взаємодії з МВФ (або незгода Фонду надавати нові кредити навіть за умови діючої програми співробітництва) стає свідченням погіршення економічної ситуації в країні та зростання ризиків інвестування в неї. Інвестори й аналітики інвестиційних банків та компаній ретельно відстежують не лише економічну ситуацію в країні, а й позицію МВФ щодо неї, особливо під час загострення ризиків фінансової нестабільності. В умовах інформаційної асиметрії як властивості фінансового ринку ця сигнальна функція МВФ має не менш важливе значення для надходження зовнішнього фінансування до країни, ніж безпосереднє надання Фондом коштів.

Країни, які намагаються використати МВФ лише як джерело фінансових ресурсів, але не враховують сигнальну роль співпраці з МВФ, можуть опинитися у несприятливій для себе ситуації, оскільки сам факт низької оцінки Фондом якості економічної політики, що проводиться урядом країни, здатний підсилити негативні настрої зовнішніх інвесторів через вплив інформаційної асиметрії, що підсилює психологічні ефекти натовпу та паніки на фінансовому ринку. У протилежному випадку сам факт позитивної оцінки Фондом якості економічної політики уряду країни, навіть без надання фінансування як такого, забезпечує притік іноземних інвестицій, оскільки підвищує для інвесторів привабливість країни через зменшення можливості для несприятливого вибору. Психологічні

ефекти поведінки інвесторів на фінансовому ринку не можна недооцінювати, адже ще Кейнсом³ була помічена така особливість поведінки гравців на фінансових ринках: кожний раціональний гравець оцінює ринкову вартість певних цінних паперів не на основі їх фундаментальної вартості, а на основі

того, як оцінюють їх більшість інших гравців на ринку. Згідно з порівнянням Кейнса раціональний інвестор схожий на учасника газетного конкурсу красунь, де виграв той, хто вгадав, яка фотографія набере більшість голосів учасників. За таких умов позиція МВФ щодо країни являє собою дуже важливий індикатор, здатний зрушити домінуючі настрої всієї сукупності інвесторів щодо інвестування в неї.

Ілюстрацією цієї тези може слугувати нещодавній досвід взаємодії Угорщини та Туреччини з МВФ. Тактика взаємодії обох країн з МВФ ззовні може виглядати схожою, але результати виявилися протилежними. Адже різною була економічна політика урядів обох країн, яка відповідним чином була оцінена Фондом. У результаті Туреччина, розпочавши в кризовий 2008 рік переговори з МВФ та фактично отримавши принципи схвалення свого економічного курсу від Фонду, привернула до себе ресурси іноземних інвесторів і таким чином збалансувала свій фінансовий рахунок навіть без залучення власне кредиту від МВФ. Угорщина також розпочала у 2011 переговори з МВФ з метою залучення кредиту для фінансування розривів свого платіжного рахунку, але схвалення не отримала до цих пір з огляду на неринковий характер економічної політики, яку проводив уряд. У результаті іноземні інвестиції продовжують залишати країну.

Безперечно, що якісна, збалансована економічна політика здатна привернути до країни іноземні інвестиції та нормалізувати стан платіжного балансу (правильно й зворотне), але ми підкреслюємо, що в умовах інформаційної асиметрії результати взаємодії з МВФ посилюють цей ефект. Мета даної статті – розкрити **сигнальну роль МВФ (signalling role of IMF)** у забезпеченні балансу фінансового та капітального рахунку платіжного балансу, що підсилює ефект від якості економічної політики, яку здійснює уряд⁴. Це має стати ще одним аргументом для уряду України проводити збалансовану економічну політику, що відповідає ринковим принципам, особливо в той час, коли тривають переговори з МВФ, адже оцінка Фондом цієї політики впливає на оцінку світовим інвестиційним співтовариством привабливості нашої країни для інвестицій, тобто на стан платіжного балансу.

Проблематику МВФ займалися російські вчені В.Галеєв, Є.Звонова, Д.Смислов, які розглядали функції МВФ у світовій економіці; вітчизняні науковці І.Івлева, Ю.Корнєєва, які розглядали результати співробітництва країн з МВФ та ефективність стабілізаційних програм; А.Акдерлі, Н.Дрозд, А.Матасова, Л.Саакадзе аналізували взаємовідносини України та МВФ. Серед західних вчених проблематику МВФ займалася, зокрема, Б.Ейхенгрін та ін.⁵, які на основі емпіричного аналізу зробили схожий із нашим висновок: «Раптових зупинок [притоку капіталу] відбувається значно менше та вони слабші

У статті проаналізовано досвід Туреччини та Угорщини у сфері співпраці з МВФ у ході нещодавньої фінансово-економічної рецесії, який показує важливу сигнальну роль МВФ в умовах інформаційної асиметрії. Оцінка Фондом якості економічної політики країни здатна формувати рішення іноземних інвесторів щодо фінансових вкладень у неї, і таким чином вплинути на стан платіжного балансу навіть без фактичного надання Фондом кредиту.

The article describes the experience of Turkey and Hungary in cooperation with IMF during the recent financial and economic recession. It shows that the IMF is playing a signalling role, which is important under the conditions of information asymmetry. The assessment of the quality of economic policy by the Fund influences the decisions of foreign investors whether to invest in it or not, therefore impacts the country's balance of payments, even without the actual provision of the IMF loan.



за розміром тоді, коли існує угода з МВФ, і цей ефект «страхування» працює найкраще для країн із сильними фундаментальними економічними показниками»; М.Бордо⁶, Котареллі⁷, зокрема, вказують на здатність МВФ «подавати сигнал» приватним інвесторам тощо.

Форма взаємодії уряду країни з МВФ може бути різною – як угоди stand-by⁸, що передбачають безпосереднє надання певного обсягу кредитів траншами (після виконання заздалегідь узгоджених умов і досягнення країною деяких критеріїв), так і застережні (або попереджувальні) угоди⁹, а також гнучкі кредитні лінії¹⁰, що не передбачають регулярного надання коштів, але надають своєрідну страхову підтримку країні у вигляді можливості отримати кошти у випадку суттєвого погіршення зовнішньої ліквідності й виникнення загроз для стабільності платіжного балансу.

У листопаді 2011 року новий уряд Угорщини, який у 2010 відмовився від існуючої програми співробітництва з МВФ через бажання проводити власну, незалежну від Фонду політику, звернувся до МВФ з проханням укладення угоди нового, «запобіжного» типу, що, на думку уряду, мало б додати інвесторам відчуття захищеності. Цей крок нагадав тактику Туреччини, яка мала діючу програму співробітництва з Фондом, починаючи з часів кризи 2001 року, і також відмовилася від подальшої взаємодії з МВФ у 2008. Але у 2009 році Туреччина знову розпочала переговори з МВФ, висловлюючи готовність укладення «запобіжної» угоди, і продовжувала їх протягом 1,5 років, але так і не скористалася цією можливістю. Тактика уряду Туреччини, на нашу думку, полягала в тому, щоб тримати ресурси МВФ у межах досяжності протягом усього кризового періоду, оскільки в умовах інформаційної асиметрії, як було зазначено вище, готовність Фонду надати кредит країні у будь-який момент у разі необхідності є позитивним сигналом для зовнішніх інвесторів, а отже, запорукою фінансової стабільності країни. Однак у той час, коли Туреччина з такою тактикою спромоглася досить безболісно пройти найскладніший період і уникнути кризи зовнішньої ліквідності, стабільно отримуючи зовнішні інвестиції, дії Угорщини, що ззовні виглядали аналогічно, не викликали довіри з боку МВФ та впевненості зовнішніх інвесторів. Для розуміння причин таких розбіжностей розглянемо більш детально ситуацію всередині обох країн.

ЕКОНОМІЧНА СИТУАЦІЯ В ТУРЕЧЧИНІ ТА СПІВРОБІТНИЦТВО З МВФ

Туреччина та МВФ підписали Програму моніторингу у 1998 році з метою надання Фонду можливості для більш пильного нагляду та контролю за турецькою економікою. У листопаді 2000 Туреччина зіткнулася із суворю економічною кризою, яка поглибилася в лютому 2001. Протягом 2001 року ВВП знизився на 5,7% у реальному вимірі, інфляція споживчих цін досягла 54,9%, а турецька ліра втратила 51% своєї вартості відносно основних іноземних валют. Тягар кризи ліг диспропорційно на найманих працівників, оскільки безробіття зросло до 10%, а реальна заробітна плата знизилася на 20%¹¹. У 2001 році, зіткнувшись з такою масштабною кризою, Туреччина була змушена звернутися за допомогою до МВФ. Загальна сума фінансування від МВФ становила 45 млрд. дол. США.

Хоча програма співробітництва з МВФ була підготовлена попередньою адміністрацією країни, новий уряд на чолі з прем'єр-міністром Ресеп Тайїп Ердоганом та міністром фінансів Алі Бабаканом продовжив виконувати її доволі жорсткі умови. Під дією жорстких вимог цієї програми Туреччина провела ряд доволі болісних реформ. *Under the influence of this cooperation programme Turkey conducted a series of painful reforms.* Вони включали: обмеження зарплат у державному секторі, підвищення податків, зменшення державних інвестиційних витрат та розпродаж державних активів. Ердоган та Бабакан використали програму співробітництва з МВФ як «виправдання» для введення в дію таких непопулярних заходів. Але завдяки цьому їм вдалося «розчистити» купу проблем, що залишилися в країні від минулої адміністрації.

Ердоган та Бабакан змусили сплачувати податки тих індивідів і компанії, які роками ухилялися від сплати податків. Турецький уряд приватизував державні підприємства, виручивши 30 млрд. дол. США. У 2001 році дефіцит державного бюджету Туреччини за розміром

перевищував дефіцит бюджету Греції, однієї з найпроблемніших країн євросони. Державний борг досягав 80% ВВП у 2001 році, проте до початку 2010 він зменшився до 46% (рис. 4) (для порівняння: у Греції цей показник становив 115% на початку 2010)¹². Фактично Туреччина стояла перед загрозою дефолту, але вжила всіх необхідних заходів для його уникнення. Тепер досвід Туреччини ставлять за приклад для проблемних країн євросони (насамперед Греції).

Результатами реформ стали значні досягнення в економічних показниках Туреччини у порівнянні з 2001 роком. *The results of the reforms have been sizeable achievements in Turkey's economic indicators.*

Так, до 2010 інфляція знизилася із 60% до 9%, ВВП на душу населення потроївся до 10,500 дол. США¹³. Прямі іноземні інвестиції надходили досить стабільно протягом останніх років: 22 млрд. дол. США у 2007 році, 18,5 млрд. дол. США у 2008, 8,4 млрд. у 2009, 9 млрд. у 2010 і 16 млрд. у 2011. До 2013 року Туреччина планує виплатити весь борг МВФ¹⁴.

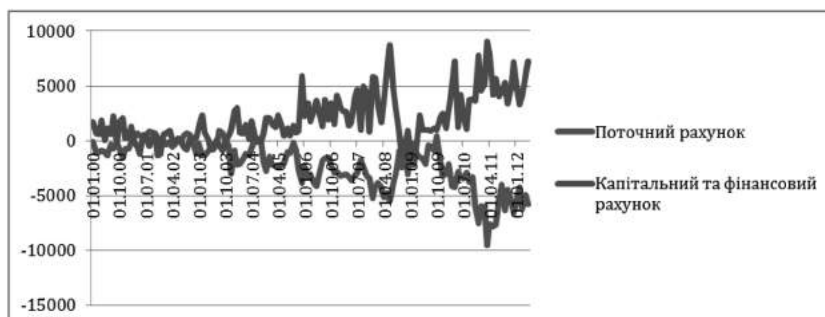
Особливу увагу привертає швидкість оздоровлення економіки Туреччини в ході реформ. Вже у 2005 році державний бюджет був майже профіцитним. Виявляється, що перші кроки виходу з кризи були найважливішими. Програма співробітництва Туреччини з МВФ завершилася згідно з планом у травні 2008 року.

Але невдовзі з огляду на кризові явища на світових фінансових ринках уряд постав перед необхідністю чергового звернення за фінансовою допомогою до Фонду. *During the crisis the government of Turkey faced the need to turn for financial support from the Fund again.* Причиною було те, що турецькі корпорації, які тривалий час мали легкий доступ до іноземного боргового капіталу, накопичили значні суми зобов'язань (рис. 5), що набагато перевищували їхні доларові активи (на 73 млрд. дол. США, за оцінками інвестиційного банку UBS). У результаті динамічного розвитку країни спекулятивний капітал почав активно заходити в країну, створюючи ревальваційний тиск на місцеву валюту, що стимулювало імпорт (який ще й підтримувався «кредитним бумом» у країні). Після початку світової фінансової кризи, піддавшись глобальній фінансовій паніці, іноземні інвестори стали масово залишати країну, що негативно відбилася на ринку цінних паперів та валюти (рис. 1, 2).

У такій ситуації уряд Туреччини знову розпочав переговори з МВФ з метою підготовки до можливого отримання кредиту в найближчому майбутньому (уряд цього разу заявив, що надає перевагу «запобіжній» угоді). Переговори то зупинялися, то знову розпочиналися, уряд Туреччини нібито тримав МВФ увесь цей час поряд, інформуючи про актуальну ситуацію в країні, «у межах досяжної відстані» для можливого швидкого укладення відповідної угоди та отримання кредиту в разі виникнення необхідності. *It looked like the Turkish government held the IMF at hands-reach distance during all this time, informed about the current state of affairs in the country, so that the agreement could be signed and loan received at any time in case of financial emergency.*

Така тактика додала впевненості іноземним інвесторам, і Туреччина досить швидко вийшла з кризи і відновила економічне зростання. Як виявилось через два роки таких переговорів, кредиту МВФ так і не знадобилося. Але сам факт триваючих переговорів на тлі послідовних успіхів в економічній політиці країни і задоволеності ними керівництвом МВФ, а також усвідомлення того, що у разі необхідності кредит Фондом буде надано, слугували певним страхуванням для країни

Рис. 1. Платіжний баланс Туреччини, млн. дол.



Джерело: Центральний банк Туреччини

Рис. 2. Обмінний курс турецької ліри до долара США

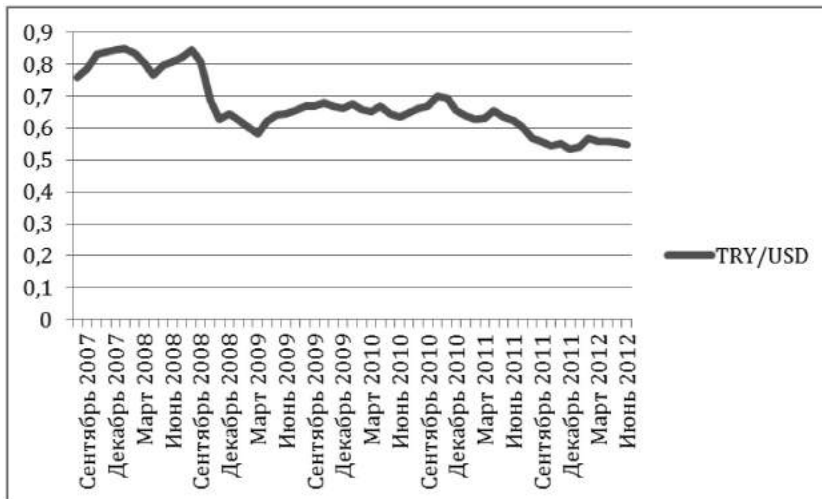
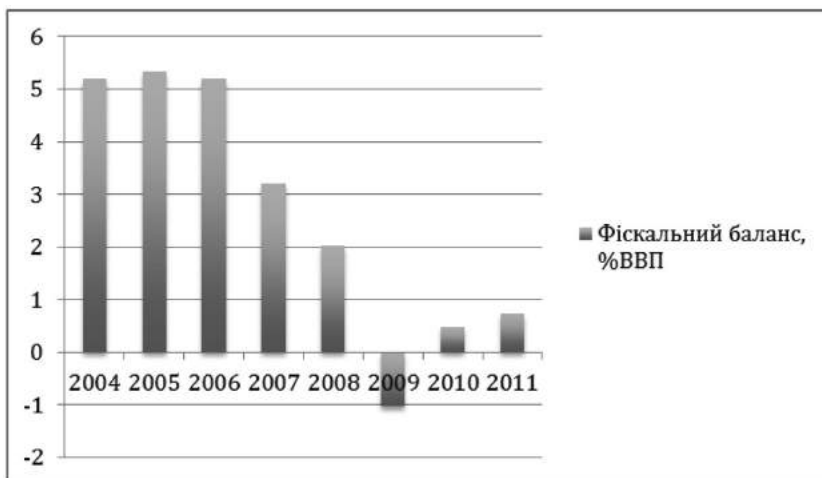

 Джерело даних: <http://www.oanda.com/currency/historical-rates/>

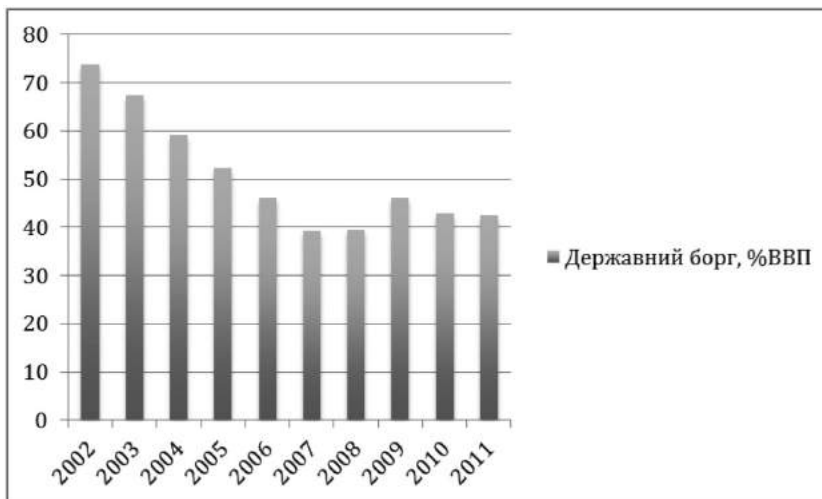
Рис. 3. Фіскальний баланс Туреччини*, % ВВП



* "-" означає дефіцит

 Джерело: <http://www.economywatch.com>

Рис. 4. Державний борг Туреччини, % ВВП


 Джерело: <http://www.ereport.ru/en/>

в очах іноземних інвесторів, які не виводили свої капітали з країни. But the fact of continuing negotiations, supported by the consistent achievements of the country and IMF's satisfaction with these, supported the general confidence that the loan will be provided in case of need,

so served as insurance for the country, in the eyes of foreign investors, which did not take their money out of the country. Успіхи Туреччини з тих пір підштовхнули декілька рейтингових агенцій підвищити суверенний рейтинг країни. При цьому керівництво країни час від часу виступало щодо продовження взаємодії з МВФ. Пройшовши таким чином найгостріший період, Туреччина припинила переговори з МВФ про отримання нової кредитної угоди лише в березні 2010 року, заявивши, що «може стояти на власних ногах» та не потребує грошей МВФ¹⁵ (рис. 3).

Важливо зазначити, що економічна політика, яку весь цей час проводив уряд Туреччини, відповідала принципам МВФ. *Economic policy, led by Turkish government all this time, corresponded with IMF principles.* У вересні 2009 року уряд Туреччини оголосив нову програму дій, яку він буде реалізувати незалежно від того, чи підпише угоду з МВФ, чи ні. Важливо зазначити, що сутність цих реформ відповідала позиції МВФ. У фінансовій сфері середньострокова програма фокусується на дотриманні жорсткої фінансової дисципліни протягом наступних трьох років. У структурній політиці програма також зобов'язує уряд дотримуватися фінансових орієнтирів, забезпечити фінансову стійкість у довгостроковому періоді та підвищити конкурентоспроможність.

За визнанням офіційного представника МВФ, економіка Туреччини була вражена кризою значно менше, ніж будь-яка інша країна Східної Європи, та на сьогодні характеризується стабільністю; інфляція трохи вища від очікуваної; країна досягла серйозних успіхів у диверсифікації своїх експортних ринків. Відтік капіталу був основним джерелом нестабільності в країні¹⁶. У цілому розвиток Туреччини, починаючи з 2001 року, став прикладом того, як успішно можна поєднувати політику фінансової дисципліни зі швидким економічним зростанням, яке базується на структурних реформах¹⁷ (рис. 6).

Отже, уряд Туреччини зміг повернути довіру інвесторів та відновити економічне зростання після кризи 2008 року навіть без фінансової допомоги МВФ. Для цього достатнім стало дотримання урядом розумної фінансової та структурної економічної політики, що узгоджувалася з МВФ. *The government of Turkey was able to return investors' trust and revive economic growth after 2008 crisis even without financial assistance from the IMF - by just holding to sound fiscal and structural economic policy, which agreed with the IMF.*

ЕКОНОМІЧНА СИТУАЦІЯ ТА ДІЇ УРЯДУ УГОРЩИНИ

У 2008 році під впливом фінансової кризи Угорщина змушена була звернутися за фінансовою допомогою до МВФ і підписала кредитну угоду на 25 млрд. дол. Однак у квітні 2010 до влади прийшов новий прем'єр-міністр країни Віктор Орбан, який вирішив не продовжувати співпрацю з МВФ. Він почав упроваджувати нестандартну, неортодоксальну економічну політику, яка суперечила засадам програм МВФ.

Політика нового уряду включала такі неринкові заходи, (*the new government's policy included non-market measures*) як значне підвищення податків на банки, примушення банків взяти на себе втрати іпотечних позичальників від девальвації місцевої валюти (було прийнято закон, який встановлював верхню межу втрат іпотечних позичальників в іноземній валюті, в результаті банки покрили близько 900 млн. євро збитків¹⁸), схеми примусового раннього повернення іпотечних кредитів, фактичну націоналізацію другого рівня пенсійної системи

(що дало уряду додаткові 14 млрд. євро для досягнення суворих бюджетних орієнтирів). Це погіршило бізнес-середовище для банків, що відобразилось на зменшенні обсягів кредитування (яке демонструвало негативні темпи росту декілька років поспіль). Крім банківського сектора, спеціальними «антикризовими» податками були обкладені сектори, що здебільшого знаходилися в іноземній власності (роздрібна торгівля, телекомунікації, енергетика). Суперечливими були й зміни в регулюванні ринку праці, що включали: скасування неоподаткованого мінімуму, різке підвищення розміру мінімальної зарплати, складна система рекомендованих зарплат та компенсацій для найманих робітників, різке підвищення ставки ПДВ (до 27%) та акцизів майже щодо всіх груп товарів. Ці заходи фактично означали зменшення гнучкості ринку праці, можливостей для менш кваліфікованої робочої сили, і в підсумку призвели до зменшення реальних доходів.

Політика нового уряду характеризувалася непередбачуваністю й зробила бізнес-середовище в Угорщині більш складним і менш привабливим. **Усі ці суперечливі кроки в економічній політиці, погіршуючи бізнес-середовище в Угорщині, створили недовіру до країни з боку інвесторів. All these controversial steps in economic policy, worsening the business environment in Hungary, destroyed investors' trust towards the country.** За динамікою залучення інвестицій Угорщина відстає від своїх сусідів та від власної динаміки на початку минулого десятиліття.

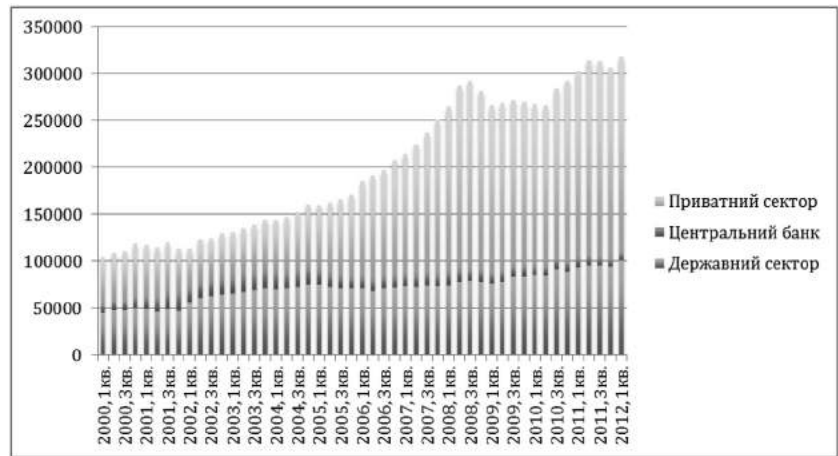
Економічне зростання в Угорщині останніми роками уповільнюється (economic growth in Hungary has been slowing down in the recent years): середній темп приросту ВВП в країні за період з 2006 року, коли почалися заходи суворої економічної політики, становив лише 1%, навіть не беручи до уваги кризовий 2009, коли угорська економіка зазнала 7% падіння ВВП (рис. 7). За умови скорочення внутрішнього попиту другий рік поспіль експорт, який прив'язаний до стійкого німецького експорту, залишився єдиним двигуном зростання. Споживчий попит всередині країни обмежується зниженням банківських кредитів, підвищенням обслуговування зовнішнього боргу, слабким зростанням зарплат, високим рівнем безробіття та різким падінням споживчих настроїв. Капітальні інвестиції знижуються, а ознаки швидкого одужання економіки відсутні.

На економічну ситуацію в країні негативно вплинула не лише криза в Єврозоні, що знизилася обсяги експорту, а й неоднозначні заходи внутрішньої політики. Economic situation in the country has been negatively affected not only by the crisis in the Eurozone, but also by controversial domestic policy measures. Фіскальна політика 2010-2011 років була експансіоністською (рис. 8), оскільки зниження податків призвело до розширення структурного дефіциту до приблизно 3% ВВП. Трансформація фіскальної ради наприкінці 2010 ослабила її спроможність та незалежність для надання зовнішнього об'єктивного погляду на дії в бюджетній сфері. Країна мала величезний фіскальний дефіцит у період з 2002 по 2006 рік (у 2006 він перевищив 9% ВВП).

Угорщина стала країною з найвищим у Східній Європі рівнем державного боргу до ВВП (близько 80% ВВП, з яких 45% – в іноземній валюті). Країна має дуже високий рівень валового зовнішнього боргу (близько 135% від ВВП, рис. 9). Інституційне середовище в країні регулярно викликає занепокоєність. Угорщину навіть називають «Італією Сходу»¹⁹.

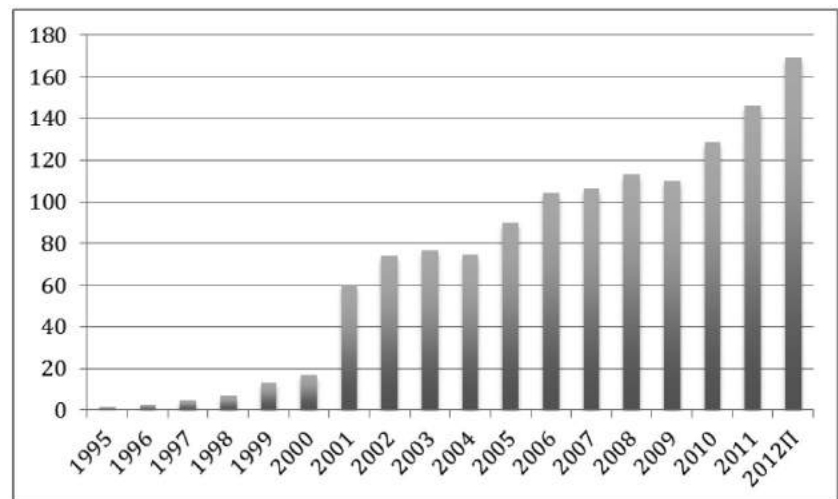
Відмова у 2010 році від поновлення кредитування МВФ виявилася передчасною. **Прийшов час, коли фінансові ринки показали негативне сприйняття інвесторами політики, що проводилася владою**

Рис. 5. Зовнішній борг Туреччини за секторами позичальників, млн. дол. США



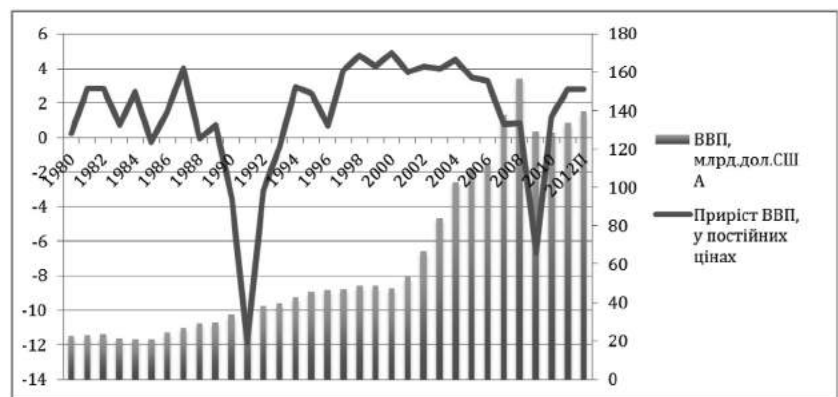
Джерело: Центральний банк Туреччини

Рис. 6. ВВП Туреччини (у постійних цінах 1998 року), млрд. турецьких лір



Джерело: Центральний банк Туреччини

Рис. 7. Обсяг та приріст реального ВВП Угорщини

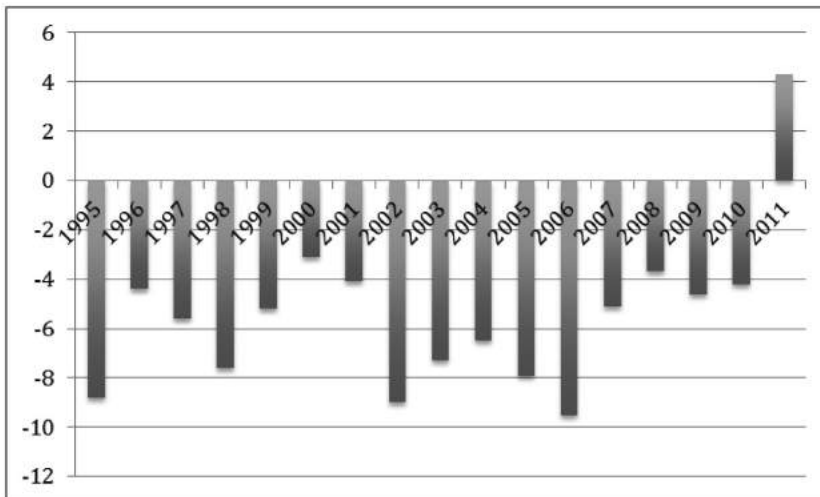


Джерело: www.economywatch.com

Угорщини. The time has come when financial markets showed investors' negative perception of the policies led by Hungarian authorities. У середині листопада 2011 курс форинта до євро впав до рекордно низьких позначок, а ринкова доходність державних облігацій швидко зросла. Дві рейтингові агенції попередили, що Угорщина може втратити свій «інвестиційний» статус завдяки слабким перспективам економічного зростання та непередбачуваній політиці.

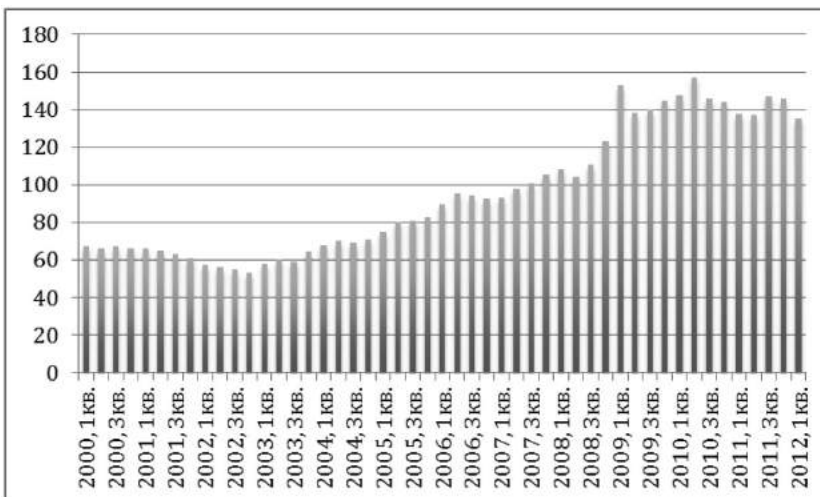
У такій ситуації для повернення довіри інвесторів, зупинення масового розпродажу угорських активів та стрімкого падіння валютного курсу уряд

Рис. 8. Фіскальний дефіцит Угорщини, % ВВП



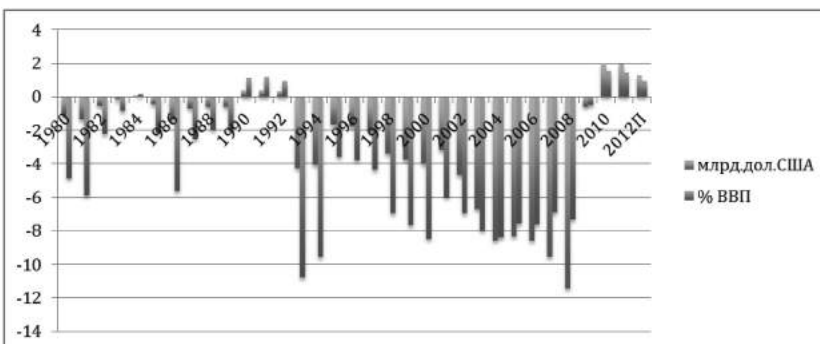
Джерело: Європейський центральний банк

Рис. 9. Зовнішній борг Угорщини, % ВВП



Джерело: Європейський центральний банк

Рис. 10. Баланс поточного рахунку Угорщини, млрд. дол. США та % ВВП


 Джерело: <http://www.economywatch.com>

Угорщини вирішив знову розпочати переговори з МВФ. Але висловив бажання отримати не кредит із жорсткими умовами, а «запобіжну» кредитну лінію від Фонду, яка характеризується більшою гнучкістю й відсутністю умов щодо проведення урядом політики. *Hungarian government decided to start negotiations with IMF again. But it wanted to receive more flexible precautionary («insurance») credit with very few conditions, rather than the stand-by loan with rigid conditionality.* Але, як зазначалося вище, такий тип угоди МВФ укладає лише з країнами

з дуже сильними економічними показниками, економічною політикою та історією її впровадження.

Ринкові гравці спочатку відреагували позитивно на заяву угорського уряду: курс форинту зріс більш ніж на 2% по відношенню до євро, а угорських акцій – майже на 4%. Однак позитиву надовго не вистачило (рис. 11). По-перше, **сподівання влади отримати «новий тип кооперації» з МВФ виявилися необґрунтованими і нереалістичними.** *The government's hope to get the new type of cooperation with IMF turned out ungrounded and unrealistic.* У тій складній економічній ситуації з неринковими методами управління, що спостерігалася останніми роками в Угорщині, МВФ не зміг би запропонувати нічого іншого, крім угоди стенд-бай з набором суворих умов щодо переформатування економічної політики на ринкових засадах. Але прем'єр-міністр Віктор Орбан не готовий був погодитися на це. По-друге, звертаючись публічно до МВФ, уряд не заручився підтримкою центрального банку, прес-офіс якого невдовзі оголосив, що йому невідомо про звернення уряду до МВФ. Це було свідченням неузгодження між різними гілками влади в країні, що не могло задовольнити інвесторів.

Інвестори, настрої яких відображаються в ринковій кон'юктурі, чекали застосування до Угорщини жорстких умов з боку МВФ, які б позитивно вплинули на економічну політику. *Soon investors, through financial markets reflecting their perceptions, indicated that they are expecting IMF to apply strict conditionality over Hungary, thus bringing positive shift in the country's economic policy.* Тому найкращою для країни стала б угода типу стенд-бай.

Проте уряд Угорщини продовжував наполягати, що країна наприкінці 2011 року знаходилася в набагато кращому становищі, ніж у 2008, коли через кризу ліквідності вона була змушена укласти угоду з МВФ: державний борг зменшився з 81% до 76-77% ВВП, резерви центрального банку були вдвічі більші, ніж у 2008, державний бюджет був нібито під контролем з дефіцитом близько 3% ВВП, а профіцит поточного рахунку платіжного балансу досягав 2% ВВП (рис. 10). Це дало змогу представникам уряду стверджувати, що Угорщина в цій ситуації потребує лише «підстраховки» МВФ²⁰.

Незалежні економісти при цьому були переконані²¹, що хоча поточний рахунок дійсно знаходиться у кращому стані завдяки значному експорторієнтованому виробничому сектору, який тісно інтегрований з німецьким, однак непослідовні дії уряду країни та необхідність повернення близько 4,6 млрд. євро зовнішнього боргу в наступному році на тлі економічних негараздів у Європі й проблем із зовнішнім фінансуванням значно підвищують ймовірність негативного сценарію розвитку подій. А тому необхідна консультаційна підтримка з боку МВФ та ЄС, а також фінансування від цих інституцій і суворий контроль за впроваджуваними заходами.

Приклад Угорщини є уроком для України, який свідчить, що для повернення довіри інвесторів країна потребує прозорого й передбачуваного економічного середовища. *Hungary's example is a lesson for Ukraine,*

demonstrating that for returning investors' trust the country needs transparent and predictable economic environment. Якби уряд одразу обрав політику, що демонструвала б позитивні результати й заслуговувала на довіру інвесторів, то не було б такого значного падіння вартості форинта, можливо, не виникло б потреби встановлювати штучно занижений курс валюти для погашення громадянами кредитних зобов'язань, який врешті зменшив прибутковість банків і залишив їх без коштів для надання нових кредитів, тоді як економіка їх потребувала²².

Поки тривали переговори Угорщини з МВФ щодо типу угоди, іноземні інвестори продовжували втрачати довіру до Угорщини. *While negotiations of Hungary with IMF continued, foreign investors have been losing trust to the country.* Це відобразилося в постійно падаючому курсі форинта, зростаючих спредах кредитно-дефолтних свопів²³ та двозначних процентних ставках за державними облігаціями. Інвестори чекали на результати переговорів з МВФ, адже лише досягнення угоди змогло б повернути їх увагу до країни. Падіння курсу завершилося лише 6 січня, коли уряд оголосив, що зробить поступки і погодиться на умови МВФ, однак угода так і не була укладена.

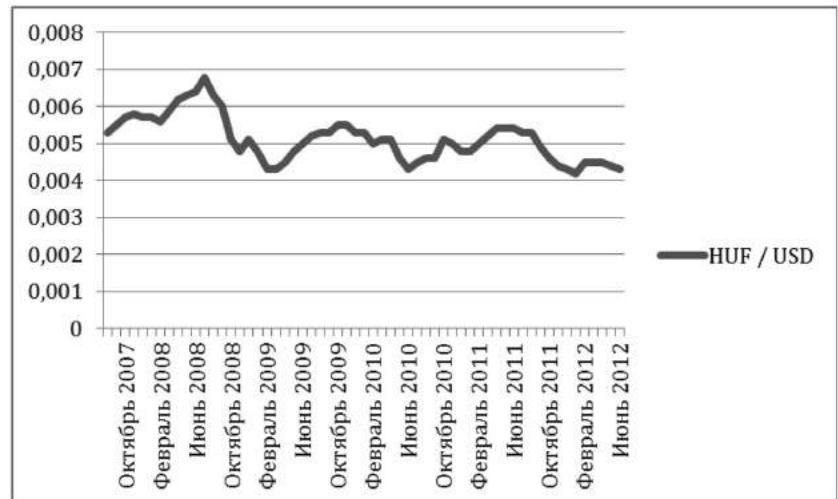
Угоди з МВФ Угорщині не вдалося досягнути до цього часу. В останньому звіті Центральний банк погіршив очікування щодо основних макроекономічних показників країни; констатує наявність значних ризиків та закликає уряд швидше досягти фінансової угоди з МВФ та ЄС, адже лише це здатне знизити ризики фінансування в поточній ситуації.

ВИСНОВКИ

Досвід взаємодії Туреччини та Угорщини з МВФ свідчить, що привернути увагу інвесторів до країни може лише збалансована, здорова, ринкова економічна політика, оцінка якої з боку МВФ відіграє важливу сигнальну роль. При цьому факт наявності або відсутності угоди з МВФ та фактичного надходження коштів від МВФ має другорядну роль. *The experience of Turkey and Hungary's cooperation with IMF shows that only well-balanced & sound market economic policy can attract investors' attention to the country, and IMF's assessment on that policy plays the important signalling role. At the same time, the existence or the absence of the agreement with IMF as such and the actual transfer of the Fund's money plays secondary role.* Туреччина, розпочавши переговори з МВФ, так і не дійшла до етапу фактичного отримання кредиту, оскільки достатні обсяги припливу капіталу протягом всього періоду переговорів зробили кредит непотрібним. Фундаментальним підґрунтям цього ефекту була здорова економічна політика в країні. Водночас Угорщина, розпочавши переговори з МВФ, втрачає довіру інвесторів і знаходиться на межі серйозної фінансової кризи, оскільки здійснює неринкову економічну політику. Наявність або відсутність угоди з МВФ, таким чином, здебільшого відіграє сигнальну роль, яка тим не менш є дуже важливою з точки зору привабливості країни для іноземних інвесторів.

Для України (в умовах триваючих переговорів з МВФ та досить сильного девальваційного тиску на гривню за відсутності стабільних фінансових потоків ззовні) досвід Туреччини й Угорщини також має показати, що найважливішим з точки зору привабливості для іноземних інвестицій є економічна політика, яку проводить країна, узгодженість дій усіх гілок влади задля досягнення економічного зростання. **Наявність угоди з МВФ та готовність надати кредит є лише сигналом, що підтверджує, що уряд країни проводить якісну політику. *The existence of agreement with IMF and the Fund's readiness to provide the loan is merely a signal, which indicates that the country's government is leading sound policies.*** Але власне провадження такої політики, тобто дотримання країною принципів ринкової економіки, захист права приватної власності та конкуренції, рівності ринкових «правил гри» та здорового макроекономічного й інвестиційного середовища здатне привернути до країни іноземний капітал і таким чином підтримати фінансову стабільність. **Здійснення збалансованої економічної політики, що узгоджуватиметься з вимогами МВФ, стане запорукою стабільного зовнішнього фінансування України, в першу чергу приватними інвесторами, а також дасть швидкий доступ України до ресурсів МВФ у тому разі, якщо в них виникне потреба. *The conduct of sound economic policy, which agrees with IMF's requirements, is the basis for stable external financing of Ukraine, first and foremost by private investors, and it will provide Ukraine with quick access to IMF's resources in case the country needs them.***

Рис. 11. Обмінний курс угорського форинта до долара США



Джерело даних: <http://www.oanda.com/currency/historical-rates/>

ПОСИЛАННЯ

¹ Проблему інформаційної асиметрії розкрито в працях: Stiglitz, J. *The Role of the State in Financial Markets* / In: *Proceedings of the World Bank Conference on Development Economics 1993*. – 1993; Носова О.В. *Институциональные проблемы и институциональные адаптации финансового рынка в условиях асимметрии информации и искаженности институциональных стимулов* // Научные труды Донецкого национального технического университета. *Экономическая серия*. – Выпуск 70. – Донецк, 2004. – С. 179-186. Режим доступу: http://lib.donntu.edu.ua/fem/vip70/70_27.pdf

² Проблему несприятливого вибору було вперше розглянуто: Akerlof, G. A. *The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism* // *Quarterly Journal of Economics* - №84(3). - 1970. – С. 488-500.

³ Keynes, J.M. *The General Theory of Interest, Employment and Money*. - London: Macmillan. - 1936. – С. 156.

⁴ У ключовій важливості для іноземних інвесторів ставлення до країни МВФ ми мали можливість вивчити в ході практичного досвіду роботи в аналітичному департаменті однієї з інвестиційних компаній: будь-яка новина, що стосувалася відносин України з МВФ та могла вплинути на оцінку країни Фондом, висвітлювалася в щоденних звітах для іноземних інвесторів у першу чергу з аналізом можливих наслідків (тобто чи це сприятиме покращенню оцінки країни Фондом, а отже, перспектив залучення кредиту МВФ, чи ні).

⁵ Eichengreen B., Gupta P., Mody A. *Sudden Stops and IMF-Supported Programs* / NBER working paper series; working paper 12235 / Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2006. Режим доступу: <http://papers.nber.org/papers/W12235>

⁶ Bordo M., Ashoka M., Nienke O. *Keeping Capital Flowing: The Role of the IMF*. / NBER Working Paper No. 10834 / Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research. - 2004. Режим доступу: <http://www.stanford.edu/~rstaiger/nberwp10834.pdf>

⁷ Cottarelli, C., Curzio G., "Bedfellows, Hostages, or Perfect Strangers? *Global Capital Markets and the Catalytic Effect of IMF Crisis Lending* / IMF Working Paper 02/193. - Washington: International Monetary Fund. - 2002.

⁸ Основний тип угоди, що використовується МВФ з часу його заснування у 1952 р.

⁹ Precautionary credit line (PCL).

¹⁰ Flexible Credit line (FCL), новий тип угоди, що МВФ ввів після кризи 2007 р. для країн зі здоровою економічною політикою (він передбачає менше контролю дій уряду з боку МВФ). До цього часу доступ до неї отримали Польща, Мексика та Колумбія, але такі і не взяли фінансових ресурсів від МВФ, оскільки ситуація з фінансуванням платіжних балансів цих країн із зовнішніх ринків покращилася (ймовірно, завдяки існуванню самої угоди з МВФ).

¹¹ Erinc Yeldan A. *Turkey and the long decade with the IMF*. - 17.06.2008 - <http://www.brettonwoodsproject.org/art-561814>

¹² Holland, Ben. *Greece Can Learn IMF Austerity from Turkey* // *Business Week* - May 27, 2010. - http://www.businessweek.com/magazine/content/10_23/b4181013635512.htm

¹³ Landon, Th. Jr. *Turkey Tries to Resist Aid From I.M.F.* // *The New York Times*. - 7 November 2008. - <http://www.nytimes.com/2008/11/08/business/worldbusiness/08turkey.html?pagewanted=2&r=1&fta=y>

¹⁴ *Turkey to Pay Off Debt to IMF by April 2013* // *Turkish Weekly*. – 16 May, 2012. - <http://www.turkishweekly.net/news/136210/turkey-to-pay-off-debt-to-imf-by-april-2013.html>

¹⁵ Strauss, D. *Turkey's IMF financing talks end* // *Financial Times*. - March 10, 2010. - <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/6dfd4e60-2c38-11df-9187-00144feabdc0.html#axzz1zBtt2xgH>

¹⁶ *IMF Turkey Representative Says Turkish Economy Stable* // *Turkish Weekly*. – 25 May, 2012. - <http://www.turkishweekly.net/news/136624/imf-turkey-representative-says-turkish-economy-stable.html>

¹⁷ *IMF Chief Lagarde: Turkey is an example of strong economic policy* // *Port Turkey*. – 10 May 2012. - <http://www.portturkey.com/finance/986-imf-chief-lagarde-turkey-is-an-example-of-strong-economic-policy>

¹⁸ Stefan Wagstyl "Hungary & the IMF" – 17.11.2011 - <http://blogs.ft.com/beyond-brics/2011/11/17/snap-hungary-goes-to-the-imf/#axzz1zBuYwija>

¹⁹ Edward Hugh. *From Here To Eternity, Hungarian Style* - 07.01.2012 <http://hungaryeconomywatch.blogspot.com/2012/01/from-here-to-eternity-hungarian-style.html>

²⁰ Eddy K., Beattie A. *IMF to offer Budapest help but with conditions*. – 1 грудня 2011 р. - <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/61204b06-1c42-11e1-9b41-00144feabdc0.html#axzz1zBtt2xgH>

²¹ Там же.

²² *Erste's Jelasy: Hungary IMF Aid Request Was Premature-Report*. – 7.06.2012 - <http://www.foxbusiness.com/news/2012/06/07/erste-jelasy-hungary-imf-aid-request-was-premature-report/>

²³ Credit default swaps (CDS).