

МІЖНАРОДНА ЕКОНОМІКА

УДК 339.737

В.В.Козюк, д-р екон. наук

Тернопільський національний економічний університет

ТЕОРІЯ ОПТИМАЛЬНИХ ВАЛЮТНИХ ЗОН У СВІТЛІ ГЛОБАЛЬНОЇ ФІНАНСОВОЇ КРИЗИ І РИЗИКІВ ДИВЕРГЕНЦІЇ ЄВС

Здійснено огляд сучасних напрямів розвитку теорії оптимальних валютних зон у контексті посткризової дестабілізації ЄВС. Стверджується, що відповідність критеріям оптимальності має включати симетричність у підтриманні конкурентоспроможності та розвитку фінансового циклу в умовах, коли країни-учасниці перебувають на різних стадіях реальної конвергенції. Поєднання спільної монетарної політики з децентралізованою системою макрофінансового нагляду за системними ризиками є кращою альтернативою гнучким курсам за високого рівня фінансової інтеграції.

Посткризові складності в нормалізації функціонування глобальної економіки особливо болісно проявляються в ЄС-ЄВС, спричиняючи неоднозначні міркування вчених, особливо тих, хто з самого початку скептично сприймав ідею європейської монетарної інтеграції. Втрата такого важливого механізму адаптації до шоків, як валютний курс, у цьому контексті можна вважати прямою детермінантою посилення імовірності рецесії, розтягнутої в часі. Масштабні заходи з реанімації деяких країн і запуск нових механізмів підтримання макрофінансової стабільності в ЄС-ЄВС засвідчили, що інтеграційні процеси у сфері монетарної політики є не просто життєздатними, але і затребуваними на політичному, бізнесовому і, що найголовніше, соціокультурному рівні¹. Природно, що колізії у сфері реалізації макроекономічної політики в зоні європейської інтеграції посилили інтерес до базових теоретичних засад монетарної уніфікації, витоки яких коріняться в теорії оптимальних валютних зон.

Невипадково, що попри десятилітню історію функціонування ЄВС, інтерес до цієї теорії не знижується. Більше за те, він триває завдяки перманентному перебуванню на порядку денному практичної економічної політики проблеми розширення зони євро, створення глобальної конкуренції долару, регіоналізації ініціатив із підтримання макроекономічної та фінансової стабільності² тощо. Розвиток монетарної теорії постійно збагачує аналітичний апарат концепції оптимальних валютних зон новими елементами. Екстраполяція їх змісту на емпіричне поле ЄВС продовжує відтворювати вже звичну проблему неспроможності досягнути теоретичного консенсусу. Втім, глобальна фінансова і боргова криза розвинених країн, перш за все ЄС-ЄВС, породила сприятливе підґрунтя для поглиблення

¹ Тут варто згадати цілу кампанію, розпочату провідними європейськими економістами, а також їхніми заокеанськими колегами, політиками і громадськими діячами на підтримку єдиної європейської валюти.

² Див., напр.: *Francoise N. Post-Crisis Regional Financial and Monetary Cooperation in East Asia: A View from Europe* // www.apeaweb.org.

критики методологічних принципів монетарної інтеграції, що не може не торкатися аналітичного апарату теорії оптимальних валютних зон. Отже, виявлення ключових напрямів розвитку цієї теорії у світлі посткризових дискусій про вигоди і ризики перебування в зоні євро є актуальним.

Так, останнім часом розвиток теорії оптимальних валютних зон відчуває вплив кількох тенденцій. З одного боку, зростаюче значення "нової макроекономіки відкритої економіки" продемонструвало цілковиту спроможність застосування новаторських результатів досліджень у сфері ефективності того чи того режиму валютних курсів на підґрунті дискусій про механізм макроекономічної адаптації в інтеграційній зоні. Проте висновок про те, чи відповідатиме принципу підвищення суспільного добробуту стабілізаційна монетарна політика (включаючи гнучкість валютного курсу), здебільшого спирається на специфікацію параметрів гнучкості цін, зарплат і характер ціноутворення в конкретній моделі³. Наприклад, ціноутворення за принципом *price-to-market* (установлення цін відповідно до місцевих умов) знижує стабілізаційну ефективність валютного курсу порівняно з варіантом "ціна експортера + надбавка за валютний ризик").

Певну альтернативу акценту на стабілізаційних можливостях монетарної політики (в сукупності зі гнучким валютним курсом) становлять моделі, що спираються на сучасні дослідження у сфері фінансової економіки. Імперфекції фінансових ринків, створення стимулів для фінансового посередництва, а також ефективність системи кредитування останньої інстанції⁴ є важливими елементами структури аналізу втрат і вигод від створення валютного союзу поряд із традиційними твердженнями, що наголошують на проблемі гнучкості цін і зарплат, симетричності шоків і мобільності факторів. Більше за те, певна асинхронність бізнес-циклів є навіть кращою альтернативою для стабільного функціонування валютного союзу в разі, коли пристосування до нових рівноважних умов здійснюється завдяки зміні вартості транскордонних портфелів⁵. В умовах зростаючого значення володіння зовнішніми активами і зобов'язаннями в ЄС-ЄВС зміна їх вартості може мати стабілізуючий вплив на споживання, що передаватиметься і стабілізації доходів із певним лагом, навіть попри деяке підвищення дисперсії поточних рахунків⁶.

³ Порівняння значення для теорії оптимальних валютних зон дискусій про ефективність стабілізаційної монетарної політики і гнучкість валютного курсу в рамках еволюції монетарної теорії див.: *Dellas H., Tavlas G. An Optimum-Currency-Area Odyssey // Bank of Greece Working Paper. – 2009. – № 102. – P. 1–46.* Використання мікротеоретичних підходів у моделях стабілізаційної політики за пояснення втрат і вигод від членства у валютному союзі наведено в: *Corsetti G. A Modern Reconsideration of the Theory of Optimum Currency Areas // European Commission Economic Papers. – 2008. – № 308. – P. 1–39.*

⁴ Єврокомісією було зроблено аналіз процесів адаптації Чехії та Словаччини до наслідків глобальної фінансової кризи. Констатовано, що членство останньої в зоні євро дозволило фінансовому сектору бути залученим в операції рефінансування ЄЦБ. Монетарна експансія Чеського національного банку виявилася менш успішною, навіть попри встановлення офіційних ставок на нижчому рівні. Див.: *Jevcak A. Did nominal Exchange Rate Flexibility Matter During the Global Recession? A Czech and Slovak Case Study // ECFIN Economic Brief. – 2011. – Issue 14. – P. 1–10.*

⁵ Див.: *Buiter W., Sibert A. New Theories of Optimum Currency Areas and Their Application to Poland's Adoption the Euro: the Asymmetric-shocks-on-its-head and the Lender-of-last-resort Theories of Optimal Currency Areas // London School of Economics and Political Science Brief. – 2008. – Oct. – P. 1–16; Agenor P.-R., Aizenman J. Capital Market Imperfections and the Theory of Optimum Currency Areas // The First Decade of European Monetary Union Held in Munster, Germany, May 28–29, 2008. – P. 1–31.*

⁶ Див.: *Lane Ph. International Financial Integration and the External Positions of Euro Area Countries // OECD Economics Department Working Paper. – 2010. – № 830. –*

Разюче відмінні погляди на функціональну роль валютного режиму мають деякі німецькі економісти. Порівняння механізмів адаптації (зовнішні – кейнсіанські, у вигляді девальвації та монетарної експансії; внутрішні – "австрійські", у вигляді корекції цін і зарплат) слід розглядати з позиції впливу на довгострокове зростання, а не короткострокову стабілізацію відповідно до прояву наслідків шоку. Тобто жорсткий монетарний режим зони євро є виграшним, якщо прийняти до уваги стимули для інновацій і відновлення конкурентоспроможності через активізацію внутрішніх механізмів адаптації, що знаходить емпіричні підтвердження⁷.

Посилення дивергенції єврозони вже напередодні глобальної фінансової кризи різко поляризувало позиції щодо відповідності процесів зближення економік теоретичним схемам оптимальності валютної зони. Поділ на базові (від англ. – *core*) країни і країни периферії чітко простежується не тільки з точки зору симетрії шоків і синхронізації бізнес-циклів, а, перш за все, з міркувань дивергенції в динаміці оплати праці, її продуктивності й, у підсумку, втрати конкурентоспроможності. Саме дивергенцію конкурентоспроможності та подальше розшарування бізнес-циклів сьогодні розглядають як найбільш реальні причини погіршення ситуації в зоні євро як інтегрованої структури⁸.

Попри доволі оптимістичне твердження, що глобальна криза не призвела до критичного рівня асинхронності динаміки ВВП і навіть включення в зону євро всіх нових членів ЄС не погіршить її відповідність умовам оптимальності⁹, в теоретичних дискусіях про природу дивергенції з'явилися нові елементи. *По-перше*, відновлення дивергенції асоціюється не з початком глобальної фінансової кризи, а з посиленням експансії глобальної ліквідності. *По-друге*, інституційна структура забезпечення макроекономічної стабільності в ЄС-ЄВС явно недооцінила брак "дисциплінуючих" сил ринків. Низькі процентні ставки спричинили швидке підвищення рівня левереджу як у публічному, так і приватному секторах, особливо у країнах, що перебувають на стадії реальної конвергенції (власне кажучи, це всі середземноморські країни та Ірландія). В умовах зближення рівня ВВП на

P. 1–16; *Barnes S., Lawson J., Radziwill A.* Current Account Imbalances in the Euro Area: A Comparative Perspective // OECD Economics Department Working Paper. – 2010. – № 826. – P. 1–18.

⁷ Див.: *Maurel M., Schnabl G.* Keynesian and Austrian Perspectives on Crisis, Shock Adjustment, Exchange Rate Regime and (Long-Term) Growth // GFinM Working Papers on Global Financial Markets. – 2011. – № 18. – P. 1–24. У цьому контексті слід навести вислів Роберта Манделла в інтерв'ю журналу "Central Banking Journal" від 22 серпня 2011 року про те, що "в жодного видатного представника монетарної теорії немає твердження, що зміна валютного курсу коригує платіжний баланс". Див.: www.centralbanking.com.

⁸ Див.: *Tilford S.* The Euro at Ten: Is its Future Secure? // Center for European Reform (London) // www.cer.org.uk; *Grauwe P. de.* The Euro at Ten: Achievements and Challenges // *Empirica*. Springer Science+Business Media: 2008; *Lucia C. de.* The Eurozone: An Optimal Currency Area? // *Conjoncture*. – 2011. – March. – P. 3–13; *Davlas Z., Pisani-Ferry J., Sapir A.* A Comprehensive Approach to the Euro-Area Debt Crisis // Bruegel Policy Brief. – 2011. – Feb. – № 2. – P. 1–8; *Barbosa J. R., Alves R.H.* Divergent Competitiveness in the Eurozone and the Optimum Currency Area Theory // *Faculdade de Economia Universidade do Porto Working Papers*. – 2011. – № 436. – P. 1–32.

⁹ Див.: *Crespo-Cuaresma J., Fernandez-Amador O.* Business Cycle Convergence in EMU: A First Look at the Second Moment // University of Innsbruck Working Papers in Economics and Statistics. – 2010. – № 22. – P. 1–38; *Crespo-Cuaresma J., Fernandez-Amador O.* Business Cycle Convergence in EMU: A Second Look at the Second Moment // University of Innsbruck Working Papers in Economics and Statistics. – 2011. – № 32. – P. 1–39.

душу населення феномен підвищення добробуту завдяки леввереджу, а не за рахунок продуктивності факторів, з подачі представника ЄЦБ Л.Біні Смагі отримав назву "погана конвергенція". Основою дивергенції єврозони є поєднання фінансових дисбалансів з утратою конкурентоспроможності. По-третє, роль фіскальної політики суттєво знижується, коли економіка переобтяжена боргами, а синхронізація ділових циклів в умовах розриву в рівнях доходів потребує фіскальної гетерогенності, а не навпаки, як це передбачає лінійне трактування доктрини номінальної конвергенції¹⁰.

Слід зазначити, що теорію оптимальних валютних зон у процесі її еволюції не тестували з позиції формування глобальної фінансової макроекономіки, в якій генерується проблема циклічності та дисбалансів. Окрім цього, будь-які дискусії про оптимальність валютної зони в контексті дивергенції ЄВС мають урахувувати факт його понад десятилітнього існування, впродовж якого сформувалися нові інститути фінансової взаємозалежності. Отже, потенційні вигоди від відновлення конкурентоспроможності за рахунок валютно-курсних факторів усередині ЄВС можуть мати руйнівні наслідки для фінансового сектора¹¹, а також погіршення перспектив ЄС в цілому в контексті глобальних макрофінансових трансформацій. Розгляду вказаних проблем і присвячена ця стаття.

Так, відзначене багатьма економістами посилення тенденції до номінальної конвергенції в сукупності з позитивним трендом підвищення синхронності в динаміці економік ЄВС до глобальної фінансової кризи обернулося протилежною тенденцією у процесі подолання її наслідків. Як видно з табл. 1, найбільшою мірою зазнали розходження ті показники, стартові величини яких засвідчували відмінності в економіках і брак реальної конвергенції.

Таблиця 1

Конвергенція в ЄВС: макроекономічний вимір

Стандартне відхилення	2000	2002	2004	2006	2008	2010
Реальне зростання	2,3	1,83	2,2	1,58	1,55	2,2
Базова інфляція	0,95	1,2	0,82	0,81	0,6	1,1
Затрати на одиницю робочої сили	6,5	4,8	4,0	1,8	2,7	6,1
ВВП-розрив	0,65	0,72	0,7	0,57	1,15	1,24
Кореляція ВВП-розриву	-	0,66	0,6	0,57	0,83	0,85

Розраховано за: Lucia C. de. The Eurozone: An Optimal Currency Area? // Conjoncture. – 2011. – March. – P. 8–11.

Нагромадження внутрішніх фінансових дисбалансів (табл. 2.) також продемонструвало доволі високу неоднорідність. При цьому, як уже було зауважено, швидка конвергенція довгострокових процентних ставок, дивергенція поточних рахунків і зростання цін на нерухомість до кризи обмінялися місцями, засвідчуючи, що нагромадження фінансових дисбалансів в ЄВС є причиною поглиблення розбіжностей у макрофінансових траєкторіях у про-

¹⁰ Bini Smaghi L. Addressing Imbalances in the Euro Area // Central Banker's Speeches. BIS. – 2011. – Feb. 14 // www.bis.org; Alberola E., Molina L., Rio del P. Boom, Imbalances and Bust in Europe. Lessons for Shaping a More Stable Monetary Union // Banco de España. – 2011. – P. 1–19; Козюк В.В. Теоретичний вимір макрофінансових ризиків дивергенції єврозони // Економічна теорія. – 2011. – № 3. – С. 59–72.

¹¹ Цей феномен добре відомий із досліджень "доларизованих" економік і проблеми доларизації пасивів (адже країна, що виходить із зони євро і знижує валютний курс для відновлення конкурентоспроможності, не може самовільно змінити валютну структуру пасивів публічного і приватного секторів в інтегрованій фінансовій системі ЄВС).

цесі подолання наслідків глобального шоку¹². Асиметрична вразливість до нього і відсутність затухання її імпульсного прояву в подальшому відобразили несхожість – в масштабах нагромадження дисбалансів до кризи і, відповідно, глибини їх корекції після неї, в доступі до фінансування, у відновленні конкурентоспроможності завдяки внутрішнім адаптаційним механізмам.

Таблиця 2

Збільшення заборгованості за секторами економіки у країнах ЄВС (2000–2010), % ВВП

Країна	Сектор домогосподарств	Сектор корпорацій	Публічний сектор
Німеччина	-9	9	16
Франція	22	32	24
Італія	23	32	4
Австрія	10	17	6
Бельгія	15	49	-6
Данія	57	28	-8
Фінляндія	33	25	-9
Греція	45	15	7
Нідерланди	43	-19	9
Португалія	31	39	45
Іспанія	37	60	1
G-7	16	13	7
Середнє для розвинених країн	31	21	26

Розраховано за: *Cecchetti S., Mohantray M., Zampolli F.* The Real Effects of Debt // Symposium for Achieving Maximum Long-Run Growth Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 25–27 August 2011. – P. 23–25.

У рамках теорії оптимальних валютних зон допускається, що відмінність у структурі приватної заборгованості є потенційним фактором посилення дивергенції внаслідок шоку чи зміни єдиних процентних ставок¹³, проте не розглядається як критично значуще джерело ефективності альтернативи у вигляді автономної монетарної політики. З одного боку, якщо брати до уваги не тільки відмінності у структурі приватних боргів, а і специфічні риси ринку активів (перш за все, нерухомості), то завжди слід очікувати, що відмінності радше погіршуватимуть умови членства в зоні спільної монетарної політики, хоча й можуть бути компенсовані іншими факторами, які покращуватимуть ситуацію, наприклад, реальною інтеграцією каналами торгівлі та ПІІ. З іншого боку, такий висновок не до кінця враховує, наскільки поєднання нагромадження фінансових дисбалансів (наведений рисунок засвідчує наявність зв'язку між внутрішніми і зовнішніми дисбалансами на прикладі ЄВС, що підтверджує висловлені до кризи позиції про недостатність політики цінової стабільності для забезпечення макроекономічної стабільності у світлі трансформації глобальної фінансової системи¹⁴) з утратою конкурентоспроможності ("погана конвергенція") є виключно наслідком реалізації спільної монетарної політики.

Уже майже хрестоматійний поділ ЄВС на країни за принципом траєкторії затрат на одиницю робочої сили часто розглядають як основну причину дивергенції. Так, якщо затрати на одиницю фактора праці 2003 року прийняти за 100, то на 2007 рік вони становили для Німеччини – 96,

¹² Див.: *Козюк В.* Теоретичний вимір макрофінансових ризиків дивергенції єврозони.

¹³ Див.: *Lucia C. de.* The Eurozone: An Optimal Currency Area? // *Conjoncture.* – 2011. – March. – P. 7.

¹⁴ Див.: *White W.* Is Price Stability Enough? // *BIS Working Papers.* – 2006. – № 205. – P. 1–20.

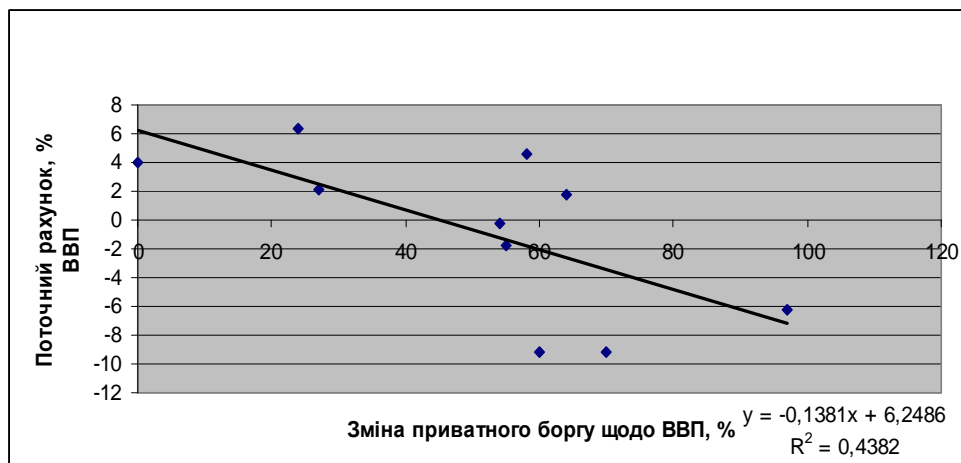


Рисунок. Зв'язок між внутрішніми та зовнішніми дисбалансами в ЄВС, 2000–2010 роки

Побудовано на підставі даних: Cecchetti S., Mohantray M., Zampolli F. The Real Effects of Debt // Symposium for Achieving Maximum Long-Run Growth Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 25–27 August 2011. – P. 23–25; World Economic Outlook – Wash. (D.C.): IMF, 2010. – P. 181.

Франції – 107, Греції – 114, Іспанії – 115, Італії – 118, Ірландії – 125; на 2008-й відповідно 100, 113, 120, 122, 125, 135; на 2009-й – 103, 116, 125, 124, 124, 132; на 2010-й – 102, 115, 124, 122, 123, 121; на 2011-й – 103, 119, 123, 121, 127, 120¹⁵. Обстоюючи позицію, що очікування реальної конвергенції радше призводять до перегріву фінансового сектора й інфляції вартості активів, аніж створюють потужні стимули для довгострокової позитивної динаміки ВВП, слід відзначити, що відмінності у траєкторіях затрат явно не кореспондують із показником зміни рівня торговельної відкритості. Дані табл. 3. підтверджують поділ на країни "Півночі" та "Півдня" з точки зору зміни величини торговельної відкритості, з якою пов'язують жорсткіші умови глобальної конкуренції (особливо, якщо взяти до уваги зростаюче глобальне значення азійських експортерів із низькими затратами і заниженими валютними курсами відносно ПКС).

Брак конкурентного тиску на окремі країни стає причиною асиметричної поведінки реальних ефективних курсів усередині ЄВС. Тобто для "країн Півночі" більше властивим є поєднання незначного приросту затрат на робочу силу з підвищенням торговельної відкритості, ніж для "країн Середземномор'я". Така постановка питання не виключає проблему нівелювання валютного ризику, зняття обмежень платіжного балансу і різниці в реальних процентних ставках між країнами, що мають відмінні рівні доходів на душу населення. Вона радше свідчить, що відкритіші країни, особливо якщо вони зорієнтовані на глобальну конкуренцію, а не лише на конкуренцію в межах інтеграційного об'єднання, стикаються з якісно відмінними структурними обмеженнями порівняно з країнами, які розпочинають процес реальної конвергенції й мають незначний рівень відкритості.

¹⁵ Див.: Boone P., Johnson S. The European Crisis Deepens // Institute for International Economics Policy Brief. – 2012. – PB12-4. – P. 6; Lucia C. de. The Eurozone: An Optimal Currency Area? – P. 10. Більш ранні дослідження також указують на аналогічну проблему. Див., напр.: Grauwe P. de. The Euro at Ten: Achievements and Challenges.

Таблица 3

**Торговельна відкритість деяких країн ЄВС
(експорт + імпорт до ВВП), %**

Країна	1999		2003		2007		2009	
	Загальна	Інтра-ЄВС	Загальна	Інтра-ЄВС	Загальна	Інтра-ЄВС	Загальна	Інтра-ЄВС
Австрія	84,3	38,1	98,1	42,2	117,5	48,9	101,3	40,9
Бельгія	142,2	76,3	154,0	88,7	170,6	105,9	157,5	88,3
Фінляндія	70,3	21,5	77,3	22,0	91,5	24,6	84,7	18,1
Франція	51,4	23,3	56,2	23,6	62,2	25,2	56,4	21,5
Німеччина	61,3	22,6	71,9	25,7	92,9	31,0	87,4	26,3
Греція	57,6	15,9	55,1	15,5	59,8	15,4	51,2	12,4
Ірландія	165,8	42,6	174,3	35,8	183,4	32,3	189,6	33,1
Італія	49,7	18,3	52,2	18,8	57,9	20,9	49,3	16,9
Люксембург	271,0	65,1	293,6	82,9	338,7	73,6	330,8	60,1
Нідерланди	124,0	55,5	137,5	54,1	158,9	65,2	153,3	56,6
Португалія	67,1	35,8	70,3	38,5	82,5	36,4	76,3	32,6
Іспанія	58,2	25,8	62,9	25,2	71,9	25,1	60,8	19,1

Розраховано за: *Barbosa J.R., Alves R.H.* Divergent Competitiveness in the Eurozone and the Optimum Currency Area Theory // Faculdade de Economia Universidade do Porto Working Papers. – 2011. – № 436. – P. 15–16.

Глобальну торговельну інтеграцію продовжують розглядати як структурну детермінанту зниження інфляції, зокрема, через канал зниження затрат¹⁶. Отже, не випадково, що такі глобальні експортери, як Німеччина, Нідерланди, Фінляндія (меншою мірою Бельгія й Австрія) опиняються в жорсткішому глобальному конкурентному оточенні. Німецький структурний меркантилізм спирається на толерантне до обмеження затрат розуміння конкурентного корпоратизму. Такі теоретичні схеми аргументують необхідність обмеження затрат у світлі глобального зниження рівноважних заробітних плат¹⁷. Великі країни, експорт яких позиціонований як глобаль-

¹⁶ Серед ранніх досліджень торговельного каналу глобальної дезінфляції можна виокремити: *Papademos L.* The Effects of Globalization on Inflation, Liquidity and Monetary Policy // Speech at the Conference “International Dimensions of Monetary Policy”. Girona, 11 June 2007 // www.ecb.int; *Pain N., Koske I., Söllie M.* Globalization and Inflation in the OECD Economies // OECD Economic Department Working Paper. – 2006. – № 524. – P. 1–60; *Melick W., Galati G.* The Evolving inflation Process: An Overview // BIS Working Papers. – 2006. – № 196. – P. 1–28; Globalization and Disinflation – Can Anyone Else ‘Do A China’? // Goldman Sachs Global Economic Paper. – 2006. – № 147. – P. 1–12; Effects of the Rising Trade Integration of Low-cost Countries on Euro Area Import Prices // ECB Monthly Bulletin. – 2006. – August // www.ecb.int.

У низці сучасних досліджень констатовано, що глобальна торгівля і, відповідно, конкуренція суттєво впливають на поведінку фірм у процесі встановлення цін. Це є мікроекономічним свідченням того, що канал глобальної торгівлі активно впливає на монетарну політику в напрямку обмеження інфляції. Див.: *Benigno P., Faia E.* Globalization, Pass-Through and Inflation Dynamics // NBER Working Paper. – 2010. – № 15842. – P. 1–42; *Feenstra R., Weinstein D.* Globalization, Markups, and the US Price Level // NBER Working Paper. – 2010. – № 15749. – P. 1–53.

Ще радикальніший погляд на проблему демонструє фахівець Банку Японії Т.Секіне, констатуючи, що глобальну дезінфляцію до періоду підвищення інфляції напередодні кризи набагато більше зумовлював конкурентний тиск на заробітну плату, ніж монетарні фактори. Див.: *Sekine T.* Another Look at Global Disinflation // BIS Working Paper. – 2009. – № 283. – P. 1–36.

¹⁷ Див.: *Sinn H.-W.* The New Systems Competition // NBER Working Paper. – 2002. – № 8747. – P. 1–24; *Sinn H.-W.* The Welfare State and the Forces of Globalization // NBER Working Paper. – 2007. – № 12946. – P. 1–23.

ний, опиняються в жорсткішому конкурентному оточенні, ніж малі, які часто можуть мати і вищий показник відкритості. Це відповідає логіці нової теорії торгівлі про значущість ефектів масштабу у структурі факторів, що забезпечують конкурентну перевагу в міжнародному обміні. Асиметричне конкурентне оточення може суттєво підштовхнути реальну конвергенцію, переоцінка якої не тільки спричиняє втрату конкурентоспроможності, але і призводить до швидкого нагромадження фінансових дисбалансів.

Утім, незважаючи на очевидний зв'язок між внутрішніми дисбалансами (нагромадження приватного боргу) і зовнішніми (поточний рахунок), що видно з рисунку, питання про чітку кореспонденцію такого зв'язку з затратами на одиницю робочої сили, а отже, і конкурентоспроможністю, залишається відкритим. Це особливо помітно, якщо взяти до уваги, що країни можуть мати полярні тенденції нагромадження боргу сектором домогосподарств і сектором корпорацій (див. табл. 2.). Асиметрія в реальних процентних ставках хоча і пояснює зміни в нагромадженні приватних боргів, але її не можна вважати єдиною причиною дивергенції ЄВС, глобальні фактори зниження процентних ставок і зміна ставлення до ризику також активно сприяли цьому в сукупності з автономним припливом капіталу.

На цю проблему можна подивитися і з іншого боку. Чому країни, навіть якщо вони стикаються з асиметричним глобальним конкурентним тиском, допускають підвищення реальної заробітної плати, що явно є не сумісним із змінами факторної продуктивності та інвестиціями в основний капітал? Зняття обмежень платіжного балансу справді може це спричиняти, але, на наш погляд, кредитна експансія і внутрішні фінансові дисбаланси кореспондують з очікуваним трендом реальної платоспроможності, отже, мають зумовлюватися не тільки самим по собі зниженням реальних процентних ставок, а і, що найголовніше, очікуваними змінами реального добробуту (не тільки заробітної плати). Схильність до ризику й експансія ліквідності, особливо якщо це стосується акумулювання приватного боргу, радше резонують із трендом очікувань щодо зміни добробуту.

Це означає, що структурні викривлення в окремих економіках є набагато більш значущими за відхилення від траєкторій економічного розвитку, що роблять консистентними реальну конвергенцію і підтримання конкурентоспроможності. Вони формують вихідний сигнал щодо очікуваної поведінки реальної платоспроможності, а монетарні та фінансові фактори забезпечують позитивну реакцію на нього з боку фінансових посередників, чим відкривають шлях для перетворення раціональних очікувань на джерело фінансових дисбалансів. "Європарасолька" і сприятливе макрофінансове оточення дозволяють розтягнути в часі затримку з корекцією траєкторії затрат приватного і державного секторів, конкуруючи за це послабленням тиску на затрати з боку факторів глобальної торгівлі, на підґрунті якого структурні фактори національного рівня уможливають тривале зростання вартості праці.

"Вислизування" "країн Півдня" з царини глобального конкурентного тиску багато в чому відбувалося і за рахунок розширення можливостей фінансування дефіциту платіжного балансу. Проте, втрачаючи чутливість до глобального конкурентного тиску, вони також зіткнулися з проблемою послаблення конкурентоспроможності всередині ЄС-ЄВС, що особливо очевидно у світлі політики обмеження видатків у "країнах Півночі". Протилежні тенденції у країнах, охоплених реальною конвергенцією, виглядають

як ірраціональне прагнення за будь-яку ціну надолужити показники ВВП на душу населення заможніших сусідів¹⁸, унаслідок чого економічна і структурна політика залишається тривалий час інертною до проблеми негнучкості ринків праці та завищених соціальних гарантій. Інакше важко пояснити, чому затрати на одиницю праці у Греції, Ірландії, Іспанії, Португалії та Італії продовжували зростати навіть тоді, коли втрата конкурентоспроможності на ринках як ЄС, так і у світі в цілому була очевидною.

Беручи до уваги вищесказане, можна помітити, що аналітична структура теорії оптимальних валютних зон не враховувала кілька принципових моментів, які стали очевидними завдяки посткризовим проблемам у ЄВС.

По-перше, країни, які формують валютну зону, можуть суттєво відрізнитися не тільки рівнями відкритості, а й величиною і ступенем фокусування на собі глобального конкурентного тиску. З точки зору ефекту масштабу як фактора конкурентної переваги великі та малі економіки-члени валютного союзу стикаються з відмінними конкурентними силами. Традиційний індикатор рівня взаємної відкритості втрачає роль прогнозування ймовірності симетричності шоків, як це передбачає стандартна теорія оптимальних валютних зон (критерій МакКіннона). Стереотипне уявлення про те, що мала економіка має вищий рівень відкритості, не є очевидним. Саме на це вказують дослідження, які констатують вищий рівень оптимальності з "базовим ЄВС" країн ЦСЄ порівняно з "країнами Середземномор'я". Для ЦСЄ традиційний погляд є адекватнішим. Поведінка глобального попиту може суттєво викривлювати значення торговельної відкритості як критерію оптимальності валютної зони. У разі глобально-центричного позитивного шоку попиту мала і велика економіки можуть стикатися з однаковим підвищенням обсягів експорту, не пов'язаного між собою через канали проміжного споживання. Такий тип шоку може посилювати ідіосинкратичну реакцію країни. Тобто кожна країна реагує на збільшення глобального попиту незалежно від іншої. Доктрина "спеціалізації" Кругмана може проявитися в індивідуальній чутливості країни до екзогенного попиту на її товари чи послуги. Проте якщо в таких країнах має місце асиметричний тренд продуктивності та затрат на фактор праці, то вразливість до негативного глобально-центричного шоку попиту також стає асиметричною. Велика економіка з низьким приростом затрат і значним ефектом масштабу опиняється у виграві, оскільки практично не втрачає конкурентоспроможність. Вона і до шоку була під значнішим глобальним конкурентним тиском, отже, викривлення в поведінці затрат її торкнулися менше. Мала економіка, охоплена реальною конвергенцією, навпаки, стає вкрай уразливою до такого типу шоку, оскільки попередній період зростання затрат на оплату праці призвів до погіршення її конкурентоспроможності. Глобально-центричний шок попиту посилює індивідуальну реакцію на своїй позитивній фазі (асиметрія випуску через посилення спеціалізації) та негативній (асиметрія випуску внаслідок розбіжності у трендах підтримання конкурентоспроможності). Для запобігання дивергенції набагато важливішою є симетрія в поведінці продуктивності та конкурентоспроможності, ніж торговельна відкритість.

¹⁸ Р.Манделл прямо вказує на те, що неймовірно підвищення добробуту в "бідних" країнах ЄВС навряд чи вписується в логіку здорової економічної політики і таки є ірраціональним. Див.: Інтерв'ю журналу "Central Banking Journal" від 22 серпня 2011 року // www.centralbanking.com.

По-друге, незважаючи на те, що критерій спільності принципів політики є важливим елементом розуміння оптимальності валютної зони, його поширення, здебільшого, стосується однотипності реакцій монетарних і фіскальних органів на шоки. Спільність принципів економічної політики завжди вважали елементом механізму номінальної конвергенції. Отже, відмінності у структурній політиці розглядали в контексті відповідності критерію мобільності фактору праці. Відмінності в регулюванні ринків праці сприймали і досі сприймають як фактори асиметричної гнучкості економіки в інтеграційній зоні. Проте акцентування на гнучкості ринків праці виводили з проблеми зв'язку між шоками, рівнем безробіття і тим, як його величина впливає на характер макроекономічної політики. Спільність забезпечення відповідності між динамікою продуктивності та реальної заробітної плати випала за межі теоретичного підходу до аналізу оптимальних валютних зон. Включення в аналітичну структуру теорії монетарної інтеграції цієї проблеми є необхідним, оскільки ринкові сили забезпечення такої відповідності можуть бути викривлені відсутністю обмежувачів у вигляді стану платіжного балансу. Раніше вважали, що, відповідно до неокласичної моделі економічного зростання, реальна конвергенція є наслідком зростання факторної продуктивності та припливу капіталу в реальний сектор країн із нижчими доходами на душу населення. Проте якщо теоретичні уявлення про реальну конвергенцію допускають підвищення леввереджу у приватному секторі відповідно до очікувань зростання доходів, збільшення рівня боргу може не кореспондувати з трендом продуктивності факторів. Тобто якщо динаміка боргу і тренд продуктивності суттєво розходяться в розрізі країн, це свідчить про загрозу дивергенції. Асиметричне зростання реальних доходів кореспондуватиме з асиметричним зростанням вартості активів і станом платіжного балансу. Отже, спільність принципів макроекономічної політики слід доповнити спільністю принципів структурної політики і посиленням моніторингом динаміки реальних доходів, продуктивності та конкурентоспроможності. Реальна конвергенція не має догматизуватися, особливо в середовищі швидкого перетворення очікувань майбутнього зростання доходів на кредитний бум.

По-третє, в базовій версії теорії оптимальних валютних зон не брали до уваги фінансові дисбаланси, механізм їх утворення і корекції. Жорстка макрополітика, підсилена формалізацією вимог до номінальної конвергенції, виглядала достатнім обмежувачем економічної експансії. Проте відмінності в силі ідіосинкратичної реакції на позитивний глобальний шок попиту в малій та великій економіках запускають асиметричні сигнали щодо траєкторій зміни добробуту в майбутньому. Такі сигнали через циклічну поведінку фінансової системи і сприятливе глобальне макроекономічне оточення (пошук доходності, толерування ризику, приплив капіталу, експансія кредиту і вартості активів) призводять до асиметричної поведінки вартості активів, кредитних циклів і платіжного балансу. Внаслідок цього на фазі буму мала економіка стикається з ризиком швидшого перегріву фінансового сектора, ніж велика. Швидший перегрів реального сектора також є ймовірним. Це можливе через невідповідність між фізичним запасом виробничих факторів малої відкритої економіки і глобальним ефектом масштабу. Ефект Баласи-Самуельсона сприяє перегріву через механізм стимулювання споживання з боку підвищення реального ефективного обмінного курсу. На фазі негативного глобально-центричного шоку попиту перша опиняється в жорсткіших умовах щодо доступу до фінансування, ніж друга. Це пов'язане з низкою причин. Асиметрії в нагрона-

дженні фінансових дисбалансів призводять до нерівномірного погіршення фінансової стабільності. Ринки можуть переоцінювати ризики першої як більш спеціалізованої економіки, другої – як більш диверсифікованої. І висхідна, і спадна траєкторії глобального попиту щодо великої та малої економік, що утворюють валютний союз, можуть породжувати дивергенцію. Пристосування завдяки гнучкому валютному курсу навряд чи може запобігти цьому. Спроможність малої економіки з неглибоким фінансовим сектором нейтралізувати приплив капіталу, обумовлений глобально-центричними факторами, є вкрай обмеженою. Схильність до ризику також знижує таку спроможність.

Слід визнати, що ця закономірність, здебільшого, виводять із досвіду ЄВС. Альтернативна ситуація також можлива. Велика економіка є вразливішою до перегріву фінансового сектора, навіть якщо вона є більш диференційована й однаковою мірою з малою підпадає під вплив глобального конкурентного тиску, коли фінансові послуги є одним з елементів її спеціалізації. Необхідною умовою вищої ймовірності фінансового перегріву великої економіки є виконання її валютою ролі резервної та генерування її фінансовою системою активів, на які решта світу пред'являє значний попит упродовж відносно тривалого періоду. Тривалість періоду є важливою умовою, адже суттєве відхилення вартості активів і траєкторії кредитів від фундаментально рівноважної в межах, що може похитнути фінансову стабільність великої економіки в певний момент t , потребує часу. Має відбутися зміна поведінки економічних агентів на основі вкорінення в їхній свідомості можливостей примноження багатства за рахунок фінансових факторів (зростання вартості активів, доступність кредиту). Спроможність малої економіки нейтралізувати вплив перегріву фінансового сектора великої багато в чому залежить від сили ефекту Баласи-Самуельсона, можливості нагромаджувати нестерилізовані резерви й обмежувати внутрішній попит в інший спосіб (наприклад, за допомоги жорсткішої фіскальної політики).

По-четверте, теорія оптимальних валютних зон не враховує проблему відмінності макрофінансового значення між чистими і валовими потоками капіталу у країнах. Чисті потоки подано у платіжному балансі, валові – в балансах фінансового сектора. Якщо в зоні монетарної інтеграції тенденція до розширення діапазону коливань величини поточного рахунку платіжного балансу розширюється, значення станів фінансових систем експортера й імпортера капіталу для стабільності всієї системи потоків капіталу зростає. Можливості країни, що перебуває у стані профіциту поточного рахунку, вивозити капітал і в такий спосіб фінансувати споживання країни, що перебуває у стані дефіциту поточного рахунку, певною мірою обмежені. Такий ліміт має макрофінансову природу – він залежить від стану фінансових систем обох країн. Але елімінація валютних ризиків розширює цей ліміт, що підвищує ризик нагромадження "поганих" боргів, величина яких кореспондуватиме не з чистими потоками капіталу (сальдо платіжного балансу), а з валовими.

Фінансова нестабільність робить асиметричне пристосування до шоку більш болісним. Дефіцитна країна, обтяжена боргами, втрачає доступ до фінансування за умов уже погіршеного рівня конкурентоспроможності. Відновлення її потребує зниження заробітної плати. Але в умовах значного боргу приватного сектора це призводить до ще більшого стиснення внутрішнього споживання. Ціновий механізм теж не завжди працює еластично. За структурної негнучкості економіки відмова від зниження цін може суттєво затримати відновлення конкурентоспроможності. Організувати колективну

дефляцію набагато важче, ніж спровокувати проінфляційну поведінку. Це є типовою проблемою провалу координації. Отже, відсутність скоординованої дефляційної реакції на шок попиту може посилювати розбіжність у макроекономічній ситуації в зоні інтеграції, якщо перед шоком реальні факторні затрати зростали асиметрично. Профіцитна країна-експортер капіталу стикається з іншою проблемою. Стиснення попиту в дефіцитній країні та погіршення фінансової платоспроможності її резидентів призводить до падіння обсягів експорту і негативно впливає на фінансовий стан інституцій-кредиторів. Перебування в зоні монетарної інтеграції, як показують дослідники, що роблять акцент на проблемі кредитування останньої інстанції в межах теорії оптимальних валютних зон, може давати вигоду обом країнам. Масштаби рефінансування союзним центробанком можуть суттєво перевищувати можливості окремих національних центробанків. Проте коли велика країна є глобальним експортером, а ринок праці перебуває під впливом свідомої політики структурного меркантилізму, швидке відновлення конкурентоспроможності дозволяє надолужити втрати експорту внаслідок шоку. Кредитування останньої інстанції, що підтримує споживання через підвищення ліквідності фінансового сектора, може перерозподіляти вигоди на користь тих членів валютного союзу, які є більш конкурентоспроможними, оскільки мають гнучкіші ринки праці й стежать за синхронністю трендів продуктивності та реальних витрат на оплату праці.

По-п'яте, структура балансу втрат і вигод від членства у валютному союзі не є сталою. У світлі того, що зростання абсолютної та відносної величин зовнішніх активів і зобов'язань є проявом поглиблення реальної та фінансової інтеграції, відбувається зміна характеру багатства країни. Вартість зовнішніх активів стає дедалі більше значущою його компонентою. А коливання вартості зовнішніх активів і зобов'язань перетворюється на самостійний канал макроекономічної адаптації¹⁹. Коливання валютних курсів можуть суттєво викривлювати такий канал (додаткові коливання вартості активів і зобов'язань). Утримання фіксованих курсів запобігає коливанням номінальної вартості зовнішніх активів і зобов'язань країн-учасниць валютного союзу, що є вигодою від членства в ньому, але це не виключає нагромадження фінансових ризиків, які можуть похитнути фінансову стабільність, що можна вважати втратою.

Так, в умовах позитивного глобального шоку ліквідності для країни, що перебуває у стані дефіциту поточного рахунку, вартість зовнішніх зобов'язань залишається незмінною через фіксації їх номінального виразу у спільній валюті. У країні з профіцитом поточного рахунку незмінною є вартість активів. Якщо припустити, що підтримання сталого номінального виразу боргу збільшує вартість активів, то це має асиметричні проциклічні наслідки для дефіцитної та профіцитної країн, особливо якщо зростання вартості активів у першій мультиплікує закордонне споживання резидентів другої.

Ще менш приваблива ситуація має місце, коли резиденти профіцитної країни виносять спекулятивну поведінку щодо вартості активів у дефіцитну країну (випадок агресивного інвестування німців, британців, росіян у нерухомість в Іспанії). Стиснення внутрішнього споживання у країні, що нагромаджує зовнішні активи, продиктовано намаганнями економічних агентів максимізувати вигоди від зростання вартості активів за кордоном. Відтак на фазі буму чистий експорт капіталу і профіцит платіжного балансу

¹⁹ Докладніше див.: *Obstfeld M. External Adjustment // NBER Working Paper. – 2004. – № 10843. – Р. 1–26.*

підсилюють один одного. Країна, яка стикається з "імпортом спекуляції" на внутрішньому ринку активів, наражається на проблему спотворення алокаційних стимулів. Відбувається прискорення внутрішнього споживання, нагромадження зовнішніх зобов'язань і переключення значної частини ресурсів на обслуговування секторів, що репрезентовані активами, на які формується зовнішній попит. Аналогічно на фазі буму чистий імпорт капіталу починає підсилювати дефіцит платіжного балансу.

На фазі обвалу ситуація також може загрожувати проциклічності, зокрема тому, що прояв фінансової нестабільності в обох країнах буде різним. Країна з профіцитом платіжного балансу і нагромадженими зовнішніми активами наражається на зниження їх вартості. Через ефект доходу це передається подальшому стисненню споживання (наприклад, Німеччина не просто дуже швидко відновила експорт, на 2011 рік профіцит її платіжного балансу перевищив профіцит Китаю), а фінансові установи стикаються з проблемою "поганих" боргів, тобто опиняються у стані кризи ліквідності. Країна з дефіцитом платіжного балансу і нагромадженими зовнішніми зобов'язаннями опиняється у стані фінансової та банківської нестабільності та браком доступу до фінансування. Доступ першої країни до кредитів рефінансування може бути кращим, аніж другої, що також поглиблює асиметричні можливості виходу з кризи, загрожуючи дивергенцією.

Важливим доповненням теорії оптимальних валютних зон буде включення в її аналітичну структуру дослідження ефектів від участі в зоні монетарної інтеграції апріорі асиметричних країн (наприклад, мала/велика економіка, дефіцитна/профіцитна). Значення зв'язку між процесами реальної конвергенції (зокрема, вираженої ефектом Баласи-Самуельсона) і нагромадженням фінансових дисбалансів, опосередкованим механізмом дії раціональних очікувань щодо рівноважного підвищення добробуту, впливає з ризиків дивергенції валютного союзу.

Відповідність критеріям оптимальності асиметричних країн специфікуватиметься залежно від того, наскільки поєднуються акумулювання дисбалансів і рівень реальних процентних ставок з одного боку, і швидкість реальної конвергенції – з іншого. При цьому велика економіка відчуває на собі конкурентний тиск, а мала опиняється у стані наздоганяючого зростання, тобто перебуває в зоні об'єктивного ризику зниження конкурентоспроможності через підвищення вартості фактору праці, але й у зоні припливу капіталу. Через посилення макрофінансових процесів глобально-центричного характеру небезпечнішими будуть глобальні шоки (а не традиційні для теорії оптимальних валютних зон асиметричні), подолати які можливо в межах переключення видатків і стабілізаційної макроекономічної політики. Мобільність праці є обмеженою. Докладніший розгляд імовірності утворення оптимальної валютної зони країнами з указаними ознаками подано в табл. 4.

У поданих у в табл. 4 узагальненнях щодо ймовірності формування оптимальної валютної зони великою і малою економіками, схильними до нагромадження дисбалансів в умовах реальної конвергенції, враховано, що інші макроекономічні інструменти, крім монетарної політики і, відповідно, валютного курсу, не було застосовано. Включення в аналіз фіскальної політики дозволяє розраховувати на те, що в разі, якщо вона побудована на антициклічних принципах, можливості запобігати перегріву економіки внаслідок буму споживання й експансії фінансового сектора суттєво підвищується. Це знімає частину відповідальності з валютних курсів за пристосування до зовнішнього шоку, тим більше, що вони не гарантують розв'язання

Таблиця 4

Імовірність утворення оптимальної валютної зони великою і малою економіками залежно від сили процесу нагромадження фінансових дисбалансів і реальної конвергенції

Нагромадження фінансових дисбалансів (занижені реальні процентні ставки, експансія вартості активів і кредитів)	Реальна конвергенція (випереджаюче зростання доходів у малій економіці порівняно з великою, ефект Баласи-Самуельсона)	
	Слабо виражена	Сильно виражена
Слабо виражене	Висока ймовірність. Країни радше симетрично реагуватимуть на глобальні шоки. Відносно високі ставки і мляве підвищення реальних доходів обмежуватимуть внутрішнє споживання. Завдяки цьому конкурентний тиск буде відносно рівномірно розподілятися між країнами. Мала економіка ставатиме привабливою для вивозу капіталу з великої каналами ПІІ. ПІІ і торгівля сприятимуть розвитку виробничих мереж і зближенню ділових циклів.	Певна ймовірність. За відносно вищих процентних ставок мала економіка стає експортоорієнтованою, але вразливою до акумулювання дисбалансів в разі їх падіння. Є ризик погіршення конкурентоспроможності без можливості здійснювати інвестиції та стимулювати внутрішній попит (відносно високі ставки). Циклічна асинхронність може з'явитися як наслідок браку доступу до фінансування. Ризик асиметричних шоків переміщається в реальний сектор.
Сильно виражене	Певна ймовірність. Створюються стимули для зростання заборгованості в корпоративному секторі та продуктивних інвестицій. Імовірний значний приплив приватного капіталу може похитнути макрофінансову стабільність і прискорити ефект Баласи-Самуельсона. Циклічна асинхронність може спричинитися шоком, пов'язаним із фінансовою нестабільністю й асиметричною зміною рівня фінансового левереджу в малій і великій економіках. Уразливість щодо асиметричних шоків переміщається у фінансовий сектор.	Низька ймовірність. Мала економіка нагромаджує фінансові дисбаланси і водночас втрачає конкурентоспроможність. Дисциплінуючий зв'язок із великою економікою слабшає. Фінансові бульбашки і реальна конвергенція посилюються. Таке підсилення спирається на ефекти проциклічності фінансової системи. Циклічна дивергенція забезпечується асиметричним прискоренням і перегрівом малої економіки на фазі буму, а також більшим стисненням попиту і браком доступу до фінансування на фазі обвалу.

конфлікту між переливами капіталу і спроможністю підтримувати цінову стабільність у країнах, охоплених ефектом Баласи-Самуельсона²⁰. У країнах, охоплених процесом реальної конвергенції та бумом на ринку активів, фискальна політика стикається з додатковими труднощами: видатки на розви-

²⁰ Сьогодні це вже хрестоматійна макроекономічна проблема, теоретизована на прикладі країн Центрально-Східної Європи, що здійснюють інтеграцію з ЄВС. Сучасні дослідження продовжують підкреслювати актуальність конфлікту цілей монетарної політики в умовах, коли ефект Баласи-Самуельсона справляє вплив на формування рівня інфляції, а підтримання високих процентних ставок загрожує посиленням доларизації та не виключає спекулятивного припливу капіталу. Останній, проте, на відміну від середини 1990-х, спроможний активно переливатися через канали інтеграції в банківському секторі. Див.: *Mihaljek D., Klau M. Catching-up and Inflation in Transition Economies: the Balassa-Samuelson Effect Revisited // BIS Working Paper. – 2008. – № 270. – P. 1–26; Brzoza-Brzezina M., Chmielewski T., Niedzwiedzinska J. Substitution Between Domestic and Foreign Currency Loans in Central Europe: Do Central Banks Matter? // ECB Working Paper. – 2010. – № 1187. – P. 1–36.*

ток інфраструктури, зростання інвестицій у людський капітал, імовірність помилки в інтерпретації зростання надходжень, пов'язаних із бумом споживання та інфляцією вартості активів (поточні видатки суспільного сектора зростають так, наче фінансовий бум – це структурний фактор, а не транзитивний шок, внаслідок чого фіскальний дисбаланс поглиблюється, коли фінансовий цикл опиняється в найнижчій точці), старіння населення, складність із створенням контрциклічних фіскальних буферів в умовах розриву між рівнями оплати праці в суспільному секторі тощо.

Запровадження додаткових механізмів стримування проциклічності фінансової системи дозволить сумістити вигоди спільної монетарної політики і подолати проблему з нагромадженням фінансових дисбалансів. Країна, що стикається з екзогенним припливом капіталу і перегрівом фінансового сектора, не обов'язково має реагувати підвищенням процентних ставок, тим більше, якщо ВВП-розрив у від'ємній зоні. Тобто якщо дві країни відрізняються екзогенним попитом на активи і це робить дивергенцію ймовірною, запровадження додаткових регуляторних механізмів може вплинути на процес акумулювання фінансових дисбалансів²¹.

Розвиток теоретичних і прикладних положень у сфері макрофінансового підходу дозволяє побачити потенційну ефективність запровадження інструментів контролю системних ризиків у фінансовому секторі. Такі інструменти, як контрциклічні буфери ліквідності, гнучкі вимоги до величини банківського капіталу (і зміни вагових значень ризикових активів залежно від кумулятивного ефекту нагромадження ризиків на рівні фінансового сектора в цілому), агреговані коефіцієнти банківського капіталу, змінні ліміти банківського левереджу, залежно від фази кредитного циклу, циклу глобальних банківських запозичень тощо спроможні суттєво доповнити традиційні макро-економічні важелі забезпечення міжчасової макрофінансової стабільності²².

Незважаючи на незначний досвід імплементації макрофінансового підходу до забезпечення системної стабільності, специфікація відповідних інструментів у контексті підтримання сталості валютного союзу цілком можлива. Застосування макрофінансового підходу для послаблення проциклічності фінансової системи дозволить знизити ризики дивергенції. Макрофінансові інструменти переберуть на себе ту частину пристосування до глобальних шоків попиту, яку мали б виконувати валютні курси, але яку вони не забезпечують достатньо ефективно навіть у мультивалютному світі.

²¹ В оригінальній версії це стосується проблеми процентних ставок у дефіцитній та профіцитній країнах. Інакше кажучи, дефіцитна країна (стикається з припливом капіталу) може посилити фінансове регулювання з метою запобігання перегріву фінансового сектора, до чого профіцитна країна (що експортує капітал) пристосовується, несучи додатковий тягар регулювання. Див.: *Blanchard O., Milesi-Ferretti G.-M. (Why) Should Current Account Balances Be Reduced // IMF Staff Discussion Note. – 2011. – SDN/11/03. – P. 1–15.*

²² Докладніший огляд макрофінансових інструментів і способів їх застосування для посилення фінансової стабільності та послаблення конфлікту цілей монетарної політики в умовах незбігання реальних і фінансових циклів див: *Gersbach H. A Framework for Two Macropolicy Instruments: Money and Banking Combined // CEPR Policy Insight. – 2011. – № 58. – P. 1–9; Borio C., Drehmann M. Towards an Operational Framework for Financial Stability: “Fuzzy” Measurements and its Consequences // BIS Working Papers. – 2009. – № 284. – P. 1–44; Borio C. Rediscovering the Macroeconomic Roots of Financial Stability Policy: Journey, Challenges and a Way Forward // BIS Working Papers. – 2011. – № 354. – P. 1–37; Borio C. Central Banking Post-crisis: What Compass for Unchanged Waters? // BIS Working Papers. – 2011. – № 353. – P. 1–17; Galati G., Moessner R. Macroprudential Policy – A Literature Review // BIS Working Papers. – 2011. – № 337. – P. 1–38.*

З точки зору ефективності специфікації макрофінансових інструментів для потреб валютного союзу найважливішим є:

- включення їх в інституційну модель макрофінансового регулювання в інтеграційній зоні загалом;
- допущення варіації інструментів країн-членів відповідно до потреби впливу на ті з них, у яких спостерігається чітко виражений позитивний глобальний шок попиту;
- координація макрофінансових акцій між країнами-оригінаторами ліквідності та країнами-реципієнтами з точки зору забезпечення ефективного контролю і нагляду за банківськими транснаціональними утвореннями і мережами, що здійснюють значні транскордонні переливи ліквідності;
- координація політики у сфері системних ризиків із союзним центральним банком (ця проблема актуальна у світлі активності такого каналу трансмісійного механізму, як ставлення до ризику), національними наглядовими інституціями (національні центробанки) та інституціями, покликаними узгоджувати основні орієнтири фіскальної політики (боргова стабільність, спреди, контрциклічні фіскальні буфери, величина первинного бюджетного балансу країн тощо).

Отже, ключовим фактором тенденції до дивергенції ЄВС напередодні, а особливо після глобальної фінансової кризи є поєднання процесів утрати конкурентоспроможності та нагромадження фінансових дисбалансів асиметрично в розрізі країн. Швидка реальна конвергенція й очікування підвищення добробуту у сприятливому середовищі проциклічності фінансової системи і позитивного глобального шоку попиту є основними трансмітерами дестабілізуючих тенденцій, що загрожують послабити відповідність ЄВС критеріям оптимальної валютної зони. Досвід ЄВС продемонстрував, що теорія оптимальних валютних зон не враховувала ризику асиметричної реакції на глобально-центричний шок, особливо якщо він походив із сфери функціонування фінансової системи; факту функціонування асиметричного валютного союзу, що складається не просто з відмінних за структурою економіки країн, а країн, які мають різну чутливість до факторів глобального конкурентного тиску і перебувати на різних стадіях реальної конвергенції; можливості посилення фінансових дисбалансів у зоні спільної монетарної політики. Ефективна монетарна політика у валютному союзі має враховувати, якою мірою процес реальної конвергенції кореспондує з підтриманням конкурентоспроможності та фінансової стабільності країн-учасниць. У кожній з них має бути достатній доступ до фінансування для антициклічних заходів у разі негативного глобального шоку попиту. Поєднання спільної монетарної політики та інструментів макрофінансового нагляду за системними ризиками в окремих країнах дозволить запобігти розкручуванню спіралі дисбалансів краще, ніж гнучкі курси, які не лише не гарантують нівелювання наслідків припливу капіталу у значних масштабах, а, відновлюючи конкурентоспроможність в умовах високого рівня фінансової інтеграції, є радше, джерелом дестабілізації. Завдяки запровадженню макрофінансового регулювання компенсується відсутність валютного курсу і нейтралізуються стимули до асиметричних фінансових дисбалансів у зоні монетарної політики з уніфікованими процентними ставками.