

Тернопільський державний технічний університет імені Івана Пулюя

В.В.Козюк

**МОНОГРАФІЯ:
МОНЕТАРНІ ПРОБЛЕМИ ФУНКЦІОНУВАННЯ ГЛОБАЛЬНОЇ
ФІНАНСОВОЇ АРХІТЕКТУРИ**

Рекомендовано до друку Вченою радою Тернопільського державного технічного університету імені Івана Пулюя
№__ протоколу від ___ червня 2005 р.

Рецензенти:

д.е.н., професор В.В. Рокоча (професор кафедри міжнародної економіки Економічного факультету Київського національного університету імені Тараса Шевченка)

д.е.н., професор З.О. Луцишин (професор кафедри світового господарства та міжнародних економічних відносин Інституту міжнародних відносин Київського національного університету імені Тараса Шевченка)

д.е.н., професор В.О. Шевчук (професор кафедри міжнародних економічних відносин Львівської комерційної академії)

Здійснюючи вчення, щоденно додають.

Здійснюючи шлях, щоденно віднімають.

Віднімаючи ще й від віднімання, досягають відсутності здійснення.

У відсутності здійснення відсутнє нездійснення.

Оволодіваючи нїзходженням Небес, будь постійно у відсутності ситуацій.

Коли ж виникне стан наявності ситуацій, цього не достатньо для оволодінням нїзходження Небес.

48 Чжан Дао Де Цзин,

Лао Цзи

... Його тіло знаходиться у готовності відповісти на заклик служіння, а в душі він намагається виконати Шлях... У серці своєму він слїдує пам'ятї миру, але зброя його напоготові.

Джерела японської мудрості,

Рюсаку Цунода

Набагато легше рухатися в умовах максимального стресу, аніж перебувати бездоганним у звичних обставинах.

Колесо часу,

Карлос Кастанеда

ВСТУП

Панівною тенденцією кількох останніх десятиліть є розвиток глобалізації. Остання, демонструючи складне переплетення структурної взаємозалежності економік, нарощування відкритості по каналах міжнародної торгівлі та руху капіталу, формування економічної цілісності світу та стирання відмінностей, справляє фундаментальний вплив на трансформаційні процеси світогосподарського та національного рівня. Змінюється функціональний вимір взаємозв'язків між макроекономічними величинами, структурна композиція внутрішньої та зовнішньої рівноваги економіки країни. Змінюється характер взаємозв'язків між національною економікою та міжнародною, внаслідок чого звичні уявлення про економічну політику, адекватні ще десятиліття тому, зазнають радикальної редакції та переосмислюються з міркувань пошуку оптимальних шляхів забезпечення економічного зростання та цивілізаційного поступу країни та світу у новому тисячолітті.

Втім, процеси глобалізації далекі від однорідності, демонструючи, що вони розвиваються за складною нелінійною логікою, з відповідними спотворенням відбиваючись на площинах національних господарських систем, пріоритетів і інструментарії економічної політики та міжнародній фінансовій архітектурі. Експансія глобального фінансового сектору радикально змінює увесь вимір міжнародної економіки та зв'язків у ній, підпорядковуючи логіці та алогічності глобальних потоків капіталу

увесь спектр міжнародних економічних відносин та присутності держави в якості регулюючої сили в економіці. При цьому, найбільш гостро фундаментальні трансформації, викликані до життя глобалізацією, зачепили монетарну сферу. Остання за своєю специфічною роллю відображає сукупність різнопланових зв'язків між процесами на рівні окремої країни, її взаємозв'язків з міжнародною економікою та впливом останньої на характер процесів національного рівня і можливості впливати на них з боку центральних банків. З одного боку, оскільки центральні банки визначають монетарну політику, то тим самим вони детермінують не тільки внутрішньо економічні процеси, але й процеси, які протікають на рівні міжнародної, глобальної, економіки. У свою чергу процеси глобального рівня справляють вплив на них з послідувачим формуванням передумов для їхнього впливу на економічні процеси національного та міжнародного рівня. З іншого боку, глобалізація та пов'язана з нею фундаментальна трансформація макроекономічних процесів на рівні національної та міжнародної економіки детермінує радикальні зміни у сфері монетарних проявів функціонування міжнародної фінансової архітектури.

Слід зазначити, що на сьогодні сформувалися достатньо відокремлені вектори аналізу глобалізації і національної монетарної політики як об'єктів вивчення теорією міжнародної економіки та аналізу розвитку центральних банків і їх функціональних компетенцій як об'єктів вивчення монетарної чи інституціональної теорії. При цьому, і в рамках одного і другого векторів існують фундаментальні теоретичні та прикладні дослідження, а сама проблематика глобалізації, розвитку міжнародного валютного устрою та монетарної політики вважається досить глибоко вивченою. Так, глибокі дослідження монетарних проблем міжнародної економіки містяться у працях таких авторитетних західних економістів як М.Бордо, Б.Ейченгрін, Г.Кальво, П.Кругман, П.Массон, Е.Мендоза, М.Обстфельд, К.Рейнхарт, К.Рогофф, А.Тейлор. Дослідженню проблематики функціонування глобальної фінансової архітектури та міжнародних монетарних процесів значну увагу приділили такі видатні економісти як Дж.Вільямсом, Б.МакКаллум, Р.Манделл, Р.МакКіннон, П.Кенен, Дж.Сорос, Дж.Стігліц. Значний внесок у розвиток монетарної теорії, яка має фундаментальні наслідки для міжнародної макроекономіки, зробили Р.Барро, Р.Дорнбуш, Р.Лукас, Дж.М.Кейнс, Дж.Тобін, Ст.Фішер, М.Фрідмен, А.Шварц. Глобалізація є об'єктом аналізу провідних вітчизняних науковців-міжнародників та відомих теоретиків, таких як О.Беларус, В.Будкін, А.Гальчинський, З.Луцишин, А.Мокій, В.Новіцький, Д.Лук'яненко, Ю.Пахомов, О.Плотніков, В.Рокоча, Є.Савельєв, В.Сіденко, О.Сохацька, О.Шаров, А.Філіпенко, А.Чухно. Значний внесок у дослідження теоретичних та прикладних аспектів глобалізації та аналізу монетарних процесів зробили російські економісти: А.Абалкін, С.Афонцев, С.Долгов, С.Моїсєєв, Д.Смислов, Ю.Шишков. Проблеми глобалізації та монетарної політики розглядаються і сучас-

ними практиками-керівниками центральних банків, а саме А.Грінспеном, В.Дуйсенбергом, О.Ізінгом, Л.Мейєром, Й.Старком, зокрема, вітчизняними О.Петриком, В.Стельмахом, В.Ющенком.

Втім, внаслідок широкого охоплення різних аспектів глобалізаційних процесів та поділу на аналіз з позиції монетарної теорії та з позиції теорії міжнародної економіки породжуються інколи відмінні, інколи суперечливі погляди на предметну область, де пересікаються гносеологічні площини глобалізації та прояву монетарних проблем глобальної фінансової архітектури. За рахунок цього не простежується цілісності та системності в дослідженні складного комплексу взаємозв'язків між:

характером вибору щодо пріоритетів монетарної політики і характером розвитку процесів глобалізації;

процесами нарощування відкритості та взаємозалежності і експансії глобального фінансового сектора з одного боку та якісними змінами у монетарній політиці та її інституціонального забезпечення з іншого;

еволюцією центральних банків як інституцій, що регулюють монетарні процеси, і можливим вибором щодо регулювання глобальних процесів, адаптації до них, побудови дієвих механізмів реагування на виклики глобалізації, визначення можливих, а не логіко-абстрактних, траєкторій трансформації у сфері міжнародного валютно-фінансового співробітництва тощо.

Відповідно, є надзвичайно актуальним: дослідження взаємопов'язаних процесів трансформації центральних банків та монетарної політики в умовах глобалізації та формування її характерних рис на сучасному етапі під впливом змін у монетарній сфері; розробка відповідних теоретико-методологічних положень; з'ясування глобалізаційної етимології поєднання регіоналізації та монетарної уніфікації; визначення можливих варіантів реагування на виклики глобалізації та їх теоретичне обґрунтування з позиції аналізу зв'язку між еволюцією центральних банків як інституцій та сучасними змінами у міжнародній економіці. Також дослідження такого характеру є актуальним в світлі того, що вітчизняна економіка дедалі більшою мірою втягується у глобальні процеси, вже зазнала руйнівної сили глобальних фінансових потрясінь впродовж 1998 р., стикається з проблемою теоретичного обґрунтування подальшого процесу ринкових перетворень у контексті визначення інтеграційного вектору та вибору оптимального варіанту адаптації до глобальних трансформацій. І проблема теоретичного обґрунтування подальших процесів ринкової трансформації, і корекція макроекономічної політики відповідно до проголошеного євроінтеграційного вектору на сьогодні не можуть не розглядатись в аспекті впливу глобалізації на монетарну політику та визначення рамкових умов функціонування НБУ, що робить дослідження затребуваним не тільки з теоретичної, але й практичної точки зору.

Дана монографія опублікована за сприяння добродія М. Толюка.

РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ ДОСЛІДЖЕННЯ МОНЕТАРНОГО ВИМІРУ ФУНКЦІОНУВАННЯ ГЛОБАЛЬНОЇ ФІНАНСОВОЇ АРХІТЕКТУРИ

1.1. Гносеологічні основи дослідження глобалізації

Трансформація глибинних основ світового господарства та макроекономічних систем окремих країн наприкінці ХХ ст., формуючи енергію подальших перетворень, та проєціюючи її на ХХІ ст., викликають аналітичний інтерес до проблематики функціонування цілого спектру суспільно-історичних та економіко-інституціональних елементів загально цивілізаційного поступу. Одним з таких елементів є центральний банк та сфера його функціональної активності. Важливість саме монетарного фактору сучасних трансформацій відображає цілий комплекс загально економічних та цільово-функціональних площин присутності центрального банку у ринковій економіці, на яких відображаються взаємообумовлені процеси розвитку в розрізі окремих країн — учасниць світової господарства, та світового господарства як цілісного компонента людської цивілізації.

Так, по-перше, економічна діяльність заснована на приматі грошового фактора в реалізації трансакцій; цей принцип поширюється і на фундаментальні чинники обміну на міжнародному рівні, а, можливо, на ньому набуває більш концентрованого, рельєфного виразу. По-друге, з часу виникнення дворівневих банківських систем з виокремленням процесу емісії у монополізоване середовище активності окремої інституції, роль організаційно-інституціональних факторів економічної активності та вектору їх функціонального спрямування визначила послаблення ринкового чинника товарно-обмінних операцій на користь інституціонального. По-третє, поява та посилення інституціонального каркасу монетарної сфери ринкової економіки виступили чинниками формування каналів справляння впливу на об'єктивно-стихійні ринкові процеси, що особливо гостро ретранслюється на закономірності розвитку міжнародної економічної діяльності, ефективність якої багато в чому визначається факторами інституціональної симетрії тих органів, що репрезентують політико-економічні контури держав, суб'єкти яких здійснюють таку діяльність. Наприклад, всесвітньо відомий американський дослідник монетарних систем Б.Ейченгрін та його ізраїльський колега Н.Сузман наголошують, що перехід від товарних (субстанціональних) грошей до декретних чи трансформація біметалічних грошових систем у монометалічні з їх подальшим перетворенням у бретонвудський та ямайський валютні устрої завжди справляли вплив одразу і на національну економіку та можливість здійснення макрополітики у ній, і на сферу міжнародних економічних відносин в цілому, що обумовлюється важливістю монетарного фактора опосередкування

ринкових трансакцій і впливу на них¹. Невипадково, що затребуваність центральних банків, їх створення наприкінці XIX ст. - початку XX ст. та остаточне утвердження в економічних системах з початку окремих країн, а згодом у системі світової економіки, кореспондує з рівнем розвитку саме масштабів втягнення суб'єктів підприємництва у міжнародну економічну діяльність та з процесами набуття такою діяльністю самодостатніх рис щодо забезпечення макро- та мікроекономічної ефективності на парадигмальному рівні еволюції світогосподарської системи.

Сучасним сутнісним проявом такої еволюції є процеси глобалізації. Остання, як феномен надекспансії підприємницької активності на міжнародний рівень, не знімає питань про кореспонденцію між її роллю в економічному поступі та розвитком і закономірностями трансформації вже укорінених в фундамент ринкового господарства центральних банків, а, навпаки, віддзеркалює нові процеси системної трансформації середовища їх функціонування, внаслідок чого вони самі зазнають відповідних змін, або ж стають їх провідниками на системно-інтегративному рівні світового господарства.

Для з'ясування сутнісних основ трансформації центральних банків в умовах глобалізації та виявлення основних закономірностей цього процесу необхідно ідентифікувати її основні гносеологічні риси. Важливість цього зумовлюється рядом обставин. По-перше, центральні банки є органами макроекономічної політики, отже спроможні задавати область допустимих значень динаміки параметрів господарського розвитку, заснованого на приватно-конкурентній ініціативі, тобто на основі саморегульованого процесу взаємодії та взаємовпливу ринкових сил. Це релевантно як функціонуванню ринкової системи на рівні окремої країни, так і на інтегративному рівні світового господарства. По-друге, глобалізація, власне як і інші за характером процеси еволюції світового господарства, є відображенням дії об'єктивних процесів, індукованих відповідними передумовами. Взаємодія між зазначеними двома факторами в тій чи іншій мірі визначає сутнісний аспект явища як такого, незалежно від того, під егідою домінування якого саме воно актуалізується. Тобто зміст, рушійні сили та зовнішній прояв даного явища гносеологічно однаково важливі як для визначення його об'єктивної суті, так і для визначення взаємозв'язку його сутнісних рівнів з кожним конкретним елементом загально цивілізаційного поступу. В даному випадку, в основі аналізу знаходиться такий елемент як центральний банк, що нерозривно пов'язаний з ринковою системою, отже, як інституціональний орган, створює рамкові умови для матеріалізації об'єктивізованого ринкового процесу.

Так, в перше термін "глобалізація" запропонував Т.Левітт ще у 1983 р., маючи під ним на увазі "феномен злиття ринків окремих продуктів, які виготовляються ве-

¹ Eichengreen B., Sussman N. The International Monetary System in the (Very) Long Run // IMF Working Paper. — 2000. — №43 // www.imf.org.

ликими багатонаціональними компаніями”². Подібне визначення, фактично, заклало методологічні основи подальших теоретичних інтерпретацій сутнісних зрізів процесу глобалізації. Наприклад, американські вчені Ч.Ен та Б.Реснік, дискутуючи з приводу етимології глобалізації, зазначають, що цим терміном з початку позначали нові явищі у бізнес-практиці 1980-х рр., які остаточно утвердились у подальшому³. Даний підхід сам по собі відображає окремих аспект даного процесу з явним переко-сом на користь мікроекономічних детермінант його актуалізації.

Що стосується більш сучасних визначень даного терміну, то можна виділити три основні загально методологічні підходи. В рамках першого підходу глобалізація розглядається як сучасний прояв поглиблених та модифікованих під впливом техно-логічно-інноваційної складової міжнародного бізнесу процесів інтернаціоналізації. Наприклад, Н.Думна констатує, що “глобалізація — вищий ступінь інтернаціоналі-зації, продовження транснаціоналізації. Основним її завданням є створення глобаль-ної світової економіки з певними специфічними особливостями, рисами та структу-рами”⁴. А.Некіпелов стверджує, що “глобалізація являє собою сучасний етап інтер-націоналізації суспільно-економічного життя у планетарному масштабі”⁵. Подібне визначення дає І.Осадча: “Глобалізація — по-суті справи черговий етап інтернаціо-налізації, заснований на розвитку інформаційних технологій”⁶. Дещо відмінне, але за своїм змістом подібне визначення міститься в українській економічній енцикло-педії: “Глобалізація — категорія, яка відображає процес обміну товарами, послуга-ми, капіталом та робочою силою, що виходить за межі державних кордонів і з 60-х ХХ ст. набуває форм постійного й неухильного зростаючого міждержавного переп-летіння національних економік”⁷.

Даний теоретичний підхід до тлумачення глобалізації фактично зводить її до чергового еволюційного етапу розвитку інтернаціоналізації у світовій економіці. Проте, сама по собі наявність відмінної дефініції вимагає інших підходів до тлума-чення явища, аніж зведення його еволюційних форм до відображення з допомогою відмінної категорії. Наприклад, саме тому більшість економістів відкидає еволюцій-не наступництво глобалізації процесів інтернаціоналізації. Таке наступництво може мати хронологічний характер, тоді як на сутнісному рівні може відрізнитись від явища — хронологічного попередника, навіть якщо впливає з його найбільш заве-ршених та яскраво виражених форм. Наприклад, визнаний фахівець у галузі геоеко-

² Levitt T. Harvard Business Review. — 1983. — P. 18.

³ Eun Ch., Resnick B. International Financial Management. — Irwin: McGraw-Hill, 1998. — P. 10.

⁴ Думная Н. Глобальная экономика — новая среда международного бизнеса // Интернационализация и глобализация на бизнеса. — Свищов. — 1998. — С. 7.

⁵ Некипелов А. Обзор: Глобализация как вызов национальным экономикам / Понятие глобализации. — Свободная мысль. — 1999. — №1. — С. 117.

⁶ Осадчая И. Глобализация и государство: новое в регулировании экономики развитых стран // МЭиМО. — 2002. — №11. — С. 3.

⁷ Глобалізація / Економічна енциклопедія: У трьох томах. Т.1. — К.: Видавничий центр “Академія”, 2000. — С. 264-265.

номіки та глобалістики Е.Кочетов, розглядаючи характер чинників, що формують цілісність світової системи, вводить між інтернаціоналізацією та глобалізацією ще одну проміжну стадію — мондіалізацію. Відповідно, інтернаціоналізація передбачає наявність відносно ізольованих національних господарств, зв'язаних між собою через світовий ринок. Мондіалізація забезпечує цілісність світової економіки на основі інтеграційно-відтворювальних зв'язків, тоді як глобалізація, на його думку, це “не стільки посилення економічних взаємозв'язків та взаємопроникнень, скільки створення економічних відносин, що забезпечують виживання і розвиток в руслі еволюції людини і природи”⁸. Згідно даної термінологічної інверсії те, що попередні економісти називають інтернаціоналізацією, згідно Кочетові є мондіалізацією, тоді як глобалізація це трансплантація економічних стосунків у ноосферну площину цивілізаційного поступу світового господарства. Російські економісти С.Моїсеев та К.Михайленко зводять поставлене питання до більш вузьких верифікаційних рамок економічного аналізу, стверджуючи з цього приводу, що “термін “інтернаціоналізація” в значній мірі відображає ситуацію, коли відбувається збільшення операцій на зовнішніх ринках, в той час як “глобалізація” означає все більшу інтеграцію національних економік, включаючи фінансові ринки, що в підсумку призводить до створення єдиного ринку”⁹.

Саме примат формування єдності світу в процесі глобалізації, з допомогою чого світове господарство набуває завершених цілісних форм, є методологічною основою альтернативних підходів до тлумачення глобалізації. Вони спирається на більш широке концептуальне бачення процесів глобалізації, які створюють передумови для зближення та гомогенності суспільств, країн, культур, світогляду тощо. Наприклад, колишній голова Чеської Республіки та видатний інтелектуал ХХ ст. В.Гавел визначає глобалізацію як “процес, що зменшує різноманітність”¹⁰. А відомий американський футуролог та соціолог В.Андерсон розглядає глобалізацію як “потік сил, що забезпечують конвергенцію, які створюють справжній єдиний світ”¹¹.

Однак примат конвергенції та зближення за екстраполяції на гносеологічні контури економічного дискурсу розпадається на два аспекти, кожен з яких репрезентований відповідними підходами. Згідно одного з них, глобалізація розглядається в контексті посилення взаємозалежності та взаємопроникнення, дифузії економічних систем та інтеграції на мікро- та макроекономічному рівні. Наприклад, саме під таким кутом зору дається визначення аналізованого феномену фахівцями МВФ: “Гло-

⁸ Кочетов Э. Геоэкономика . — М.: БЕК, 1999. — С. 18.

⁹ Моисеев С. Михайленко К. Terra Incognita: глобализация финансовых рынков // Вопросы экономики. — 1999. — №6. — С. 123-135.

¹⁰ Что требует осмысления в процессе глобализации. Резюме выступления президента Чехии Вацлава Гавела, а также результаты обсуждения, состоявшегося на конференции в Университете штата Мичиган // Трансформация. — 2000. — Август-сентябрь. — С. 4.

¹¹ Anderson W. All Connected Now. Life in the First Global Civilization. — N.Y.: Westview Press, 2001. — P. 1.

балізація — це зростаюча економічна взаємозалежність країн всього світу в результаті зростаючого обсягу і різноманіття товарів, послуг і міжнародних потоків капіталу завдяки все більшій дифузії технологій”¹². На подібних засадах стоїть і відомий український економіст-міжнародник А.Філіпенко, який визначає глобалізацію як “продукт постмодерну, переходу від індустріальної до постіндустріальної стадії економічного розвитку”, звідки виводить ознаки даного процесу, наголошуючи на зростаючій “взаємозалежності економік різних країн, все більшу цілісність і єдність світового господарства...”¹³. Інтеграційно-конвергенційну природу глобалізації відзначає і Нобелівський лауреат у галузі економіки, всесвітньо відомий економіст Дж.Стігліц. Він стверджує, що глобалізація являє собою “все більш тісну інтеграцію країн і народів, породжену гігантським зниженням витрат транспорту і зв’язку та усуненням штучних перепон на шляху руху товарів, послуг, капіталів, знань, і (меншою мірою) людей через національні кордони”¹⁴.

В межах даного концептуального напрямку, але з деякою відмінністю в наголосах, третій підхід до визначення глобалізації спирається на факт зближення та інтеграції ринків. Наприклад, функціонер світового банку Ш.Юсуф стверджує, що під цим явищем розуміється: “єдина валюта і інтеграція ринків товарів та факторів виробництва, а також підвищення уніфікованості стандартів і споживчих смаків”¹⁵. Не ігноруючи принципову сутнісну інтегративну та зближуючу роль глобалізації, американець Ч.Гіл також робить наголос на приматі інтеграції ринків у цілісну систему: “... ми називаємо глобалізацією процес зміщення у напрямку створення більш інтегрованої та взаємозалежної світової економіки. Цей процес має дві основні складові: глобалізацію ринків та глобалізацію виробництва. Глобалізацією ринків називається процес об’єднання історично відокремлених і відмінних між собою національних ринків в один великий ринковий простір”¹⁶. А відомий польський реформатор-економіст Гж.Колодко констатує, що глобалізація полягає у “створенні єдиного світового ринку типу капіталістичного”, або ж — “це процес створення лібералізованого й інтегрованого світового ринку товарів і капіталів, а також формування нового міжнародного інституційного ладу, який служить розвитку виробництва, торгівлі і фінансових потоків у всесвітньому масштабі”¹⁷.

Що стосується двох інтерпретаційних напрямів, в яких наголошується чи то на зростанні (посиленні) взаємозалежності національних економік, чи то на формуванні єдиного ринку внаслідок їх інтеграції та об’єднання, то можна стверджувати: дані

¹² World Economic Outlook. — IMF. — Washington DC. — 1997. — P. 45.

¹³ Філіпенко А. Глобалізація економічних процесів / Світова економіка: Підручник / А.С. Філіпенко, О.І. Рогач, О.І. Шнирков та ін. — К.: Либідь, 2000. — С. 51-52.

¹⁴ Stiglitz J. Globalization and Its Discontents. — N.Y.: W.W. Norton&Co, 2002. — P. 9.

¹⁵ Юсуф Ш. Глобализация и локализация: изменение форм развития // Трансформация. — 1999. — Август. — С. 1.

¹⁶ Гіл Ч. Міжнародний бізнес. — К.: Основи, 2001. — С. 35.

¹⁷ Колодко Гж. Глобалізація і перспективи розвитку постсоціалістичних країн. — К.: Основні цінності, 2002. — С. 17, С. 30.

процеси відображають окремі аспекти одного явища і не можуть претендувати на роль дефініційної самодостатності. Так, інтеграція ринків, які географічно та історично не поєднані між собою в один економічно-господарський простір, відображає аспект формування цілісних сітєвих бізнес-комунікацій, які, природно, не враховують фрагментацію такого простору за приналежністю до окремої політичної держави. Але саме це і відображає факт того, що внаслідок такої інтеграції зростає взаємозалежність окремих держав та окремих секторів національних економік, оскільки формування їх елементів та складових на мікрорівні відбувається за наскрізним принципом та під впливом наскрізно діючих ринкових алокаційних процесів. Відповідно, саме дані аспекти у своїй сукупності повинні правити за точку відліку верифікації глобалізаційних процесів.

Саме на тому, що глобалізація є принципово відмінним від інтернаціоналізації феноменом, наголошують такі західні економісти як П.Герст та Г. Томсон, стверджуючи, що її слід сприймати як “утворення нової економічної структури, а не лише як кон’юнктурні зміни в бік інтенсифікації міжнародної торгівлі та інвестицій у рамках наявної системи господарчих відносин”¹⁸. Поглиблюючи понятійно-змістовий ракурс свого дослідження, дані науковці спираються на розроблений М.Вебером та пізніше активно застосовуваний В.Ойкеном методологічний принцип конструювання ідеальних типів. Відповідно, вони розглядають два ідеальних типи (моделі) міжнародної економіки: власне міжнародна економіка та глобалізована економіка. Тип міжнародної економіки відображає те, що світове господарство складається з окремих національних економік, які системно поєднані через різні форми міжнародних економічних відносин відповідно до дії чинників спеціалізації та поділу праці. Причому, конкретна форма міжнародних економічних відносин, що є системовизначальною на певному етапі розвитку (наприклад, міжнародна торгівля), може поступитись іншій (відповідно, прями іноземні інвестиції), внаслідок еволюції системи та посилення інтеграції між її окремими національними складовими. Проте визначальною рисою такого типу є фактор взаємодії національних економік чи національних держав, і саме від характеру взаємодії та політико-стратегічного вибору на користь неї залежить характер розвитку такої системи в цілому та ступінь вірогідності такого розвитку загалом. Що стосується ідеального типу “глобалізована економіка”, то він характеризується появою повної автономії міжнародної економіки, яка більше не субординується економічними процесами, що відбуваються на національному рівні, а також повним занепадом регулюючої ролі держави та зверхності її політики щодо алокаційних процесів у такій системі. Самі ж алокаційні процеси у такому типі фун-

¹⁸ Герст П., Томсон Г. Сумніви в глобалізації. Пер. з англ. — К.: К.І.С., 2002. — С. 6.

кціонують повністю за власними законами та не знаходять опору з боку будь-яких форм національно-державного прояву політико-економічної активності¹⁹.

Що стосується економічних форм та напрямів глобалізації світової економіки, то існує широкий консенсус щодо їх переліку та показників їх відображення. По-перше, — це показники інтернаціоналізації (зростання міжнародної торгівлі, прямих іноземних інвестицій (ПІІ), транскордонних операцій з капіталом, обороту на валютних ринках тощо), які відображають втягнення національної економічної активності у загальносвітові економічні процеси. По-друге, — це показники відкритості та інтеграції ринків (частка міжнародної торгівлі у ВВП, співвідношення поточного рахунку платіжного балансу до ВВП, різниця в цінах на виробничі та фінансові активи, заробітну плату в розрізі окремих країн чи сегментів міжнародної економіки). По-третє, — це тенденція до гомогенності інституціонально-організаційних форм економічної активності, зокрема держави. По-четверте, — це тенденція до регіоналізації, яка відображає збереження переваг щільної інтеграції ринків в рамках окремих географічних чи політичних сегментів світової економіки²⁰. (З іншого боку, процеси регіоналізації можна сприймати як виклик процесам глобалізації, оскільки вони *a priori* створюють передумови для фрагментації єдиного геоекономічного простору за ознаками щільності інтеграції або факторної мобільності.) Відповідно, кожен з зазначених показників відображення глобалізаційних процесів кореспондуватиме з типами глобалізації. Наприклад, український дослідник О.Бакаєв виділяє чотири таких типи: перший тип — відсутність глобалізації; другий — глобалізація переважно реального сектора; третій — глобалізація фінансового сектора; четвертий — повна глобалізація²¹. Можна зробити висновки, що другий та третій тип глобалізації скоріше виступають наслідками асиметричності інтеграційних процесів у різних сферах світової економіки, зокрема, внаслідок відповідної політики, тоді як тільки четвертий тип буде відображати завершеність процесу утворення цілісної системи світового господарства, оскільки не можливо говорити про неї, спираючись тільки на те, що окремі елементи такої системи є більш щільно інтегровані, ніж інші, зокрема, з огляду на функціональну та структурну взаємопов'язаність глобалізації реального та фінансового секторів. Актуальність цього, підтверджується дослідженням американських економістів П.Роуссі та Р.Сайлла, які доводять, що впродовж періодів зближення національних економік у світовому масштабі, саме факт щільного зв'язку між розвитком фінансових ринків та реальним сектором відіграв принципову роль у

¹⁹ Ibid. — С. 6-13.

²⁰ Див., наприклад: Долгов С.И. Глобализация экономики: новое слово или новое явление? — М.: Экономика, 1998. — С. 27-31.; Філіпенко А. Глобалізація економічних процесів / Світова економіка: Підручник / А..С. Філіпенко, О.І. Рогач, О.І. Шнірков та ін. — К.: Либідь, 2000. — С. 56-66.; Герст П., Томсон Г. Сумніви в глобалізації. Пер. з англ. — К.: К.І.С., 2002. — С. 17-52.; Baldwin R., Martin Ph. Two waves of globalization: superficial similarities, fundamental differences // NBER Working Paper. — 1999. — №6904 // www.nber.org.

²¹ Бакаєв О. Глобалізація фінансових ринків // Стратегії економічного розвитку в умовах глобалізації: Монографія. За ред. д-ра екон. наук, проф. Д.Г.Лук'яненка. — К.: КНЕУ, 2001. — С. 196.

економічному поступі практично усіх розвинутих націй. Зокрема, фактор розвитку фінансових ринків та їх міжнародної інтеграції був відправним пунктом такого поступу²².

Виходячи з проаналізованих гносеологічних підойм інтерпретації глобалізації та з метою системного відображення її змісту необхідно з'ясувати таких два ключових моменти. Перший — історичний континуум глобалізаційних процесів; другий — їх чинники та детермінанти. Принциповість даних моментів пов'язана з тим, наскільки ті чи інші часові рамки глобалізації співвідносяться з тенденціями та закономірностями розвитку та функціонування центральних банків у відповідних історичних межах, а також з тим, яка роль центральних банків у визначенні структури таких чинників та детермінант.

Що стосується першого моменту, то сучасна економічна література не має єдиного погляду на часові рамки глобалізаційних процесів. Зокрема, це пов'язано з відкритим питанням про те, по-перше, чи глобалізація є перманентним вибором цивілізованих суспільств в їх історичних межах, отже відображає процес актуалізації набору фундаментальних елементів розвитку на основі міжнародних зв'язків, що сутнісно визначаються ринковим мотиваційним підґрунтям, внаслідок чого фактори глобальної (міжнародної) інтеграції мають історичні форми прояву, але не мають історичних меж самовідтворення, тобто є надісторичною реальністю? По-друге, чи глобалізація є історично обмеженим феноменом, актуалізація якого пов'язана зі збігом кон'юнктурних обставин, що визначаються приматом ринкових мотивацій та економіко-цивілізаційним тріумфом окцеденталізму? Зазначимо, — у дослідженні проблеми глобалізації українським авторським колективом під керівництвом академіка О.Білоруса прямо зазначається, що існує певна об'єктивна тенденція формування фундаменту світового розвитку на основі глобалізації та інтеграції: "Глобалізація світового розвитку не є чимось таким, що впало на голову людства з неба. Історично світ глобалізується і інтегрується впродовж всього періоду його розвитку"²³.

Наприклад, згадуваний Г.ж.Колодко прямо вказує на те, що у загально цивілізаційному контексті виникнення глобалізації не є безпрецедентним. Він стверджує, що її корені слід шукати у торгівельно-економічних інтеграційних процесах, що мали місце у Середземномор'ї кілька тисяч років тому. Наступні фази розвитку глобалізації припали на утворення стійких зв'язків між країнами Заходу та Сходу у XIII-XIV ст. та відкриття Америки. Проте справжня епоха глобалізації пов'язана з коло-

²² Rousseau P., Sylla R. Financial Systems, Economic Growth, and Globalization NBER Working Paper. — 2001. — №8323 // www.nber.org.

²³ Глобалізація і безпека розвитку: Монографія / Керівник авт. колективу і наук. ред. О.Г.Білорус. — К.: КНЕУ, 2001. — С. 13.

ніалізмом, а остаточний перелом на користь її панування припав на останню чверть XIX ст.²⁴.

Дещо по іншому підходять до даної проблеми функціонери Національного бюро економічних досліджень США К.О'Рурк та Дж.Вілльямсон. Вони розглядають декілька історичних підходів до розвитку процесів глобалізації, зокрема, тих, що пов'язані з фактом виникнення нових, географічно диверсифікованіших, торговельних зв'язків та їх інтенсифікацією (наприклад, відкриття Хр.Колумба та Васко да Гама). Проте, як стверджують дані економісти, за вихідну ланку аналізу необхідно брати ті прояви економічної активності, які можна емпірично верифікувати. Якщо глобалізація є утворенням єдиного ринку, то методологічний та методичний ракурс аналізу мають визначати саме ті елементи, які дадуть змогу відповісти на питання: чи була світова економіка у відповідний період дійсно глобалізована (єдина) чи ні. Так, О'Рурк та Вілльямсон стверджують, що справжня глобалізація розпочалась не з епохою Великих географічних відкриттів, а у XIX ст., оскільки саме на той час припала інтеграція національних економік та географічно відокремлених ринків, яка синхронізувала динаміку вартості виробничих факторів, земельних володінь та цін на товари. Тобто, наскрізна та інтегративна дія закону єдиної ціни стала актуальна саме у XIX ст.²⁵. Р.Фіндлей та згадуваний К. О'Рурк, проаналізувавши процеси інтеграції на товарних ринках за період з 1500 р. по 2000 р., прийшли до висновку: з часу епохи Великих географічних відкриттів дійсно створились передумови для розвитку інтеграції товарних ринків на різних континентах, проте тільки у XIX на початку XX ст. сформувались передумови для відносно повної інтеграції товарних ринків, яка час від часу переривалась зовнішніми шоками та політикою урядів. Окрім цього, існує певна трендова тенденція інтеграції товарних ринків у XX ст., проте вона не є такою яскраво вираженою як наприкінці позаминулого століття²⁶. Подібні висновки цілком узгоджуються з таким доктринальним напрямком глобалістики як школа світ-системного аналізу. Так, капіталістична світ-система розвивається з 1500 р. і, за визначенням, що міститься у цитованому дослідженні під керівництвом О.Білоруса, є "першою історичною формою глобалізації, яка безупинно розвивається у взаємодії ядра ("золотий мільярд"), напівпериферії і периферії світу"²⁷.

Відповідно, враховуючи консенсус щодо форм та напрямів глобалізації, а також ствердження про її теперішню не безпрецедентність в економічній літературі формується тенденція сприймати подібні за характером та зовнішнім проявом яви-

²⁴ Колодко Гж. Глобалізація і перспективи розвитку постсоціалістичних країн. — К.: Основні цінності, 2002. — С. 37-41.

²⁵ O'Rourke K., Williamson J. When Did Globalization Begin? // NBER Working Paper. — 2000. — №7632 // www.nber.org.

²⁶ Findlay R., O'Rourke K. Commodity Market Integration, 1500-2000 // NBER Working Paper. — 2001. — №8579 // www.nber.org.

²⁷ Глобалізація і безпека розвитку: Монографія / Керівник авт. колективу і наук. ред. О.Г.Білорус. — К.: КНЕУ, 2001. — С. 12.

ща у світовій економіці як відображення глобальних інтеграційних процесів, що актуалізуються з певною циклічністю, викликаною не стільки природнім економічним процесом, скільки відповіддю державної політики на ті чи інші шоки та потрясіння, які багато в чому мають позаекономічну природу. Наприклад, російський економіст Л. Синцеров стверджує, що формування світової економіки та процес її інтеграції цілком кореспондує з довгими циклами економічного зростання та розвитку продуктивних сил і цивілізації. Відповідно, інтегративна роль світової економіки також актуалізується з певною циклічністю, внаслідок чого формуються “довгі хвилі глобальної інтеграції”, утвердження якої і є насправді відображенням конкретних проявів глобалізаційних процесів. Він виділяє два великих глобальних інтеграційних цикли: перший, який тривав з 1846 р. по 1914 р. і пов’язаний з феноменом *РАХ BRITANNICA*; другий, — що розпочався з 1946 р.²⁸. Американські економісти Р. Болдвін та Ф. Мартін також обстоюють тезу про хвилеподібний розвиток глобалізаційних процесів. Перша хвиля глобалізації припала на кінець ХІХ ст., тоді як друга — на другу чверть ХХ ст.²⁹.

Наприклад, зростання міжнародної торгівлі продовж 1870-1913 рр. складало приблизно 3,4% в середньому за рік, а зростання ВВП — 2,1% за рік. Впродовж 1913-1950 рр. середньорічне зростання обсягів міжнародної торгівлі склало близько 1%, а ВВП — 3%. З 1950 р. по 1973 р. дані показники склали, відповідно, 9% та 4,6%, а вже після 1973 р. і практично по даний час — 3,4% та 3,2% в середньому за рік³⁰. Це означає, що за динамікою міжнародної торгівлі сучасний етап глобалізації не відрізняється від попереднього. Це саме стосується співвідношення між обсягом ПІІ і показниками зовнішньої торгівлі. Так, у теперішніх дол. США на 1914 р. обсяг ПІІ з Великої Британії склав 8172 млн., а обсяг експорту — 1928 млн., відповідно з США — 2652 млн. та 896 млн., Німеччини — 2600 та 1824, Франції — 1750 та 813. Окрім цього, якщо у 1900-1913 рр. світове виробництво зросло на 40%, фізичні обсяги світової торгівлі — на 62%, а зовнішні інвестиції практично подвоїлись³¹, то у 1990-х рр. світовий ВВП виріс приблизно в 1,2 рази, обсяги світової торгівлі, відповідно, в 1,7 рази³², а ПІІ на рівні потоків — в 2,4 рази, крім цього, ПІІ як частка світового ВВП — в 3,6 рази³³.

²⁸ Синцеров Л. Длинные волны глобальной интеграции // МЭиМО. — 2000. — №5. — С. 56-64.

²⁹ Baldwin R., Martin Ph. Two waves of globalization: superficial similarities, fundamental differences // NBER Working Paper. — 1999. — №6904 // www.nber.org. Відзначимо, що згадувані Герст та Томсон, які висловлюють сумнів щодо процесу глобалізації як такого, обстоюють тезу, що за рівнем інтеграції світова економіка ХІХ ст. ні чим не поступалася теперішньому етапу її розвитку, а в окремих випадках щільність інтеграції під час першої хвилі глобалізації була вища.

³⁰ Герст П., Томсон Г. Зазнач. праця. — С. 19., Філіпенко А. Зазнач. праця. — С. 41.

³¹ Синцеров Л. Длинные волны глобальной интеграции // МЭиМО. — 2000. — №5. — С. 57.

³² Гіл Ч. Міжнародний бізнес. — К.: Основи, 2001. — С. 40.

³³ Смыслов Д.В. Мировые деньги в прошлом, настоящем и будущем // Деньги и кредит. — 2002. — №7. — С. 52.

Що стосується показників відкритості економіки, то табл. 1.1. відображає інтернаціоналізацію торгівлі, а табл. 1.2. відображає мобільність капіталів у світовій економіці.

Таблиця 1.1.

Відношення зовнішньої торгівлі до ВВП

	1913	1950	1973	1995	2000	2003
Франція	35,4	21,2	29,0	36,6	46,6	44,2
Німеччина	35,1	20,1	35,2	38,7	56,3	56,2
Японія	31,4	16,9	18,3	14,1	17,7	19,9
Нідерланди	103,6	70,2	80,1	83,4	112,5	108,9
Велика Британія	44,7	36,0	39,3	42,6	43,9	38,7
США	11,2	7,0	10,5	19,0	20,7	18,5
Середньосвітова зовнішньоторгова квота	13	16	28	-	37	41,5

Джерело: Герст П., Томсон Г. Зазнач. праця. — С. 24.; Синцеров Л. Зазнач. праця. — С. 57.; Шишков Ю. Внешнеэкономические связи в XX в. — от упадка к глобализации // МЭиМО. — 2001. — №8. — С. 19.; Integration with the global economy // World development indicators. — 2002. — World Bank, Wash. — P. 332-334.; World Development Indicators. — Wash. (D.C.): World Bank, 2005. — P. 322-324.

Таблиця 1.2.

Поточний рахунок платіжного балансу як % ВВП з 1870 р.

	Велика Британія	США	Аргентина	Австралія	Канада	Франція	Німеччина	Італія	Японія
1870-1889	4,6	0,7	18,7	8,2	7,0	2,4	1,7	1,2	0,6
1890-1913	4,6	1,0	6,2	4,1	7,0	1,3	1,5	1,8	2,4
1919-1926	2,7	1,7	4,9	4,2	2,5	2,8	2,4	4,2	2,1
1927-1931	1,9	0,7	3,7	5,9	2,7	1,4	2,0	1,5	0,6
1932-1939	1,1	0,4	1,6	1,7	2,6	1,0	0,6	0,7	1,0
1947-1959	1,2	0,6	2,3	3,4	2,3	1,5	2,0	1,4	1,3
1960-1973	0,8	0,5	1,0	2,3	1,2	0,6	1,0	2,1	1,0
1974-1989	1,5	1,4	1,9	3,6	1,7	0,8	2,1	1,3	1,8
1989-1996	2,6	1,2	2,0	4,5	4,0	0,7	2,7	1,6	2,1

Джерело: Taylor A. International Capital Mobility in History: Savings-investments Relationship // NBER Working Paper. — 1996. — №5743 // www.nber.org.

Аналіз табл. 1.1. та 1.2. дозволяє стверджувати, що за рівнем відкритості міжнародним торговим потокам світова економіка на сучасному етапі дещо просунулась далі порівняно з першою хвилею глобалізації. Про це говорять співмірні співвідношення зовнішньої торгівлі до ВВП на початку та наприкінці XX ст. та дещо вищий рівень даного показника на 2000 р. Що стосується показників відкритості потокам капіталу, то, незважаючи на безпрецедентне зростання їх абсолютних показ-

ників, співвідношення поточних рахунків до ВВП у провідних країнах світу на початку ХХ ст. було вищим, ніж наприкінці. Таке явище також підтверджується даними щодо середнього співвідношення поточних рахунків до ВВП для 12 провідних країн світу. Так, якщо з 1870 по 1929 рр. даний показник коливався в діапазоні 2,6-5,9%, то вже за період з 1930 по 1974 рр., відповідно, у діапазоні 1,5-1,6% і з 1973 р. по даний час поступово наблизився до 3%. Звідси випливає те, що за першої хвилі глобалізації рівень інтернаціоналізації та відкритості національних економік був вищий порівняно з теперішньою хвилею. Це саме стосується і показників інтеграції фінансових ринків, які на даний час виступили авангардом процесу глобалізації. Що стосується теоретичного підходу до її виміру, то ще у 1980 р. американці М.Філдстайн та К.Хоріока аргументували: кореляція між рівнем національних заощаджень та інвестицій є тим більшою, чим меншою мірою інтегровані фінансові ринки у світовому масштабі, інакше можливості прикладання капіталів би розосереджувались по всьому світу і не були би пов'язані з динамікою національної норми заощаджень у ВВП. Результати їх досліджень доводять існування високої щільності зв'язку між національними заощадженнями та інвестиціями за період з 1960 р. по 1980 р.³⁴ Застосування даного підходу для більш тривалих часових періодів дозволяє стверджувати, що фінансові ринки були більш інтегровані у першу хвилю глобалізації. Наприклад, показник R^2 для щільності зв'язку між національними заощадженнями та інвестиціями за період 1900-1913 рр. склав 0,26, за період 1926-1938 рр., відповідно, 0,94, 1960-1974 — 0,91, 1974-1980 — 0,56, 1981-1990 — 0,64, 1991-1995 — 0,75³⁵.

Альтернативні підходи до виявлення інтеграції фінансових ринків у міжнародному масштабі, наприклад ті, що за показник верифікації обирають процентні ставки та характер потоків капіталу, відображають аналогічну ситуацію. В основу таких підходів покладене виявлення характеру поведінки міжнародних інвесторів, адже саме вона визначає, наскільки міжнародні фінансові ринки утворюють цілісну систему. Так, всесвітньо відомі фахівці у цій сфері М.Обстфельд та А.Тейлор виявили, що дисперсія процентних ставок з 1870 р. була відносно низькою саме за першої та другої хвилі глобалізації, що говорить на користь щільної інтеграції фінансових ринків у ці періоди, а зниження цього показника тепер може відображати технологі-

³⁴ Feldstein M., Horioka Ch. Domestic Savings and International Capital Flows // *Economic Journal*. — 1980. — vol. 90. — P. 314-329.

³⁵ Герст П., Томпсон Г. Знач. праця. — С. 33. Дослідження відомого американського економіста А.Тейлора відображає дещо інші результати для значення R^2 . Наприклад, для 1870-1879 рр. воно становило 0,6 для 1880-1889 — 0,39, 1890-1899 — 0,59, 1900-1919 — 0,7, 1920-1929 — 0,44, а з 1939 по даний час коливається на рівні 0,75-0,97. Однак висновок залишається той самий: інтеграція фінансових ринків у першу хвилю глобалізації була вища. Див.: Taylor A. *International Capital Mobility in History: Savings-investments Relationship* // NBER Working Paper. — 1996. — №5743 // www.nber.org.

чний аспект організації фінансових потоків³⁶. Спираючись на концепт переваг та детермінант ефективної міжнародної диверсифікації, фахівці Йельського університету В.Гоетцманн, Л.Лі та К.Роувенхорст констатують, що міжнародна диверсифікація продовжує залишатись ефективною, однак, рівень кореляції національних ринків титулів власності варіювався за останні 150 р. (див. табл. 1.3.).

Таблиця 1.3.

Кореляція між ринками акцій провідних країн за періодами інтеграції

	США	Франція	Німеччина
Весь період, 1872-2000	Середня кореляція = 0,199		
Велика Британія	0,265	0,351	0,143
США		0,163	0,083
Франція			0,189
Період інтеграції, 1872-1913, 1972-2000	Середня кореляція = 0,381		
Велика Британія	0,345	0,467	0,369
США		0,301	0,284
Франція			0,520
Період сегментації, 1914-1971	Середня кореляція = 0,146		
Велика Британія	0,193	0,311	0,097
США		0,101	0,041
Франція			0,135

Джерело: Goetzmann W., Li L., Rouwenhorst K. Long-Term Global Market Correlations // The Bank of Nederland Conference Papers // www.dnb.nl.

Дані табл. 1.3. демонструють, що рівні кореляції між ринками акцій провідних країн істотно вище впродовж першої та другої хвилі глобалізації порівняно з періодом 1914-1971 рр. Зазначене свідчить про те, що рівень інтеграції ринків у періоди впродовж 1872-1914 та 1972-2000 рр. був істотно вище, порівняно з періодом 1914-1971 рр. Відповідно, потенційні вигоди від диверсифікації були вище в останньому періоді, але тільки за рахунок того, що фінансові ринки не були інтегровані, отже, не являли абсолютно цілісної системи. Подібні висновки впливають з характеру протікання фінансових криз та поширення фінансової “інфекції” (*contagion*) через кордони³⁷.

Проте більшість досліджень виділяє глибокі відмінності між двома хвилями глобалізації. Наприклад, Ю.Шишков вважає, що аналіз на основі окремих з вище перелічених показників, які, по-суті, є фундаментальними параметрами інтернаціоналізації та інтеграції на початку та наприкінці ХХ ст., не підтверджує факту глоба-

³⁶ Obstfeld M., Taylor A. The Great Depression as a Watershed: International Capital Mobility in the Long Run // NBER Working Paper. — 1997. — №5960. // www.nber.org

³⁷ Baldwin R., Martin Ph. Two waves of globalization: superficial similarities, fundamental differences // NBER Working Paper. — 1999. — №6904 // www.nber.org. Якщо у теперішню глобалізаційну хвилю відбулося декілька глибоких потрясінь, які сприймають як наслідок глобалізації фінансових ринків (криза Європейської валютної системи 1992-1993 рр., Мексика 1994 р., Азійська криза 1997-1998 рр.), то з 1870 р. по 1914 р. відбулося 22 кризи, що охопили майже всі провідні країни та їх фінансово-банківські установи.

лізації, оскільки такі події у світовій економіці насправді були не більше ніж збіг обставин, і були “самовідтворювальною системою”³⁸. Г.Скоров вказує на те, що: міжнародні економічні відносини на початку ХХ ст. мали міждержавний характер, тоді як діяльність ТНК на сучасному етапі нівелює фактор кордонів при здійсненні бізнесу; незважаючи на співмірні співвідношення обсягів міжнародної торгівлі до ВВП її інтенсивність та диверсифікація є вищими на даному етапі розвитку; перелив капіталу між кордонами також є більш інтенсивним³⁹. С.Долгов відзначає, що основними відмінностями між світовою економікою початку і кінця ХХ ст. є: відмінний характер міжнародної торгівлі (зараз вона в основному припадає на розвинуті країни); теперішня інтернаціоналізація базується не на обміні, а на виробництві та збуті; на початку ХХ ст. в міжнародні операції була втягнута менша частина світу, ніж зараз; на теперішньому етапі принциповим є питання не стільки здешевлення послуг транспорту, скільки зв’язку; на сучасному етапі фінансовий сектор економіки має безпрецедентні масштаби розвитку⁴⁰. Провідну роль ТНК та ПІІ при формуванні сутнісного обличчя сучасної міжнародної економіки відзначає Ф.Губайдулліна⁴¹.

Згадані економісти заперечують релевантність припущень про те, що глобалізація економіки мала історичні прецеденти, нехтуючи очевидним фактом того, що рівень інтеграції, наприклад фінансових ринків, на початку ХХ ст. був вищий, ніж зараз. Фактично, це означає, що вони орієнтуються або на обмежений набір кількісних змін, або ж несистемне застосування якісного аналізу для виявлення тотожностей між інтегрованими станами світового господарства на початку та наприкінці ХХ ст., отже їхній підхід не може не розглядатись як упереджений та такий, який не можна застосовувати для кінцевих інтерпретацій.

Альтернативну точку зору з даного питання репрезентують згадувані Болдвін та Мартін, які доводять, що незважаючи на те, що дві хвилі глобалізації мали суттєві подібності, вони мають і фундаментальні відмінності. Їхні аргументи щодо відмінностей між першою та другою хвилею глобалізації сформовано у три групи. Перша група відображає відмінності, виявлені з допомогою аналізу економічних явищ. По-перше, є відмінною природа потоків капіталу. Якщо у першу хвилю потоки капіталу визначались довгостроковими прямими інвестиціями, то тепер — короткостроковими портфельними інвестиціями, що спираються на технологічні інновації та коливання валютних курсів. По-друге, відмінною є природа ПІІ та діяльності ТНК. У першу хвилю ПІІ здійснювались за напрямком Північ-Південь та відображали вкладення у промислові сектори, видобувні галузі та будівництво залізниць, тоді як у другу — між обмеженою кількістю подібних за розвитком країн відповідно до пог-

³⁸ Шишков Ю. Внешнеэкономические связи в ХХ в. — от упадка к глобализации // МЭиМО. — 2001. — №8. — С. 14.

³⁹ Скоров Г. Капитализму XXI века предстоит решать труднейшие задачи // МЭиМО. — 2003. — №2. — С. 5-6.

⁴⁰ Долгов С.И. Глобализация экономики: новое слово или новое явление? — М.: Экономика, 1998. — С. 9-10, С. 37-39.

⁴¹ Губайдуллина Ф. Прямые иностранные инвестиции, деятельность ТНК и глобализация // МЭиМО. — 2003. — №2. — С. 42-47.

либлення спеціалізації. По-третє, відмінною є природа міжнародної торгівлі: інтрасекторна між розвинутими країнами сьогодні та міжсекторна, що відображає технологічні розриви та різну факторозабезпеченість, у першу хвилю. По-четверте, відмінними є процеси конвергенції/дивергенції в розподілі доходів. Під час першої хвилі спостерігалась конвергенція доходів у країнах, що індустріалізувались та дивергенція там, де відбувався зворотній процес. Під час другої хвилі спостерігається конвергенція в розподілі доходів в заможних націях, де відбувається процес деіндустріалізації (коректніше сказати постіндустріалізації. — В.К.). По-п'яте, різна швидкість, з якою падали транспортні витрати. Друга група відображає вихідні відмінності політичних систем, що створюють передумови для тих чи інших можливостей економічного зростання відповідно до вибору тої чи іншої базової теоретичної концепції. Тобто глобалізація у першу хвилю спиралась на колоніальну систему, тоді як у другу хвилю — на демократичну організацію публічної влади зі всіма проблемами, що звідси випливають для формування чітких пріоритетів розвитку. Третя група — відмінності у характері організації міжнародної економіки як системи. Зокрема, це стосується як відсутності/наявності наднаціональних економічних організацій, так і побудови національних макроекономічних систем за принципом автоматичності/дискреційності щодо їх зв'язків з міжнародною економікою (тобто характеру трансмісії її функціонування на національний рівень)⁴². Дані результати є більш системними та відображають ширшу палітру елементів диференціації між глобалізаційними хвилями, що дозволяє коректніше інтерпретувати її детермінуючі фактори та сутнісні ознаки.

Що стосується другого моменту (чинники та детермінанти глобалізації), тут також існують, з одного боку, консенсус щодо рушійних сил глобалізації, з іншого, — відмінності та відносна безсистемність в трактуванні її безпосередніх та опосередкованих детермінуючих факторів. Окрім цього, тільки окремі дослідження виявляють спільні детермінуючі чинники щодо обох хвиль глобалізації. Так, згадуваний Синцеров вважає, що перша хвиля глобалізації була спричинена утвердженням індустріального способу виробництва внаслідок промислового перевороту, в першу чергу у Великій Британії, внаслідок чого з'явилась необхідність перегляду зовнішньоторговельної політики на користь скасування протекціонізму, а транспортні витрати зазнали зниження. Друга хвиля глобальної інтеграції була викликана другою технологічною революцією та подальшим послабленням протекціонізму, що посилює роль секторно-галузевого чинника (споживання енергоносіїв та подальший поділ праці) у появі системної цілісності світового господарства⁴³. Послаблення протекціонізму, що проявляється у зниженні експортних тарифів, демонструє табл. 1.4.

⁴² Baldwin R., Martin Ph. Two waves of globalization: superficial similarities, fundamental differences // NBER Working Paper. — 1999. — №6904 // www.nber.org.

⁴³ Синцеров Л. Знач. праця. — С. 56, 60.

Імпортні тарифи на промислову продукцію у світовій економіці

Країна	1820	1875	1913	1950	1990	2000
Франція	Велика кількість заборон	12	20	18	5,9	3,9
Німеччина	-	4-6	13	26	5,9	3,9
Італія	-	8-10	18	25	5,9	3,9
Японія	-	-	30	-	5,9	3,9
Нідерланди	7	3-5	4	11	5,9	3,9
Швеція	Велика кількість заборон	3-5	20	9	4,4	3,9
Велика Британія	50	0	0	23	5,9	3,9
США	45	40	44	14	4,8	3,9

Джерело: Гіл Ч. Зазнач. праця. — С. 39.; Baldwin R., Martin Ph. Two waves of globalization: superficial similarities, fundamental differences // NBER Working Paper. — 1999. — №6904 // www.nber.org.

Як свідчать дані табл. 1.4. зниження тарифів можна розглядати як потужний фактор інтернаціоналізації, що спонукає до утворення глобальної єдності світу в обох її історичних прецедентах. Що стосується проблеми лібералізації руху капіталів, то під час першої глобалізаційної хвилі вона фактично не стояла, а щодо другої, то вона відбулась на початку 1980-х рр. і з різною інтенсивністю та за різними напрямками охопила більшість країн світу. Наприклад, щодо лібералізації ПШ, то впродовж 1990-х рр. майже 100 країн внесли близько 600 поправок до національного законодавства, які були покликані істотно спростити рух довгострокового капіталу з-за кордону.

Німецький економіст П.Хампе наголошує на тому, що перша та друга хвиля глобалізації зумовлювалась достатньо відмінним набором факторів. Проте, серед них можна виявити суттєві подібності, які відображають спільні есенціальні корені даних процесів. Він констатує, що перша хвиля глобалізації зумовлювалась такими чотирма рушійними силами: класичний лібералізм; індустріальна революція, що позначилась на появі нових технологій та нової продукції; розвиток величезних територій з природними запасами; розвиток транспорту, що забезпечив зниження витрат на перевезення, і детермінував економічні передумови для ефективної інтеграції ринків. Що стосується сучасної хвилі глобалізації, то він виділяє також чотири її передумови: процес тривалої регіональної та глобальної інтеграції; зростаюча кількість учасників міжнародного поділу праці (падіння “залізної завіси”); нові технології (телекомунікації та нова економіка); зменшення цін залежно від відстані. Стосовно другої глобалізаційної хвилі він констатує, що перші два фактори актуалізуються внаслідок політичних рішень, третій фактор є суто технологічним, а четвер-

тий — економічним наслідком розвитку технологій⁴⁴. Неважко помітити, що підхід Хампе також відображає подібності в передумовах обох хвиль глобалізації, як і Синцеров, але перший більше уваги приділяє політичним мотивам глобалізаційного процесу, в розумінні того, що він індукується з допомогою відповідної політики.

Ч.Гіл констатує, що існує два чинники глобалізації: перший — це ліквідація бар'єрів, що стоять на шляху вільного пересування товарів та капіталів через кордони; другий — технологічні зрушення, що призвели до появи нових телекомунікаційних систем, підвищили роль інформації та її обробки в прийнятті бізнес-рішень та позначились на здешевленні транспортних перевезень⁴⁵. На факторі лібералізації, як ефективною передумови розвитку процесів глобалізації наголошує Долгов, який зазначає, що “глобалізація економічної діяльності настійливо потребує її лібералізації, тобто скорочення або ліквідації обмежень на шляхах міжнародної торгівлі, іноземних інвестицій, міжнародних фінансових операцій”⁴⁶. Що стосується рушійних сил глобалізації, то практично більшість досліджень відзначає принципову роль діяльності ТНК та зростання масштабів ПІІ в світі. Наприклад, у доповіді ООН з даного приводу зазначається, що “прямі іноземні інвестиції транснаціональних корпорацій відіграють зараз важливу роль у з'єднанні багатьох національних економік і створенні інтегрованої інтернаціональної виробничої системи — виробничого ядра світової економіки, що глобалізується”⁴⁷. Відомий японський апологет глобалізації К.Оме також прямо вказує, що системна цілісність сучасного економічного світу забезпечується діяльністю “бездержавних корпорацій”⁴⁸, бізнес-космополітизм яких уможливорює виробництво, збут та споживання продукції безвідносно до національних кордонів. Зокрема, ствердження французького економіста Р.Сандретто, який досліджує трансформацію міжнародної торгівлі під впливом ТНК, про те, що “світогосподарські зв'язки більше не є міжнародними. ... вони стали транснаціональними” можна вважати тим гносеологічним вектором, який відображає формування цілісності світу та інтеграції ринків саме під впливом транснаціонального бізнесу⁴⁹. Згадувані Ен та Реснік стверджують, що приватизаційні процеси, що набули особливого динамізму у 1990-х рр., суттєво вплинули на прискорення глобалізаційних процесів (адже можливості прикладання капіталу з боку ТНК суттєво зросли. — В.К.), проте основною передумовою їх виникнення була лібералізація фінансових ринків⁵⁰.

⁴⁴ Хампе П. Економічна глобалізація: історичний досвід і рушійні сили // Журнал європейської економіки. — 2003. — Том 2. — №2. — С. 204-212.

⁴⁵ Гіл Ч. Зазнач. праця. — С. 39.

⁴⁶ Долгов С. Зазнач. праця. — С. 19.

⁴⁷ World Investment Report 1995. — N.Y.: United Nations Organization, 1995. //www.un.org.

⁴⁸ Ohmae K. The rise of the region state // Foreign Affairs. — 1993. — Spring. — P. 78-87.

⁴⁹ Сандретто Р. Глобалізація та національний суверенітет. Захист нетрадиційних поглядів // Журнал європейської економіки. — 2003. — Том 2. — №2. — С. 214-225.

⁵⁰ Eun Ch., Resnick B. International Financial Management. — Irwin: McGraw-Hill, 1998. — P. 13.

Проте, дані позиції скоріше відображають фрагментарність кореспонденції між сутнісними ознаками глобалізації та її передумовами і детермінантами. По-перше, фактор технологічних змін є свідченням на користь появи принципової мікроекономічної можливості здійснювати економічну діяльність з початку на інтернаціональній, згодом на глобальній орбіті світового господарства. Це стосується як трансформації технологічних укладів виробництва, що передували конкретному історичному прояву обох хвиль глобалізації, так і здешевлення транспортних витрат та зв'язку, зокрема появи телекомунікаційних систем та Інтернету. В обох випадках технологічний фактор формує тільки мікроекономічні, виробничо-відтворювальні передумови розвитку глобалізації. По-друге, невідповідність між мікроекономічними можливостями пропонувати та існуючим попитом на мікро- та макrorівні створює передумови для необхідності інтернаціоналізації, розширення масштабів якої спонукає до створення відповідних передумов для її підтримання та утвердження. По-третє, факт усвідомлення цього штовхає до пошуку адекватної гносеологічної концепції та до дій, спрямованих на усунення бар'єрів для переміщення виробничих факторів. У такий спосіб виникає потреба у лібералізації міжнародної економічної діяльності. Відповідно, лібералізація створює передумови для уможливлення реалізації нагромадженого потенціалу для експансії закордон, що має місце на мікроекономічному рівні національних господарств, внаслідок чого створюються реальні передумови для переплетіння останніх відповідно до мікроекономічних стимулів, що сприймаються їх окремими бізнес-одинацями. Отже, проблема визначення передумов та детермінант процесу глобалізації підводить до з'ясування характерних макроекономічних рамок умов, за яких вони можуть розвинутиись та призвести до якісних змін у міжнародній економіці.

1.2. Монетарний вибір у відкритій економіці як фактор глобалізації та функціонування глобальної фінансової архітектури

Варто відзначити, що, якщо прийняти нагромадження потенціалу для зовнішньоекономічної експансії як належне, то виявиться, що лібералізації самої по собі буде не достатньо для формування системної єдності глобальної економіки, з одного боку, тому, що вона створює передумови для інтенсифікації розвитку здебільшого окремих форм міжнародних економічних відносин, в першу чергу, тих, які найбільшою мірою чутливі до таких стимулів з огляду на свою обмежену просторову та часову еластичність (торгівля, довгострокові прямі інвестиції) та тих, які в силу своєї природи чутливі до таких рестрикцій (перелив короткострокових капіталів та операції на валютних ринках), а з іншого боку тому, що лібералізація є проявом одного з імплементаційних аспектів актуалізованого вибору на користь системної інтеграції

макроекономіки окремої країни та її мікроекономічного плацдарму у загальний каркас міжнародної макроекономіки. Тобто лібералізація повинна розглядатись як засіб вивільнення мікроекономічної активності з національних обмежень та утворення макроекономічних стимулів такої активності, які були би альтернативними щодо їх суто національних чинників.

Звідси випливає ряд принципових концептуальних моментів, що, з одного боку, визначають місце та роль центральних банків в процесах глобалізації, а з іншого, — те, що таке місце та роль спираються на проблему монетарного вибору у відкритій економіці. Вітчизняні економісти І.Комарницький та П.Нікіфоров в загальному зазначають: “Інтернаціоналізація виробництва і капіталу, транснаціоналізація економіки, посилення впливу національних економік одне на одну, зростання міри взаємозалежності ділової кон’юнктури в різних країнах — всі ці характеристики глобалізації економічного розвитку реалізуються на основі відповідної глобалізації системи грошових відносин, монетарної сфери світової економіки”⁵¹. Подібний погляд спирається на факт когерентності глобалізаційних процесів загалом та глобалізації у “монетарній сфері”, але не відображає факт того, що такі процеси знаходяться у детермінаційних зв’язках.

В цьому розумінні можна виділити широкий контекст факторів визначення місця та ролі центральних банків у процесах глобалізації, які відобразатимуть те, що останні є інституціональними формами державної активності. Відповідно, їх місце та роль буде прив’язуватись до загального місця та ролі держави у виборі на користь глобалізації (чи зворотного процесу). Що стосується вузького контексту, то він відобразатиме функціональний модуль активності центральних банків у координатах, які задаються існуючою системою макроекономічних обмежень на здійснення політики у цільовому напрямі.

Проте, дані контексти, хоч і генеруються на рівні окремих держав, в сукупності інтегруються на рівні утворення світової валютної системи, яка інституціоналізує або неформально кодифікує наявну симетрію таких актуалізованих факторів.

Стосовно широкого контексту факторів, можна виділити наступні принципові моменти.

По-перше, інтернаціоналізаційна складова економічного розвитку цивілізації завжди сприймається як засіб посилення такого розвитку, перетворюючись на мета-принцип засад міжнародного співробітництва. Такий мета-принцип виступає в ролі генералізуючої доктрини, втілення якої передбачає імплементацію набору політико-економічних рішень, які уможливають загальний напрям мікроекономічної експансії — за межі національних кордонів. Відповідно, глобалізація сама по собі є про-

⁵¹ Комарницький І., Нікіфоров П. Валютно-фінансовий аспект глобалізації національної економіки // Стратегії економічного розвитку в умовах глобалізації: Монографія. За ред. д-ра екон. наук, проф. Д.Г.Лук’яненка. — К.: КНЕУ, 2001. — С. 430.

дуктом свідомих дій, спрямованих на створення рамкових умов виведення реалізації нагромадженого мікроекономічного потенціалу на зовнішніх ринках з площини можливості, а, отже, є наслідком адекватної стратегічної поведінки бізнес-одиниць створеним стимулам для зовнішньої експансії. Однак, без таких стимулів поява та розвиток глобалізації неможлива. При цьому, враховуючи різні рівні розвитку окремих країн — учасниць світового господарства, саме від політики найбільш провідних з них залежить формування на практиці конкретного ідеального типу міжнародної економіки. Така ситуація обумовлюється системоутворюючою роллю цих країн у формуванні каркасу світового господарства як такого, незважаючи на те, що це послаблює роль інших країн світу у такому виборі навіть всупереч ідеї про те, що глобалізація формує єдність світу. Наприклад, Герст та Томсон стверджують, що “рух розвинених індустріально-економічних систем до більшої взаємозалежності та інтернаціоналізації... підстьобується саме політичними рішеннями, а не якимось таємничим процесом “глобалізації””⁵². Схожу позицію про роль національної влади у виборі на користь глобалізації та про те, що остання потребує свідомої підтримки через відповідні дії, висловлюють і інші економісти⁵³. Зокрема, обстоюючи ідею про системний зв’язок між регіональною інтеграцією та глобалізацією, згадуваний Хампе констатує: “Важливою характерною рисою процесів інтеграції є те, що вони не відбуваються автоматично, а запроваджуються політичними рішеннями, що базуються на ідеях, вперше сформульованих класиками політичної економії А.Смітом і Д.Рікардо, що міжнародний економічний обмін, тобто міжнародний поділ праці, не є грою з нульовим результатом”⁵⁴.

По-друге, політичні дії щодо реалізації вибору на користь глобалізації не можуть актуалізовуватись безсуб’єктно поза політичними рамками національних держав та інституціональними рамками їх органів, а також у відриві від рівноваги на політичних ринках, яку утворюють побажання виборців і політичні пропозиції державних діячів чи урядовців. Тобто, демократичне представництво територіально локалізованої нації чи суспільства відбувається і надалі в державних формах, відповідно до яких підвищення добробуту, економічне зростання та соціальна гармонія залишаються визначниками векторів політики. Звідси випливає, що модель Вестфальського миру, в рамках якої легітимізується державницьке представництво політичної волі, зберігає свою актуальність при реалізації вибору на користь інтернаціоналізації та системної інтеграції у світовому господарстві, незважаючи на те, що, згідно футуролога В.Андерсена та ряду інших досліджень, наприклад М.Хорсмана та

⁵² Герст П., Томсон Г. Значч. праця. — С. 41.

⁵³ Глобалізація і безпека розвитку: Монографія / Керівник авт. колективу і наук. ред. О.Г.Білорус. — К.: КНЕУ, 2001. — С. 51., Моисеев С. Михайленко К. Terra Incognita: глобалізація фінансових ринків // Вопросы економіки. — 1999. — №6. — С. 124.

⁵⁴ Хампе П. Економічна глобалізація: історичний досвід і рушійні сили // Журнал європейської економіки. — 2003. — Том 2. — №2. — С. 208.

А.Маршалла, вона зазнає радикальної трансформації в напрямку послаблення визначальності фактору політичного суверенітету в геоекономічних процесах⁵⁵, або ж пониження його рівня в ієрархії структур, що здійснюють регулювання економічних процесів згідно підходу “нової” суверенності. Збереження примату держави в забезпеченні процесів глобалізації спирається на логіку політичного втілення економічної доктрини. Звідси впливає факт значущості гносеологічних концептів, в рамках яких обґрунтовується глобалізаційний вибір, і органів, через політику яких безпосередньо втілюється такий вибір, оскільки такі органи є суб’єктами влади на національному рівні та формують інституціональний, отже суб’єктний, каркас здійснюваної політики.

По-третє, свідомі дії політичної влади щодо забезпечення розвитку глобалізаційних процесів (власне, це стосується і зворотної ситуації) в чистому вигляді спираються на концептуальне бачення або загальних рушійних сил господарства в принципі (ринковий механізм, що забезпечує автоматичну алокацію ресурсів відповідно до дії законів рівноваги, відтворюваної конкуренцією та ціновими сигналами; ринковий механізм з тим чи іншим рівнем державного втручання в алокаційні процеси; директивне раціонування економічних ресурсів відповідно до системи планування чи іншої форми організації планово-розподільчої економіки тощо), або макроекономічних наслідків для національної економіки від експансії у міжнародний економічний простір. В більшості випадків, таке концептуальне бачення визначається системним поєднанням обох випадків, перший з яких визначає сам зміст економічної системи чи моделі національної економіки, тоді як другий — результуючий аспект прояву взаємодії одразу декількох різних елементів даної системи та рівнів агрегації таких елементів в контексті формування зворотного зв’язку між національним та світовим господарством. Тобто взаємодія між окремими суб’єктами міжнародних економічних відносин (що спирається на характер діяльності, визначений системою чи моделлю економіки в принципі) передається динаміці макроекономічних змінних, які відображають результат такої взаємодії на агрегованому рівні у конкретних макроекономічних формах (параметри ВВП, баланс інвестицій та заощаджень, платіжний баланс, баланс центрального банку тощо). При цьому, такі конкретні макроекономічні форми будуть відображати стан як внутрішнього сектора національного господарства, так і зовнішнього, тобто того, кількісний вимір якого буде фіксувати характер взаємодії між національною економікою і міжнародною. Оскільки між станом в обох секторах існує фундаментальний зв’язок, який визначається логікою ринкового процесу, заснованого на законах рівноваги, то бачення такого стану є фактом політичного вибору на користь дій з боку владних органів чи їх

⁵⁵ Anderson W. All Connected Now. Life in the First Global Civilization. — N.Y.: Westview Press, 2001. — P. 164-170.; Horsman M., Marshall A. After the National State. — London: HarperCollins, 1994. — 240 p.

принципового заперечення. Наприклад, А.Холопов, спираючись на стандартну макроекономічну модель взаємозв'язку між зовнішньою та внутрішньою рівновагою, стверджує, що в основу макроаналізу глобалізаційних процесів закладається принцип того, як платіжний баланс взаємодіє з внутрішніми макроекономічними змінними. А) Сальдо поточного рахунку є різницею між сукупними доходами та видатками резидентів, у тому числі держави. Зміни у поточному рахунку відповідно, відображають зміни у сукупному попиті, які індукують зміни сукупної пропозиції та рівня зайнятості. Б) Сальдо поточного рахунку відображає різницю між національними заощадженнями та інвестиціями, що в умовах наростаючої мобільності капіталів передбачає послаблення зв'язку між даними макрозмінними. В) Існує зв'язок між станом бюджету і платіжним балансом: зростання дефіциту супроводжується зростанням зовнішнього дефіциту, якщо не зростають внутрішні заощадження. Г) Поточний рахунок відображає, як змінюються чисті зовнішні активи країни та чисті зовнішні зобов'язання. Д) Зовнішня нерівновага пов'язана з внутрішньою грошовою пропозицією, тобто з поведінкою центрального банку⁵⁶.

Звідси випливає, що цілі економічної політики формулюються, виходячи з оцінки станів в обох секторах, що у категоріях макроекономіки в чистому вигляді означатиме, наскільки ситуація є рівноважною. У свою чергу звідси випливає: по-перше, можливість ієрархізації пріоритетів забезпечення рівноваги в кожному з секторів; по-друге, пріоритет трансмісії рівноваги в одному з секторів на інший.

Що стосується світової економіки як цілісної системи, то характер взаємодії в ній і, відповідно, її сутнісний зміст буде визначатись тим, наскільки матиме місце симетрія у виборі пріоритетів на національному рівні, оскільки, як показано вище, примат держави у забезпеченні такого вибору зберігається. Відповідно, співпадіння окремих національних пріоритетів мірою, що забезпечує трансформацію якісного стану їх віддзеркалення у формах прояву світового господарства, визначатиме характер його цілісності, з огляду на те, що це створюватиме макроекономічні можливості для мікроекономічної інтеграції.

Окрім цього, принциповість збереження примату держави у такій системі впливає з того, що мікроекономічна активність, яка дістає прояву у русі виробничих факторів між країнами, здійснюється у континуумі, в якому кожна з країн має свою валюту, обіг якої є системним елементом її макроекономічного каркасу. Відповідно, взаємообумовленість зовнішньої та внутрішньої рівноваги макросистеми окремої держави визначається монетарним фактором, оскільки і міжнародна і внутрішня економічна діяльність базуються на виникненні та погашенні платіжних зобов'язань, що відбувається на грошовій основі. З огляду на те, що вже до кінця ХІХ ст. у більшості розвинутих країн грошовий обіг було реорганізовано за принципом

⁵⁶ Холопов А. Глобализация и макроэкономическое равновесие // МЭиМО. — 2005. — №2. — С. 21.

монополізації емісії центральними банками, то саме вони і виступили конкретними інституціональними формами, через які втілюється вибір щодо характеру субординованості рівноваги в кожному з секторів, через що забезпечується вибір на користь формування того чи іншого ідеального типу міжнародної економіки.

Що стосується вузького контексту факторів визначення місця та ролі центрального банку в процесах глобалізації, то в даному випадку воно спирається на так звану політекономію макроекономічного вибору у відкритій економіці, або “трилемму” суміщення макроекономічних цілей у ній⁵⁷.

Зазначимо, що проблема такого вибору потенційно впливає, по-перше, з макроекономічного змісту стратегій фінансування дефіциту платіжного балансу. По-друге, — з так званої дилеми управління попитом у відкритій економіці (як правило малій), коли цілі з досягнення внутрішньої (рівень інфляції, рівень безробіття) рівноваги можуть суперечити цілям досягнення зовнішньої рівноваги (платіжний баланс, валютний курс), а сама відкрита економіка може перебувати у чотирьох основних станах: високе безробіття, позитивне сальдо платіжного балансу; висока інфляція, позитивне сальдо платіжного балансу; високе безробіття, дефіцит платіжного балансу; висока інфляція, дефіцит платіжного балансу.

Стосовно першого, то американський економіст Р.Купер, розглядаючи стратегії фінансування дефіциту платіжного балансу (а саме: стратегія внутрішніх заходів (дефляційна політика); стратегія зовнішніх заходів (валютний курс, тарифи тощо); перелив ліквідності або фінансування за рахунок переливу капіталів чи зміни офіційних резервів), констатує, що кожна з них, з одного боку, потребує, адекватної макроекономічної політики, з іншого, — адекватного міжнародного монетарного устрою, оскільки сам факт існування проблеми нерівноважних платіжних балансів свідчить про існування такого явища, як взаємозалежність економік⁵⁸. Так, розглядаючи кожен з наведених стратегій як крайній випадок, Купер приходять до висновку, що ліберальний режим передбачає використання внутрішніх заходів та руху капіталу всупереч потребі вдаватись до зовнішніх заходів, радикальний режим — зовнішніх заходів та руху ліквідних ресурсів для того, щоб не вдаватись до внутрішньої дефляційної політики, тоді як фінансові структури, в принципі, нейтральні щодо зовнішніх та внутрішніх заходів за для збереження мобільності потоків капіталу. Звідси впливає потенційний вибір розробників макрополітики щодо заходів з врівноваження платіжного балансу. Наявність такого вибору та відмінний характер зовнішніх наслідків реалізації кожної зі стратегій вписується в канву монетарної взаємозалежності у міжнародній економіці, внаслідок чого реалізація певної стратегії ство-

⁵⁷ Зазначимо, що факт відкритості економіки є принципово важливим, по-перше, з огляду на те, що, як показано вище, процеси глобалізації на сутнісному рівні вимагають відкритості економіки, а, по-друге, в системі “трилеми” закрити економіку можна розглядати як окремий випадок відкритої.

⁵⁸ Cooper R. The Economics of Interdependence. — N.Y.: McGraw-Hill, 1968. — P. 1-20.

рює передумови для формування певного характеру включення національної економіки у міжнародну, а від так — формування певного характеру самої міжнародної економіки. Однак, підхід Купера до стратегій врівноваження платіжного балансу не виокремлює роль монетарної політики у зазначеному процесі, внаслідок чого інструментарій центрального банку змішується з альтернативними за економічним змістом заходами політики.

Щодо другого, то у чистому вигляді розглянута дилема зводиться до того, що зовнішня та внутрішня рівновага досягаються тільки через вплив на сукупний попит, а в центрі даного ракурсу погляду знаходиться не міжнародна економіка в цілому, а окрема країна та її макроекономічна політика, що аналізується у кейнсіанському контексті. Тобто управління рівнем сукупного попиту розглядається як один інструмент політики, що складається з монетарного та фіскального регуляторів макропроцесів, які, діючи приблизно однаково щодо зміни рівня рівноважного номінального (в чистому кейнсіанському варіанті він інтерпретується як реальний, з огляду на те, що має місце негнучкість цін у короткостроковому періоді, внаслідок чого пристосування до нового рівня рівноваги відбувається за рахунок реальних величин, а не номінальних) доходу, по різному впливають на зміну рівноважних процентних ставок та валютного курсу, що в підсумку відображає різноспрямований вплив на платіжний баланс і взаємосуперечність досягнення зовнішньої та внутрішньої рівноваги.

Намагаючись розв'язати дану суперечність, визнані світом економісти Р.Манделл та М.Флемінг розробили модель координації монетарної та фіскальної політики у відкритій економіці, доводячи, що за відмінних режимів валютних курсів вплив монетарної та фіскальної політики на економіку є відмінний, отже, узгоджуючи їх, можна досягнути бажаного рівня рівноважних процентних ставок, які дозволять забезпечити відновлення одразу і зовнішньої, і внутрішньої рівноваги⁵⁹. Однак, дана модель, спираючись на загальний контекст кейнсіанського макроекономічного аналізу, привнесла в розуміння процесів на міжнародній економічній арені ряд припущень, рівень реалістичності яких по різному заперечується тою чи іншою версією більш сучасних уявлень про макроекономіку. Наприклад, сам факт того, що монетарна та фіскальна політика справляють позитивний вплив на динаміку номінального ВВП, ототожнюваного з реальним, спирається на кейнсіанське розуміння негнучкості цін. Відповідно, наявність гнучких цін вимагатиме, з одного боку, формування інших уявлень про зв'язки між внутрішньою та зовнішньою рівновагою та характер координації між фіскальною та монетарною політиками, з іншого, — про базові чинники забезпечення довгострокового рівноважного економічного зростання, зок-

⁵⁹ Mundell R. *International Economics*. — N.Y.: Macmillan, 1968. — 432 p.; Fleming M. *Domestic Financial Policies Under Fixed and Under Floating Exchange Rates* // *IMF Staff Papers*. — 1962. — №9. — P. 369-379.

рема, про роль їх інтернаціоналізаційної складової. Інший аспект даної проблеми піднімають М.Обстфельд та К.Рогофф, які стверджують, що модель Манделла-Флемінга не враховує проблему міжчасового вибору щодо фінансування платіжного балансу⁶⁰. Сама наявність такої проблеми обумовлює необхідність розглядати координацію монетарної та фіскальної політики у міжнародному контексті, який, зокрема, відображає посилення глобальної взаємозалежності між окремими країнами, внаслідок чого неможливо повною мірою спрямувати арсенал макроекономічних заходів на національному рівні для вирішення короткострокових завдань антициклічного згладжування.

Зазначимо, що у моделі Манделла-Флемінга мобільність капіталу розглядається як ендогенний фактор самої системи, отже, варіант її відсутності інтерпретується як окремий випадок такої моделі, тобто не розглядається в контексті того, що вона є ціллію політики та фундаментальним елементом формування певного типу міжнародної економіки. Звідси випливає необхідність альтернативної інтерпретації взаємодії між рухом капіталу, валютними курсами та їх, в даному випадку, монетарними наслідками. З одного боку, це дещо звужує та конкретизує широкий контекст підходу Купера та моделі Манделла-Флемінга, адже розглядається монетарна складова цілісного макрокоординаційного механізму, але з іншого боку, це відповідає окресленому процесу глобалізації як такому, що зумовлюється здійсненням певної політики, в першу чергу, щодо забезпечення мобільності капіталу.

Так, згадувані М.Обстфельд та А.Тейлор перевели модель Манделла-Флемінга у площину необхідності робити вибір щодо характеру узгодження монетарної політики на макрорівні за умов відкритості національного господарства з дією на внутрішні макрозмінні чинників, які таку відкритість забезпечують (в першу чергу, — мобільність капіталів)⁶¹. Відповідно, на відміну від згадуваної дилеми управління попитом у відкритій економіці, дані економісти проблему суміщення мобільності капіталів з певним режимом валютного курсу та внутрішньою монетарною політикою назвали трилемою. Отже, зміст проблеми “трилеми” зводиться до того, що розробники макроекономічної політики стикаються з трьома бажаними, але суперечливими, цілями:

- фіксація валютного курсу для забезпечення відносного рівня стабільності цін;
- забезпечення мобільність капіталу для досягнення алокаційної ефективності та гнучкості;
- здійснення активістської монетарної політики для стабілізації виробництва.

⁶⁰ Obstfeld M., Rogoff K. The Intertemporal Approach to the Current Account // NBER Working Paper. — 1996. — №4893 // www.nber.org.

⁶¹ Obstfeld M., Taylor A. The Great Depression as a Watershed: International Capital Mobility in the Long Run // NBER Working Paper. — 1997. — №5960 // www.nber.org. (або у: *The Defining Moment: The Great Depression and the American Economy in the Twentieth Century* / Ed. by M.Bordo, C.Goldin and E.White. — Chicago: University of Chicago Press, 1998. — P. 34-78.)

В сукупності досягнення усіх трьох цілей є неможливим. Для пояснення цього необхідно розглянути наступні приклади.

По-перше, якщо має місце фіксація валютних курсів та мобільність капіталу, то активістська монетарна політика буде неможлива. Це пов'язано з тим, що внутрішня грошова пропозиція визначатиметься не намірами центрального банку, а станом платіжного балансу: у випадку припливу капіталу відбувається збільшення резервних активів (адже валютний курс фіксований), тягнучи за собою збільшення грошової маси в обігу і, відповідно, підвищення цін, тоді як вплив капіталів закордон зменшує резерви та грошову пропозицію, внаслідок чого відбувається дефляція цін. В даному випадку, внутрішня рівновага визначається зовнішньою рівновагою, а саме через коливання процентних ставок щодо руху капіталів та гнучкість цін та факторних доходів щодо руху товарів. Такий важливий індикатор як процентна ставка рухається когерентно зі станом платіжного балансу: надлишок балансу призводить до збільшення грошової пропозиції і до зниження процентних ставок, а дефіцит — до звуження пропозиції грошей та їх підвищення. У такий спосіб центральний банк не може впливати на внутрішню ділову кон'юнктуру з допомогою дискреційної політики.

По-друге, якщо центральний банк здійснює політику відповідно до стану внутрішньої рівноваги, тобто проводить експансивні заходи на фазі спаду та рестриктивні на фазі буму та зростання інфляції, то він повинен або зафіксувати валютний курс і обмежити мобільність капіталів, або, навпаки, забезпечити мобільність капіталів та плаваючий курс. У першому випадку необхідність обмеження на рух капіталів зумовлюється тим, що в разі здійснення експансивної політики зниження процентних ставок одразу би позначалось на впливі капіталів, зменшенні резервів та тискові на валютний курс, а оскільки його зафіксовано, то для підтримки встановленого паритету необхідно підвищувати процентні ставки, що суперечить експансивним намірам. За рестриктивної політики спостерігатиметься зворотна ситуація: підвищення процентних ставок з метою приборкання інфляції приваблюватиме приплив капіталів, збільшення резервів та зростання грошової пропозиції, що суперечитиме логіці дефляційних заходів. У другому випадку (плаваючих курсів) активістська монетарна політика не буде обмежена, оскільки зниження ставок з метою стимулювання попиту виштовхуватиме капітал, але його вплив знижуватиме валютний курс, що позначиться на ефективності його вивозу, а окрім цього, девальвація підсилуватиме експансивні кроки на грошовому ринку через здешевлення експорту. Підвищення ставок з рестриктивною метою, приваблюючи капітал, вже не позначатиметься на розширенні грошової пропозиції, оскільки його приплив підвищуватиме валютний курс, знижуючи його ефективність, а обмежувальні дії підсилуватимуть-

ся через здешевлення імпорту та переключення на нього частини внутрішнього попиту.

Відповідно, в історичному контексті, перший випадок характерний для системи золотого стандарту (1870-1913 рр.) та його м'яких форм, що мали місце у міжвоєнний період, тоді як другий випадок в аспекті фіксованих курсів та обмежень на рух капіталу мав місце за функціонування Бреттонвудського валютного устрою (1945-1973 рр.), а в аспекті гнучких курсів — за Ямайського (з 1976 рр.).

Стосовно жорсткої обумовленості макроекономічного вибору у відкритій економіці даною “трилемою”, то М.Обстфельд, Дж.Шамбаут та А.Тейлор констатують: існує стійкий зв'язок між характером режиму валютних курсів, рівнем мобільності капіталу та характером динаміки процентних ставок. Досліджуючи поведінку останньої за період в понад 130 р. та в значній кількості країн, вони дійшли висновку, що її коливання повною мірою віддзеркалюють припущення теорії. У періоди, коли мав місце фіксований курс валют та мобільність капіталу, її коливання були значними (адже центральні банки не могли їх згладжувати з огляду на те, що грошова пропозиція визначається в такому випадку станом платіжного балансу), тоді як в періоди з обмеженою гнучкістю курсів чи мобільністю капіталів в рамках світового господарства коливання процентної ставки були згладженими⁶².

Звідси можна зробити висновок, що відповідність фактичного розвитку ситуації у монетарному аспекті зв'язків окремої країни зі світом висновкам теорії про обмеженість макроекономічного вибору визначає значущість кожної конкретної такої опції щодо характеру формування певного ідеального типу міжнародної економіки. Така ситуація обумовлюється тим, що вибір кожної окремої країни в рамках “трилеми” визначатиме характер врівноваження її платіжного балансу та динаміку валютних курсів, а це відобразатиметься на появі протилежного стану платіжного балансу та валютних курсів інших країн світу, адже у світовому господарстві ресурси обмежені так само як і на національному рівні, а його цілісність забезпечується сукупністю відкритих економік. Наприклад, відомі дослідники міжнародної економіки П.Кругман та М.Обстфельд стверджують, що “будь-яка зміна реального курсу національної валюти автоматично передбачає зміну у зворотному напрямі курсів іноземних валют, а кожен зсув валового внутрішнього споживання... викликає зміну внутрішнього попиту на зарубіжні товари. Якщо розмір країни не є настільки малим, що ним можна знехтувати, процеси, які в ній відбуваються, будуть справляти вплив на макроекономічні умови за кордоном... Внутрішня взаємозалежність відкритих національних економік часом ускладнюють проведення урядами політики, спрямо-

⁶² Obstfeld M., Shambaugh J., Taylor A. The Trilemma in History: Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policies, and Capital Mobility // The Bank of Nederland Conference Papers // www.dnb.nl. Зазначимо, що результати даного дослідження узгоджуються з висновками В. Гюетзмана, Л.Лі та К.Роувенхорста щодо довгострокової кореляції між національними ринками акцій провідних країн світу.

ваної на досягнення таких цілей, як повна зайнятість та стабільність цін. Самі ж канали взаємозалежності у свою чергу залежать від кредитно-грошових угод, укладених між країнами, — набору інститутів, що називаються міжнародною валютною системою”⁶³.

Враховуючи вищесказане, є підстави вважати, що вибір країни в рамках “трилеми”, безпосередньо здійснюваний центральними банками в силу монетарної природи сфери, в якій такий вибір має місце, отже є їх природною імплементаційною компетенцією, виконує дві важливих ролі у міжнародній економіці, по-перше, — системоутворюючу, по-друге, — функціональну.

Змістова конфігурація системоутворюючої ролі вибору в рамках “трилеми” суміщення макроекономічних цілей проявляється у ряді аспектів, кожен з яких має свої характерні риси відносно визначення його місця в її прояві. Серед найголовніших з них можна виділити:

формування системи резервних активів або проблема функціонування світових грошей як чинники національної макрополітики;

утворення міжнародної валютної системи як відображення макроекономічної симетрії в координатах “трилеми”;

обернений зв’язок між характером функціонування міжнародної валютної системи та національною макрополітикою.

Фактично, дані аспекти утворюють своєрідну піраміду, яка замикає прямі та обернені зв’язки між національним та міжнародним рівнем макрополітики (рис. 1.1.).

Міжнародний рівень

Міжнародна валютна система

Національний рівень

Зв’язок між резервними активами та національною макрополітикою

Вплив валютної системи на національну макрополітику

Рис. 1.1. Зв’язок між аспектами системоутворюючої ролі макроекономічного вибору в рамках “трилеми”

Що стосується першого аспекту системоутворюючої ролі вибору в рамках “трилеми”, то він відображає взаємозв’язок між зовнішньою економікою та внутрішньою, який реалізовується на національному рівні шляхом утворення стійких ка-

⁶³ Кругман П., Обстфельд М. Международная экономика. Теория и практика / Пер. с англ. — М.: Экономический факультет МГУ, ЮНИТИ, 1997. — С. 527.

налів передач імпульсів з боку стану платіжного балансу на динаміку внутрішніх монетарних змінних. Факт зв'язків національної економіки з міжнародною в даному випадку екстраполюється на конкретні монетарні форми втілення практики організації грошової системи. Змістовий рівень останньої, з одного боку, визначається історичними детермінантами еволюції грошей, а з іншого, — накладанням на такий процес еволюції інституціональної активності органів грошової влади, що ускладнює його на рівні функціонування грошової та банківської системи та сформованого у такий спосіб макроекономічного середовища.

Наприклад, спираючись на марксистське трактування функцій грошей та теорію вартості, український економіст А.Гальчинський зазначає, що в умовах посилення глобалізаційних процесів національні гроші повинні стати елементом цілісної світогосподарської системи, оскільки “ними неможливо повною мірою оцінити вартість товару, що інтернаціоналізується. У цьому виявляється структурна неповноцінність будь-яких національних грошей, яка долається у випадку, коли вони поєднуються в єдину інтернаціональну систему грошових відносин. У цій системі центральною ланкою стають світові гроші — гроші як матеріальний носій інтернаціональної вартості, з допомогою яких реалізується абсолютна обмінюваність товарів, відношення одного товару до всього товарного світу в масштабах світового господарства”⁶⁴. Зазначимо, що спроба інтерпретувати явище глобалізації монетарної сфери, спираючись на системний зв'язок між інтернаціональною вартістю та світовими грошми, є дещо не коректним. По-перше, світові гроші як такі можуть функціонувати тільки тоді, коли вони є абсолютним еквівалентом вартості, тобто відображають її субстанціонально, а не хартально. Отже, світовими грошми в буквальному розумінні цього слова могло бути тільки золото. По-друге, демонетизація золота та неможливість вимірювати вартість грошей у ньому потребують інших підходів до інтерпретації проблеми виміру “інтернаціональної вартості” та подолання “структурної неповноцінності” сучасних грошей. Відповідно, твердження Гальчинського є релевантними щодо системи золотого обігу, а не щодо сучасних процесів. В останніх включення грошової системи окремої країни в світову проявляється через характер взаємообумовленості між режимом валютного курсу та регулювання операцій, що відображаються у платіжному балансі (по-суті, це можна ототожнити з режимом конвертованості). Звідси актуальними стають функціональні ознаки зв'язків між національною грошовою системою та міжнародним валютним устроєм (зазначимо, що ця категорія буде краще відображати зміст сучасних процесів порівняно з категорією світова грошова чи валютна система), що проявлятиметься у появі зв'язку між національними грошми та тими грошми, які визнані на міжнародній арені як міжнародні засоби платежу і, з рештою, резервні активи. Зазначимо, що відомий російсь-

⁶⁴ Гальчинський А. Теорія грошей. — К.: Основи, 1996. — С. 318.

кий економіст-міжнародник Д.Смыслов, хоч і спирається на марксистське визначення світових грошей, проте схиляється до того, що в сучасних умовах вони стають такими з огляду на функціональну ознаку, якою виступає те, чи є вони резервними активами чи ні, а в умовах глобалізації, — з огляду на “стихийний конкурентний відбір”, оскільки економіко-політичні рішення на міжнародній арені не встигають за розвитком ринків⁶⁵. На тому, що міжнародно визнані валюти знаходяться в основі монетарного обслуговування зовнішньоекономічних трансакцій, наполягають американці Д.Блейк та Р.Волтерс, які стверджують: “Більшість економічних трансакцій, таких як торгівля, інвестиції, позики, подорожі пов’язані з тим, що обмін товарами, послугами, позиками тощо втягується у певну форму монетарних компенсацій. Міжнародно визнані валюти, відповідно, потрібні для того, щоб забезпечити фактичний економічний обмін між країнами у будь-яких масштабах”⁶⁶.

Тобто, процес включення національної економіки у міжнародний обмін, визначаючись монетарною природою взаємного обміну вимогами та зобов’язаннями між суб’єктами з різним резидентським статусом, передбачає або стихійне формування загального еквіваленту, що забезпечує підсумкове врівноваження таких вимог та зобов’язань, або утворення монетарними органами активів, через використання яких забезпечуватиметься даний процес. Отже, у такий спосіб утворюються резервні активи центральних банків, наявність яких відображає необхідність забезпечення монетарного формату реалізації міжнародних економічних відносин.

З огляду на те, що динаміка таких резервних активів відображає стан платіжного балансу, то за рахунок цього формується канал утворення зв’язку між ним та внутрішніми монетарними процесами. Тут можна виділити два основних випадки. Перший відображає ситуацію, коли внутрішня грошова одиниця відповідала міжнародному еквіваленту з огляду на спільність в різних країнах субстанціонально-вартісної основи історичних грошей у формі золота. Відповідно, зв’язок між станом платіжного балансу та внутрішньою грошовою пропозицією визначатиметься рівністю зміни величини резервних активів та грошової маси:

$$ПБ = \Delta PA = \Delta ГМ, \quad (1)$$

де: *ПБ* — стан платіжного балансу; *Δ PA* — зміна обсягу резервних активів; *Δ ГМ* — зміна грошової маси.

Рівність (1) відображає, що за умов, коли резервні активи і гроші є одним і тим самим активом за кордоном та всередині країни, матиме місце прямий вплив стану платіжного балансу на динаміку внутрішньої грошової пропозиції. Така закономір-

⁶⁵ Смыслов Д. Мировые деньги в прошлом, настоящем и будущем // Деньги и кредит. — 2002. — №5. — С. 50-59; Смыслов Д. Мировые деньги в прошлом, настоящем и будущем // Деньги и кредит. — 2002. — №6. — С. 32-39; Смыслов Д. Мировые деньги в прошлом, настоящем и будущем // Деньги и кредит. — 2002. — №7. — С. 52-58.

⁶⁶ Blake D., Walters R. The Politics of Global Economic Relations. — New Jersey: Prentice-Hall, 1987. — P. 62.

ність була актуальна для епохи, коли грошовий обіг повністю базувався на золотому обігу. Частково вона була актуальна і для золотого стандарту.

У випадку, коли резервні активи та внутрішня грошова одиниця не є одним і тим самим активом, стан платіжного балансу втрачає свою виключність за впливу на внутрішню грошову пропозицію, що відображає рівняння зміни грошової бази:

$$\Delta GB = \Delta PA + \Delta BA, \quad (2)$$

де: *GB* — грошова база, яка теоретично знаходиться з показником *ГМ* у лінійній залежності через грошовий мультиплікатор; *PA* — резервні активи; *BA* — внутрішні активи, тобто вимоги до резидентів у внутрішній валюті, що не є тотожною резервним активам.

В даному аспекті, вибір в системі “трилеми” відобразатиме: по-перше, характер еластичності передачі імпульсів з рівня міжнародної економіки на рівень національної монетарної політики, яка визначатиметься тим, на скільки внутрішня грошова пропозиція залежить від динаміки резервних активів; по-друге, характер автоматичності або дискреційності в процесі пристосування внутрішніх макроекономічних змінних до стану платіжного балансу. Мобільність капіталу та режим валютного курсу як раз і будуть тими ланками, які актуалізуватимуть і характер такої еластичності, і характер такої автоматичності чи дискреційності, оскільки саме вони визначатимуть макроекономічну ієрархію зовнішньої чи внутрішньої рівноваги. Оскільки сутнісно глобалізація не сумісна з обмеженнями на мобільність капіталу, то вибір щодо останньої означатиме формування передумов для пріоритетності підпорядкування внутрішніх цілей монетарної політики зовнішнім, або узгодження внутрішніх цілей з фактом мобільності капіталу⁶⁷, з огляду на те, що фінансові потоки циркулюватимуть, орієнтуючись на цінові сигнали у міжнародному масштабі, індукуючи такий характер пристосування внутрішніх монетарних змінних до зовнішньої рівноваги, який визначатиметься режимом валютного курсу. У такій ситуації підтримка фіксованого курсу вимагатиме автоматичного пристосування внутрішньої грошової пропозиції, а підтримка плаваючого пристосовуватиме стан платіжного балансу щодо динаміки внутрішніх монетарних змінних. В обох випадках факт мобільності капіталу, що відображає вибір на користь включення національної економіки у глобалізаційні процеси, індукуватиме появу стійких каналів передачі імпульсів з міжнародного рівня на національний, формуючи макроекономічні передумови для інтеграції у світове господарство, та детермінуватиме конкретний ракурс можливих монетарних рішень.

Стосовно другого аспекту можна стверджувати, що здійснення вибору в координатах “трилеми” на рівні багатьох країн чи провідних країн світу означатиме фо-

⁶⁷ Зауважимо, що в чистому вигляді дане твердження актуальне для малої відкритої економіки. Що стосується великої відкритої економіки, то його актуальність послаблюється тою мірою, якою в ній має місце вплив зовнішніх чинників на внутрішні монетарні змінні.

рмування міжнародної валютної системи. Причому, з одного боку, її виникнення, а, з іншого, — типологізація визначатимуться тим, наскільки окреслений вибір буде симетричний. Важливість саме симетричного вибору, в першу чергу, в провідних країнах, обумовлюється тим, що на рівні функціонування світового господарства як цілісної системи створюватимуться передумови для адекватного забезпечення такої цілісності алокаційними процесами у глобальному масштабі, виходячи з того, що обмеженість ресурсів створює передумови для протилежних станів платіжного балансу та динаміки валютного курсу у країн — складових міжнародної економіки. Більше того, відмінні режими вибору в системі “трилеми” так чи інакше стосуватимуться проблеми руху капіталу. Отже, відсутність симетричної, або хоча б співставимої, мобільності капіталів в розрізі країн, зокрема, найбільш розвинутих країн, означатиме унеможливлення виникнення передумов формування цілісності світового господарства, за умов, коли саме цілісність релевантна визначенню глобалізації.

Окрім цього, наявність симетрії такого вибору, в зв'язку з тим, що платіжний баланс виконує роль зв'язку між зовнішньою та внутрішньою рівновагою через обумовленість внутрішньої грошової пропозиції станом резервних активів, створює передумови для появи рамкових умов взаємообумовленості та взаємодетермінованості макроекономічної, в першу чергу, монетарної політики різних країн. Трансплантація вибору в системі “трилеми” на рівень утворення міжнародної валютної системи автоматично означатиме, по-перше, формування рамкових умов здійснюваної макроекономічної, зокрема, монетарної політики, які актуалізуються на інтернаціональному рівні, формуючи екзогенне середовище для ієрархізації досягнення зовнішньої чи внутрішньої рівноваги з допомогою грошово-кредитної складової макроекономічних регуляторів, по-друге, — своєрідну стереотипізацію монетарних рішень на макрорівні в розрізі країн. А це, у свою чергу, замикає можливості національних розробників макроекономічної політики щодо власного вибору між мобільністю капіталу, валютним курсом та незалежною монетарною політикою в матриці макроекономічних наслідків функціонування того чи іншого міжнародного валютного устрою.

Зазначимо (третій аспект), що звідси випливає фундаментальна проблема симетрії можливостей щодо пріоритетності тої чи іншої рівноваги в залежності від міжнародного формального чи неформального статусу резервних активів. Якщо такий резервний актив є загальним еквівалентом, наприклад золотом, то забезпечення рівноваги платіжних балансів та пристосування внутрішньої грошової пропозиції до нових рівноважних умов буде відбуватись симетрично, принаймні у середньо- чи довгостроковому періоді. У випадку, коли резервні активи є валютами певних країн, то з'являється проблема асиметрії, зумовлена тим, що емітенти резервної валюти можуть покривати дефіцит свого платіжного балансу за рахунок внутрішньої гро-

шової пропозиції, яку вже не обов'язково синхронізувати з сальдо зовнішніх вимог та зобов'язань. Так, якщо симетричне врівноваження платіжних балансів через коректування внутрішньої грошової пропозиції мало місце за золотого стандарту, то асиметричне — після другої світової війни. Причому, фіксація валютних курсів згідно Бретон-вудських угод створювала прецедент появи системи “N валют та N-1 валютних курсів”, з огляду на розмінність тільки долара США на золото при збереженні обов'язкового золотого вмісту інших валют, що обумовило тяжіння до високого рівня асиметрії, а утворення системи гнучких валютних в рамках Ямайських домовленостей послабила таку асиметрію тою мірою, якою утворилась своєрідна конкуренція між провідними валютами за деномінацію у них зовнішніх активів центральних банків та якою пристосування до нових рівноважних умов всередині країни і зовні могло здійснюватись без зміни в обсягах резервних активів, тобто за рахунок коливання валютного курсу.

Якщо системоутворююча роль макроекономічного вибору в системі “трилеми” відображає формування характеру монетарної політики у форматі функціонування міжнародної валютної системи та, власне, утворення останньої, то функціональна роль відображає принциповий зв'язок такого вибору з загальним вектором політики щодо екстернальних детермінант забезпечення довгострокового економічного зростання, подальшого поступу соціально-економічних процесів, пристосування до нових рівноважних умов у світогосподарському контексті. Оскільки вибір в системі “трилеми” ієрархізує досягнення зовнішньої чи внутрішньої рівноваги, то його реалізація створює рамкові макроекономічні умови для виведення на передній план тих чи інших детермінуючих факторів економічного зростання чи підтримання сукупних попиту та пропозиції у стані рівноваги. Можливість формування каналів зв'язку між такими факторами та реальними макроекономічними змінними означає, що реалізація вибору в системі “трилеми” може змінювати параметри чутливості останніх щодо дії перших відповідно, в даному випадку, до ширини спектру актуалізації алокаційних ефектів у просторово-географічному вимірі, адже ширина такого спектру визначатиметься ступенем та глибиною інтеграції національної економіки у світове господарство. Тобто ступінь інтегрованості окремого господарства у світову економіку, визначаючись такими показниками як міжнародна торгівля та рух капіталів щодо ВВП, обумовлюється тим, на скільки мобільність капіталів та валютний курс у взаємодії з внутрішньою грошовою пропозицією створюють систему передачі імпульсів попиту з міжнародного рівня на національний, тим самим формуючи передумови для визначення вектору реакцій у сфері пропозиції щодо внутрішніх чи зовнішніх джерел її реалізації.

Можна констатувати, що функціональна роль вибору щодо мобільності капіталу, режиму валютних курсів та характеру монетарної політики проявляється на двох рівнях:

національний, на якому відбувається суміщення макроекономічних координат певного типу міжнародної економіки з базовими типами (детермінантами) економічного розвитку на рівні окремої країни;

світогосподарський рівень в цілому, на якому відбувається забезпечення макроекономічних рамкових умов переходу від одного типу міжнародної економіки до іншого.

Що стосується першого, то проблема суміщення вибору в системі “трилеми” з базовими типами економічного розвитку національної економіки впливає з наступного. Оскільки існує фундаментальний зв’язок між сукупним попитом та сукупною пропозицією в середині країни, то одразу постає питання, що повинно розглядатись як основа економічного зростання. Так само, актуальним є питання про алокаційний чинник його забезпечення. Наприклад, відомий український дослідник Н.Татаренко розглядає дану проблему у загальних координатах питання про відкритість національної економіки та проблеми автаркії, зводячи їх до полеміки щодо ефективності ліберальної та мобілізаційної моделі розвитку. За умов відкритості визначальними чинниками врівноваження сукупного попиту та сукупної пропозиції є “космополітичні” ринкові сили, які діють безвідносно до державних кордонів. За умов автаркічних режимів, стимулювання економічного розвитку здійснюється з допомогою активного державного втручання, що можна інтерпретувати як створення детермінант формування передумов для зростання сукупного попиту чи прямий вплив на нього з допомогою відповідних макроекономічних регуляторів⁶⁸. Англіїці Л.Вейз та Дж.Гобсон стверджують, що в загальному існує дві основні моделі розвитку: модель, зорієнтована на ринок, економічне зростання в якій забезпечується завдяки зовнішній торгівлі та міжнародним інвестиціям, для чого є необхідними внутрішня та зовнішня лібералізація; модель сильної держави, яка забезпечує основні передумови для розвитку сукупної пропозиції через підтримку високих рівнів національних заощаджень, активні інвестиції, участь уряду у формуванні пріоритетів розвитку бізнесу та сприяння промислового експорту⁶⁹.

Отже, в моделях, зорієнтованих на ринок, економічне зростання забезпечується за певної комбінації зовнішніх та внутрішніх факторів, актуальність яких визначається ступенем зовнішньої лібералізації. Остання створює передумови для виходу мікроекономічної експансії за національні межі та забезпечення фінансування національних інвестицій як за рахунок власних заощаджень, так і за рахунок заоща-

⁶⁸ Татаренко Н.О. Шляхи розвитку національних економік у глобальному середовищі // Стратегії економічного розвитку в умовах глобалізації: Монографія. За ред. д-ра екон. наук, проф. Д.Г.Лук’яненка. — К.: КНЕУ, 2001. — С. 18-38.

⁶⁹ Weiss L., Hobson J. States and Economic Development. — Cambridge: Policy Press, 1995. — 344 p.

дженх тих країн, де має місце їх надлишок. Саме такі моделі повною мірою забезпечують формування глобалізованої економіки, яка підсилює ринкові алокаційні ефекти та підвищує загальну економічну ефективність. Що стосується мобілізаційно-автаркічних моделей, то провідна роль держави у формуванні сукупного попиту та джерел реалізації сукупної пропозиції (зокрема, через сприяння експорту тощо) у них на рівні світового господарства може забезпечити тільки підвищення рівня його інтернаціоналізації, що природно накладає обмеження на подальший економічний розвиток та, з рештою, ефективність макроекономічних регуляторів стимулювання сукупного попиту за одночасного послаблення ролі алокаційних детермінант економічного зростання.

Звідси випливає принципова важливість симетрії між вибором на користь тих чи інших, в даному випадку екстернально-ринкових та інтернально-етатичних, факторів забезпечення та підтримання економічного зростання та вибором щодо мобільності капіталів, режиму валютних курсів та внутрішньої грошово-кредитної політики. Така ситуація обумовлюється тим, що і в основі зв'язку між внутрішніми сукупним попитом та сукупною пропозицією, і в основі зв'язку між ними та зовнішнім економічним оточенням знаходиться монетарний фактор. У першому випадку його роль зводиться до того, яку роль відіграє центральний банк в системі макроекономічної політики з відповідним визначенням його цільової функції. Зрозуміло, що відносно моделей з орієнтацією на ринки актуальним буде усунення активістських витоків в поведінці органів грошової влади як з огляду на потенційну її інфляціогенність, так і з огляду на те, що антициклічні заходи макроекономічних органів послаблюють ефективність алокаційних процесів, тоді як в моделях з орієнтацією на державну активність на монетарну політику буде покладено завдання по стабілізації ВВП. У другому випадку його роль зводитиметься до трансмісії (через валютний курс) стану платіжного балансу та резервних активів центрального банку на внутрішню грошову пропозицію і через це на врівноваження сукупних попиту та пропозиції. Відповідно, вибір в системі “трилеми” також є фактором визначення макроекономічного статусу монетарної політики щодо актуальності екстернальних чи інтернальних чинників господарського поступу. Адже, саме монетарний фактор уособлюватиме прямий та зворотний зв'язок національної економіки зі світовою кон'юнктурою, структурними змінами на світових ринках та процесом структурної адаптації господарства окремих країн у світогосподарському форматі.

Звідси випливає, що вибір на користь ефективного включення країни у систему міжнародного обміну, поділу праці, доступу до міжнародних фінансових ринків тощо повинен супроводжуватись адекватним вибором щодо реорганізації монетарної політики в межах, які на неї накладає проблема “трилеми”. Оскільки неможливо отримати вигоди від глобалізації, не беручи участі у світогосподарських процесах

через підвищення рівня відкритості національної економіки мобільності виробничих факторів, то вибір на користь такої відкритості означатиме внутрішню реконфігурацію чинників економічного зростання в напрямку посилення екстернальної складової розвитку. Така реконфігурація матиме місце за рахунок створення адекватних формуванню відкритості макроекономічних рамок умов, що забезпечуватиметься через функціональну зорієнтованість вектору вибору центрального банку в системі “трилеми”. Відповідно, пріоритетність відкритості, зокрема мобільності капіталів, в системі входження у силове поле глобальних економічних процесів повинно розглядатись як функціональний зріз забезпечення зміни рівня вагомості екстернальних та інтернальних чинників довгострокового розвитку національного господарства, що втілюється центральними банками, які відповідним чином реорганізують монетарну політику. Внаслідок цього таке національне господарство стає складовим елементом, або формування цілісності світогосподарської системи на доглобалізаційній фазі її розвитку, або цілісної глобальної економіки.

Що стосується світогосподарського рівня прояву функціональної ролі вибору відносно мобільності капіталів, валютних курсів та внутрішньої монетарної політики, то саме на ньому відбуватиметься трансформація вище окреслених змін на національному рівні в напрямку переходу від інтернаціоналізаційної фрагментарності міжнародної економіки до її глобальної цілісності. З одного боку, даний процес відбуватиметься під впливом трансформації міжнародного валютного устрою як відображення зміни вибору в системі “трилеми” на національному рівні провідних учасників світового господарства, що здійснюється їхніми центральними банками. З іншого боку, він відбуватиметься внаслідок формування мікроекономічної цілісності світогосподарської системи, забезпечуваної адекватними реакціями носіїв економічної активності на відповідні макроекономічні стимули, створювані, зокрема, центральними банками. Незважаючи на дворівневість прояву світогосподарського аспекту такої функціональної ролі, вона (дворівневість) є відображенням системності та взаємообумовленості якісних змін на мікрівідтворювальних та макрорегулятивних вісях координат міжнародної економіки.

Відповідно, трансформація типу міжнародної економіки у тип глобальної міжнародної економіки (за визначенням Герста та Томсона) відбуватиметься шляхом накладання вище перелічених трьох аспектів прояву системоутворюючої ролі вибору в системі “трилеми” та двох рівнів прояву її функціональної ролі, що і визначає принциповий характер місця центральних банків у формуванні глобалізаційних процесів (див. рис. 1.2.).

Широкий контекст факторів місця та ролі центральних банків в формуванні глобалізаційних процесів



Загальний вибір на рівні держави щодо орієнтації на інтернаціоналізаційні та світові інтеграційні фактори розвитку та входження в глобальний економічний простір



Рис.1.2. Монетарний вибір у відкритій економіці як фактор глобалізації

З глобалізацією пов'язується системна трансформація міжнародної фінансової архітектури та міжнародного монетарного устрою. Якщо глобалізація індукується монетарними детермінантами, які створюють макроекономічні рамкові умови розвитку мікроекономічної експансії та утворення єдиних глобальних ринків, то в основу змін у міжнародній фінансовій архітектурі та міжнародним монетарним устроєм також необхідно закласти принцип проблеми монетарного вибору центральних банків у відкритій економіці. Втім, існує необхідність деякого уточнення даних категорій та з'ясування прикметних рис нової фінансової архітектури, яка утворилась під впливом глобалізації та, що принципово, адаптації до неї.

Так, під міжнародним валютним (монетарним — від англ. *monetary*, що може перекладатись і як валютний, і як монетарний, в залежності від наголосу на певних семантичних нюансах, а може вживатись як синоніми) устроєм розуміються структурні зв'язки між характером взаємодії між резервними активами та платіжним балансом, що в підсумку визначає характер можливої монетарної політики в аспекті вибору валютно-курсового режиму та в аспекті вибору пріоритету внутрішньої чи зовнішньої рівноваги. Тобто міжнародна монетарна система визначає характер здійснення монетарної політики в окремій країні з огляду на існуючі варіанти вибору щодо режиму валютного курсу та мобільності капіталу, а також характер існуючих резервних активів, що в сукупності формує структурний каркас взаємозалежності між макроекономічними політиками на національному рівні. Таке узагальнююче

ствердження дозволяє зробити аналіз робіт П.Ліндерта, Д.Сальваторе, П.Кругмана і М.Обстфельда, а також ряд досліджень МВФ⁷⁰.

Що ж стосується міжнародної (глобальної) фінансової архітектури, то тут змістовий спектр визначень є більш широкий. Наприклад, Ф.Бергстен визначає її як “рівні валютного курсу та системи валютного курсу між провідними економіками в світі”⁷¹. Таке визначення неявно передбачає, що характер системи валютного курсу вже є похідною здійсненого монетарного вибору у відкритій економіці, зокрема щодо мобільності капіталу. Те, що рівень валютних курсів визначається як дефініційна складова, певним чином підкреслює ідею того, що курси є плаваючими та того, який механізм закладений в систему їх регулювання. З цього випливає, що дане визначення більшою мірою зближується з визначенням міжнародного валютного устрою. З.Луцишин стверджує, що міжнародна валютно-фінансова система розглядається у двох площинах: валютній (складові: національні та резервні валюти, міжнародні облікові грошові одиниці, умови взаємної конвертованості валюти, валютний курс та механізми його регулювання) та фінансовій (міжнародні фінансові ринки і механізми торгівлі конкретними фінансовими інструментами)⁷². Відповідно, перша складова стоїть ближче до міжнародного валютного устрою, а друга, власне, відображає елементи самої міжнародної фінансової системи. Їх об’єднання в одне ціле — міжнародна валютно-фінансова система — може розглядатись як логічне з тих міркувань, що вони структурно пов’язані між собою, але, проте, не становлять разом єдиної функціональної одиниці.

Що стосується категорії “архітектура”, то в одному зі звітів МВФ вона вживається стосовно Міжнародної фінансової системи⁷³. Можна стверджувати, що це є своєрідним підкресленням того, що архітектура визначає зовнішній профіль міжнародної фінансової системи, відображаючи ситуацію, коли її (системи) сутнісні риси набагато більше проявляються у специфічних аспектах функціонування її елементів, порівняно з характерними рисами самої системи. Наприклад, на сутнісному рівні валютна система принципово не змінилась з часів Кінгстонської конференції, але нагромаджені за цей час якісні зрушення у сфері функціонування фінансових ринків та характері пріоритетів монетарної політики змінюють якісно зовнішній прояв міжнародної фінансової системи, внаслідок чого термін архітектура наголошує на ускладненні процесів самопідтримання та відтворення системи.

⁷⁰ Ліндерт П.Х. Экономика мирохозяйственных связей: Пер. с англ. — М.: Прогресс, 1992. — С. 324-437.; Salvatore D. International Economics. — New Jersey: Prentice Hall, 1998. — P. 693-709.; Кругман П., Обстфельд М. Международная экономика. Теория и практика / Пер. с англ. — М.: Экономический факультет МГУ, ЮНИТИ, 1997. — С. 527-604.; International Monetary Cooperation Since Bretton Woods. — Wash. (D.C.), Oxford: IMF., Oxford University Press, 1996. — 742 p.; International Money and Credit: The Policy Roles / Ed. By G. von Furstenberg. — Wash. (D.C.): IMF, 1984. — 596 p.

⁷¹ Bergsten F. The IMF and Exchange Rates // Testimony before the Committee on Banking, Housing and Urban Affairs United States Senate. — Institute for International Economics. — Wash. (D.C.) // www.iie.com.

⁷² Луцишин З.О. Трансформація світової фінансової системи в умовах глобалізації. — К.: ДРУК, 2001. — С. 85-86.

⁷³ Report of the Managing Director to the International Monetary and Financial Committee on Progress in Strengthening the Architecture of the International Financial System and Reform of the IMF. — Wash. (D.C.): IMF, 2000.

Звідси простежується лінія аргументів, які спираються на примат взаємозв'язків між режимом валютних курсів та характером функціонування глобальних фінансових ринків. Світова фінансова архітектура в загальному визначає рамкові умови процесу фінансування платіжних балансів та їх пристосування до нових рівноважних умов в середині країни та у глобальній економіці у спосіб, щоб забезпечити максимальне сприяння розвитку міжнародної торгівлі, руху виробничих факторів (перед усім капіталів), економічному зростанню, ефективному розподілу добробуту між країнами, запобігати валютно-фінансовим кризам та підтримувати гомеостазис самої системи. Експлікація таких рамкових умов відображає те, що характер світової фінансової архітектури задається еластичністю функціонування міжнародних ринків капіталу, вибором щодо режиму мобільності капіталів, що в сукупності з першим елементом продукує потенційні середні рівні фінансової відкритості в світі, функціонуванням системи міжнародного кредитування останньої інстанції та системи міжнародного нагляду та регулювання. Саме під таким кутом зору глобальна фінансова архітектура розглядається більшістю економістів, узагальнення позицій яких представлено А.Свободою та І.Зеттелмеєром⁷⁴. Втім, дані економісти зазначають, що дискусії, які стосуються міжнародної фінансової архітектури, торкаються наступних проблем: запобігання та розв'язання криз на ринках, що виникають; зміни валютних курсів між провідними валютами; наслідки від вищезазначеного для національної та міжнародної політики. Дані дискусії пов'язані з питаннями реформування міжнародного монетарного устрою, що стало особливо актуально після запровадження євро⁷⁵. Слід відзначити, що даний підхід ідентифікує фінансову архітектуру як похідну валютної системи, з чим важко не погодитись, однак, водночас, дані категорії вживаються як синоніми, що не зовсім коректно.

Ф. Ле Галл та С.Нсоулі зауважують, що відправною точкою формування “нової” глобальної фінансової архітектури є валютні кризи 1990-х рр. і процес пошуку засобів протистояння імперфекціям фінансової глобалізації. Отже фокусом “нової” архітектури є запобігання кризам, а її складовими блоками є: транспарентність, відповідальність та “хороше” урядування; міжнародні стандарти та коди; посилення фінансових систем (національних, але у контексті фінансової відкритості та ефективного виконання функції фінансового посередництва ринками); лібералізація руху капіталів; стійкі режими валютних курсів; ідентифікація та моніторинг зовнішньої вразливості; підвищення відповідальності та ролі приватного сектора у врегулюванні криз; розширення ролі МВФ⁷⁶. З даного розуміння “нової” архітектури випливає, що під нею розуміється багатоплановий процес формування міжнародного каркасу

⁷⁴ Swoboda A., Zettelmeyer J. Key Issues in International Monetary and Financial Reform // Reforming the International Monetary and Financial System. — Wash. (D.C.): IMF, 2001. — P. 395-427.

⁷⁵ Ibid. — P. 396.

⁷⁶ La Gall F., Nsouli S. The New International Financial Architecture and Africa // IMF Working Paper. — 2001. — // WP/01/130. — P. 4-7.

для здійснення регулювання глобальних фінансових процесів та відповідне пристосування національного формату функціонування центральних банків та фінансового регуляторного режиму, або включення їх у єдиний міжнародний контекст, тоді як під “старою” архітектурою слід розуміти розвиток глобальних фінансових ринків в аспекті тої чи іншої практики функціонування валютно-курсових режимів та мобільності капіталів, які уможливають фінансову глобалізацію. Такий підхід, в цілому, збігається з позицією Свободи та Зеттелмеєра, оскільки характерні риси архітектури є похідними монетарних процесів і їх органічно включають. Регуляторний за характером та посткризовий за хронологією виникнення зміст виникнення нової міжнародної фінансової архітектури також впливає з узагальнення та аналізу робіт П.Кенена⁷⁷ та Б.Ейченгріна⁷⁸.

Отже, можна зробити висновок, що монетарний елемент, або проблема монетарного вибору у відкритій економіці, є складовою і міжнародної валютної системи і міжнародної фінансової архітектури, які, у свою чергу, не є тотожними поняттями, але функціональний прояв їх обох неможливий відокремлено один від одного. З огляду на це, між міжнародною монетарною (валютною) системою та світовою фінансовою архітектурою утворюється зв'язок, який відображає домінування принципу єдності монетарного вибору у відкритій економіці і фінансових ринків. Останнє відображає фундаментальний примат ринкового саморегулювання та його експансію у сферу міжнародних потоків грошей та капіталів, що у свою чергу кореспондує з випереджаючим розвитком саме фінансового сегменту процесів глобалізації. Те, що саме фактор фінансових ринків (і, відповідно, характеру їх функціонування) знаходиться в основі зв'язку між міжнародною монетарною системою та світовою фінансовою архітектурою, можна побачити з праць Ф.Бергстена, О.Даванні та П.Жакє⁷⁹, П.Кенена та А. Свободи⁸⁰, М.Найта⁸¹ тощо.

Відповідно, в світлі теоретичного принципу “трилеми” мобільність капіталів визначає можливості щодо вибору стратегічних установок монетарної політики в середині країни, що на міжнародному рівні є проявом функціонування валютного устрою. З іншого боку, мобільність капіталів є системоутворюючим компонентом врівноваження і пристосування платіжних балансів на макрорівні та функціонування алокаційного механізму на мікрорівні, значення якого тим більше посилюється, чим більшою мірою мобільність капіталів є проявом активності глобально інтегро-

⁷⁷ Kenen P. The International Financial Architecture: What's New? What's Missing? — Wash. D.C.: Institute for International Economics, 2001. — 192 p.

⁷⁸ Eichengreen B. Toward A New International Financial Architecture: A Practical Post-Asia Agend. — Wash. D.C.: Institute for International Economy, 1999. — 216 p.

⁷⁹ Bergsten F., Davanne O., Jacquet P. The Case for Joint Management of Exchange Rate Flexibility // Institute for International Economics Working Paper. — 1999. — №9. — P. 1-30.

⁸⁰ Kenen P., Swoboda A., Overview. Reforming the International Monetary and Financial System. Proceeding of a Conference held in Washington, D.C. — May 28-29, 1999. IMF // www.imf.org.

⁸¹ Knight M. Responding to External Shocks: What Has Changed Since the Crisis in the mid-1990s? // BIS Speeches // www.bis.org.

ваних фінансових ринків. Редукція мобільності капіталів і на макрорівень (платіжний баланс), і на мікрорівень (функціонування алокаційного механізму) так чи інакше пов'язана зі сферою компетенцій центральних банків. В першому випадку (макрорівень) вона відображає характер монетарного вибору в рамках “трилеми” та макростратегічний вибір щодо субординації внутрішньої чи зовнішньої рівноваги. У другому випадку (мікрорівень) така мобільність, з одного боку, задає рамкові умови імплементації монетарної політики на операційних горизонтах (наприклад, проблема вирівнювання ставок на грошових ринках чи вплив потоків капіталу на грошову базу та грошовий мультиплікатор тощо), а, з іншого, ув'язує дію алокаційного механізму у глобальному масштабі з вибором стратегії економічного розвитку з відповідним макростратегічним вибором центрального банку. Тобто, мається на увазі те, що повинно виступити пріоритетом: орієнтація на внутрішню чи на зовнішню рівновагу в світлі того, як інтеграція зі сферою міжнародної економіки створює вигоди для економічного розвитку національного господарства і на які монетарні параметри повинен орієнтуватись центральний банк (інфляція, ВВП-розрив, процентні ставки і грошова маса чи валютний курс, платіжний баланс, валютні резерви і процентні ставки), щоб забезпечити стабільність макроекономічної системи країни, яка би виступила основою ефективної інтеграції з такою сферою.

Отже, перераховані риси “нової” міжнародної фінансової архітектури відображають характер пристосування усього спектру регулюючих елементів міжнародного урядування до того, що було уможливлено вибором центральних банків в рамках “трилеми” — до фінансової глобалізації. Але, незважаючи на те, що більшість таких елементів не має монетарного характеру, функціонування міжнародної фінансової архітектури все одно спирається на монетарний фактор, який відображає внутрішній взаємозв'язок між політикою центральних банків національного рівня і міжнародним валютним устроєм. Звідси впливає необхідність більш глибокого аналізу останнього, оскільки він безпосередньо визначає рамкові умови динаміки процесів глобалізації, отже, — задає вектор розвитку та трансформації глобальної фінансової архітектури.

1.3. Еволюція міжнародного валютного устрою з позиції динаміки глобалізаційних процесів

Функціонування міжнародного валютного устрою є системним проявом сукупності макроекономічних та інституціональних факторів взаємодії окремих чи більшості країн світу у сфері світогосподарських зв'язків. Таке функціонування відображає: по-перше, утворення каркасу взаємозалежності та взаємообумовленості макроекономічних політик різних країн; по-друге, макроекономічні рамки взаємодії між зовнішнім та внутрішнім секторами окремої економіки, внаслідок чого форму-

ються передумови для розвитку (чи домінування) тієї чи іншої форми міжнародних економічних відносин; по-третє, що впливає з попереднього, можливості формування певного модельного типу міжнародної економіки в цілому та того чи іншого рівня її цілісності з огляду на характер взаємодії між національним господарством та його зовнішнім економічним оточенням. Зазначимо, як показано в попередньому параграфі, що в основі функціонування будь-якого міжнародного валютного устрою знаходиться проблема макроекономічного вибору відносно мобільності капіталів, режиму валютного курсу та внутрішньої монетарної політики (проблема “трилеми”), який здійснюється та опосередковується політикою центрального банку. Відповідно, монетарний чинник даного макроекономічного вибору та взаємозв’язку між окремими національними економіками чи світовою економікою в цілому віддзеркалює те, що органи грошової влади та їх політика знаходяться в центрі предметної сфери функціонування міжнародної валютної системи та, з рештою, є ретрансляцією характеру її функціонування на перебіг загальних макроекономічних та структурно-відтворювальних процесів як на національному, так і інтегративному рівні світового господарства.

Що стосується періодів розвитку міжнародного валютного устрою, то у науковій літературі існує достатньо широкий консенсус відносно їх часових рамок та критеріїв верифікації. Поряд з тим, існує декілька відмінних підходів до їх ідентифікації у певних критеріальних контекстах. Найбільш просту схему пропонує американець Е.Долан, який виділяє тільки систему золотого стандарту, бретонвудський та сучасний (постбретонвудський) міжнародний валютний устрій⁸². П.Ліндерт, розглядаючи міжнародну валютну систему в контексті варіантів фінансування платіжного балансу окремої країни та, відповідно, можливостей її макроекономічної політики, виділяє золотий стандарт (1870-1914 рр.), міжвоєнний період (1918-1939 рр.), Бретон-вудську валютну систему (1944-1971 рр.) та систему плаваючих курсів (після 1971 р.)⁸³. Американський економіст-міжнародник Д.Сальваторе, стверджуючи, що міжнародна валютна система може класифікуватись за двома напрямками — за характером чинників визначення валютного курсу та за характером того, який актив виступає як резервний, — виділяє систему золотого стандарту, міжвоєнний період, Бретон-вудську та сучасну валютну системи. (Часові періоди аналогічні за виключенням останнього, оскільки на думку Сальваторе він триває з 1973 р.) Він констатує, що кожна з них є певним поєднанням вищезгаданих класифікаційних напрямків⁸⁴. П.Кругман та М.Обстфельд, розглядаючи еволюцію міжнародного валютного устрою в контексті міжнародної макроекономічної політики, визначають два принципових періоди. Перший — функціонування міжнародної валютної системи (1870-

⁸² Долан Э. Деньги, банки и денежно-кредитная политика / Пер. с англ. — СПб, 1994. — С. 459-468.

⁸³ Линдерт П.Х. Экономика мирохозяйственных связей: Пер. с англ. — М.: Прогресс, 1992. — С. 324-437.

⁸⁴ Salvatore D. International Economics. — New Jersey: Prentice Hall, 1998. — P. 693-709.

1973 рр.) з такими півперіодами як золотий стандарт, міжвоєнний період та Бретон-вудська система. Другий — макроекономічна політика в умовах плаваючих курсів (з 1973 р.)⁸⁵. В даному випадку, дані економісти застосовують один з напрямів класифікації міжнародної валютної системи згідно Сальваторе, однак вони наголошують саме на фундаментальних макроекономічних відмінностях між такими устроями на кожному з етапів. При чому, власне міжнародний валютний устрій як система інтегрується Кругманом та Обстфельдом тільки як такий, в якому мав місце фіксований валютний курс та функціонувала система загально визнаних резервних активів, яка, або формувалась спонтанно за золотого стандарту та його похідних форм, або ж інституціонально закріплювалась, як у випадку з Бретон-вудською системою. Таку позицію можна в цілому вважати правильною з огляду на те, що взаємозалежність країн та цілісність системи визначалась внутрішнім фундаментальним елементом самої системи, яким виступали загально визнані резервні активи, політика щодо яких була відправним пунктом формування характеру макроекономічних рішень на національному та міжнародному рівні. Оскільки система плаваючих валютних курсів не має такого елемента, то, відповідно змінюються вихідні передумови для дизайну макроекономічної політики, хоча взаємозалежність країн за таких обставин змінює свої форми, зокрема в напрямку посилення її ринкових, а не макрополітичних детермінант.

Дещо відмінний від попередніх є підхід американського економіста Р.МакКіннона, який поділяє розвиток міжнародної валютної системи на 7 епізодів, кожен з яких характеризувався власним набором “правил гри”: 1) міжнародний золотий стандарт (1879-1913 рр.); 2) заснування Бретон-вудської системи (1945 р.); 3) фіксований доларовий стандарт (1950-1970 рр.); 4) плаваючий доларовий стандарт (1973-1984 рр.); 5) устрій, визначений угодами в Плазі та Луврі в рамках плаваючого доларового стандарту (1985-1999 р.); 6) заснування Європейської валютної системи (1979 р.); 7) європейська монетарна система як зона німецької марки (1979-1998 рр.)⁸⁶. Більш розширений варіант підходу МакКіннона пропонують П.Герст та Г.Томсон (див. табл. 1.5.).

Таблиця 1.5.

Еволюція міжнародного валютного устрою за Герстом та Томсоном

Устрій	Період
1. Міжнародний золотий стандарт	1879-1914
2. Нестабільність у міжвоєнний період	1918-1939
А) коливання	1918-1925
Б) повернення до стандарту	1925-1931
С) повернення до коливань	1931-1939

⁸⁵ Кругман П., Обстфельд М. Международная экономика. Теория и практика / Пер. с англ. — М.: Экономический факультет МГУ, ЮНИТИ, 1997. — С. 527-604.

⁸⁶ McKinnon R. The Rules of the Game: International Money in Historical Perspective // Journal of Economic Literature. — 1993. — №31. — Р. 1-40.

3. Доларовий стандарт з фіксованою ставкою	1945-1971
А) встановлення конвертованості	1945-1958
Б) Остаточний перехід до бретонвудських домовленостей	1958-1971
4. Доларовий стандарт з плаваючою ставкою	1971-1984
А) неузгодження	1971-1974
Б) повернення до плаваючого курсу	1974-1984
5. Європейська валютна система та зона німецької марки	1979-1993
6. Угоди Плаза-Лувр	1985-1993
7. Тенденція до поновлення коливання курсів	1993-
А) загальний багатонаціональний нагляд	1993-1997
Б) завершення підтримки долара	1993-

Джерело: Герст П., Томсон Г. Сумніви в глобалізації. Пер. з англ. — К.: К.І.С., 2002. — С. 29.

Зазначимо, що підхід МакКіннона та Герста і Томсона скоріше відображає не стільки загальні макроекономічні особливості кожного з етапів еволюції міжнародного валютного устрою, скільки акцентує увагу на специфічних імплементаційних варіаціях в рамках їх засадничих макроекономічних відмінностей, підкреслюючи думку про те, що такий міжнародний устрій перебуває під впливом активної політики держав щодо контролю за валютними ринками та, відповідно, валютно-курсними коливаннями. Зазначимо, що наголос саме на такій стороні процесу еволюції міжнародного валютного устрою скоріше ігнорує загальні парадигмальні зміни в системі міжнародної макроекономічної політики, опосередкованої формуванням певної макродоктрини на національному рівні, виводячи на передній план факт відмінностей між його окремими функціональними елементами. Зокрема, в рамках даного підходу змішуються фундаментальні макроекономічні особливості кожного з етапів розвитку такого устрою з регіональними тенденціями відтворення окремих елементів, властивих тим чи іншим його етапним формам.

Під кутом зору розгортання міжнародного валютного устрою з його зародкового до сучасного стану досліджують дану проблему Б.Ейченгрін та Н.Сузман. Вони, розглядаючи такий устрій з позиції становлення та еволюції грошових систем за тисячоліття, констатують, що перші елементи монетарної інтеграції властиві найдавнішим часам (і пов'язані з пануванням великих стародавніх імперій, які запроваджували власні карбовані гроші на нових територіях), але їх активний розвиток припав на XI-XII ст. з огляду на експансію торгівлі, урбанізацію та економічне зростання. Посилення дії таких елементів пов'язане з подальшим розвитком торгівельних відносин у Європі та Близькому Сході у XV-XVI ст., проте монетарна інтеграція у світовому масштабі відносно чітко проявилась в процесі боротьби між моно- та біметалізмом, на які накладались проблеми формування паперового грошового обігу, та утворенням золотих та срібних блоків в Європі та Америці у XVIII- середині XIX ст. Що стосується подальшого розвитку міжнародного валютного устрою, то

дані економісти притримуються традиційного погляду на нього⁸⁷, який тою чи іншою мірою представлений у дослідженнях Ліндєрта, Сальваторе, Кругмана та Обстфельда. Отже, для здійснення даного дослідження вважаємо за доцільне застосувати, з одного боку, найбільш типову схему: “золотий стандарт – міжвоєнний період – Бреттон-вудська система – Ямайська система”, з іншого боку, — вона, зберігаючи хронологічний принцип аналізу, достатньо повною мірою відображає парадигмальні макроекономічні відмінності між окремими етапами розвитку міжнародного валютного устрою як щодо статусу макрополітики окремої країни в його загальному контексті, так і щодо функціонування міжнародної економіки в цілому.

Відповідно, для здійснення аналізу розвитку міжнародного валютного устрою в глобалізаційному контексті слід з’ясувати ряд принципових питань. По-перше, наскільки в розрізі вищезгаданих етапів була актуальна затребуваність зовнішнього чинника макроекономічної політики взагалі і монетарної зокрема? Це питання є актуальним в тому розумінні, що наявність екзогенного чинника, що визначає динаміку внутрішніх макрозмінних, є безпосередньою передумовою для формування цілісності міжнародної економіки, оскільки саме на її рівні утворюватиметься детермінаційний компонент макрополітики, однаково актуальний для країн, що є її системними складовими. По-друге, якщо наявність такого екзогенного чинника є визначником внутрішньої макрополітики, то як вибір пріоритетів стимулювання економічного зростання на рівні окремої країни повинен ув’язуватись з його дією? Це, відповідно, відображає проблему характеру зв’язку між наявністю екзогенного чинника макрополітики на міжнародному рівні та можливостями вибору на рівні країни альтернативних макроекономічних пріоритетів. Тобто, наскільки існує фундаментальна симетрія між орієнтацією на внутрішню рівновагу та можливостями її забезпечення з огляду на те, що зовнішня рівновага знаходиться у системному зв’язку з дією екзогенного чинника макрополітики. По-третє, наскільки затребуваність такого зовнішнього чинника, а відтак і системної цілісності міжнародної економіки, кореспондує з розвитком макрополітики в середині країн, обумовленим пануванням тих чи інших теоретичних концепцій? Тобто, що є детермінуючим чинником розвитку та трансформації міжнародного валютного устрою: його самодостатній еволюційний поступ, чи системні зміни макрополітики на національному рівні, які, з рештою, є віддзеркаленням вибору відносно інтернаціоналізаційно-глобалізаційних орієнтирів розвитку, чи можливостей визначати та досягати макроекономічних цілей у дивергенційно-автаркічному режимі? Зазначимо, що поставлені питання є своєрідними методологічними векторами аналізу розвитку міжнародного валютного устрою в

⁸⁷ Eichengreen B., Sussman N. The International Monetary System in the (Very) Long Run // IMF Working Paper. — 2000. — WP/00/43. — P. 1-55.

світлі динаміки глобалізаційних процесів, логіко-структурний зв'язок між якими зображено на рис. 1.3.

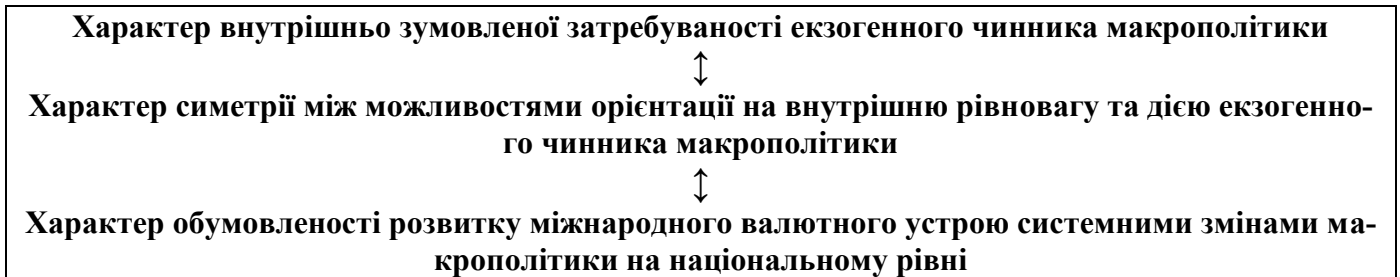


Рис. 1.3. Логіко-структурний зв'язок між методологічними векторами аналізу розвитку міжнародного валютного устрою

Що стосується міжнародного золотого стандарту (1870-1914 рр.) як першого етапу розвитку міжнародного валютного устрою, то його виникнення та функціонування відображає наступний ряд моментів.

По-перше, друга половина XIX ст. відображає процес радикальної трансформації системи грошового обігу, що, з одного боку, проявилось у тенденції до монополізації паперової емісії центральними банками за одночасного збереження можливостей спорадичного тиску на них з боку урядів в напрямку фінансування за рахунок банкнот фіскальних дисбалансів, а, з іншого, — у тенденції намагання забезпечити сприятливе монетарне підґрунтя для економічного та торгівельного розвитку за рахунок нівелювання інфляціогенних та, відповідно, проциклічних експансивних намірів приватних емітентів банкнот. Оскільки, паперові гроші на той час ідентифікувались як такі, що забезпечують високу еластичність обігу та гнучкість реакцій грошової пропозиції на структурні чи територіальні зсуви попиту на засоби платежу, але водночас як такі, що не мають субстанціональної вартості, то зв'язок грошового обігу з монетарним активом, що виконував роль загального еквіваленту, вважався принциповим чинником забезпечення їх ліквідності. В цьому розумінні, зв'язок між банкотною пропозицією та станом резервних активів, які зберігались в центральному банку, набував функціонального змісту. Наприклад, акт Р.Пілля, датований 1844 р., проголосив, що принциповим завданням Банку Англії є забезпечення конвертованості фунта у золото, тоді як паперові фунти визнавались законними платіжними засобами в середині країни.

По-друге, в рамках доктрини *laissez faire* ставлення до міжнародної мобільності капіталів та зовнішньої торгівлі визначалось загальною апологетикою експансії ринкових відносин. Внаслідок цього міжнародна мобільність капіталу та розвиток зовнішньої торгівлі, з одного боку, формували передумови для утворення стійких мікроекономічних та відтворювальних зв'язків між учасниками тогочасного світового господарства, а з іншого — передумови для появи зв'язку між зовнішнім оточенням країни та її макроекономічним статусом.

По-третє, утворення функціонального зв'язку між станом резервних активів і внутрішньою грошовою пропозицією та формування стійких економічних стосунків між країнами за рахунок мобільності капіталів та зовнішньої торгівлі кореспондувало з трансформацією механізму макроекономічної політики. В першу чергу, ці зміни стосувались спроможності центрального банку ув'язувати внутрішню грошову пропозицію зі станом резервних активів з огляду на стан платіжного балансу і навпаки. Оскільки мобільність капіталу розглядалась як природне явище, а курс паперових грошей фіксувався у золоті, відповідно, обмінний курс між різними валютами визначався через ваговий вміст золота у кожній з них, то природно, що внутрішня монетарна політика визначалась станом платіжного балансу, а саме — станом резервних активів. Необхідність підтримання останніх на рівні, що забезпечував би безпешкодну розмінність паперових грошей на золото, спонукало до розвитку ринкових інструментів впливу на внутрішній грошовий попит. Так, якщо маніпулювання процентними ставками у Великій Британії розглядалось як природний засіб захисту резервів від їх втрати внаслідок збільшення паперового обігу та відпливу за кордон ще з 1833 р., а Закон Пілля легітимізував функціональне призначення зміни процентної ставки в системі монетарних заходів контролю за резервами, то Банк Франції, вперше застосувавши збільшення норми проценту за своїми операціями у 1847 р., здобув право на здійснення процентної політики тільки у 1857 р., тоді як інші центральні банки перейшли до подібної системи грошово-кредитного регулювання тільки після утвердження міжнародного золотого стандарту.

Проте контроль над внутрішньою грошовою пропозицією через систему резервних активів мав і інший бік. Приплив резервів означав збільшення внутрішньої грошової пропозиції та стрибкоподібне зростання інфляції. Більше того, фіскальний тиск на центральні банки в напрямку фінансування бюджетних дефіцитів призводив до спорадичного розростання обігу незалежно від стану резервів, а платоспроможність монетарних органів забезпечувалась за рахунок тимчасових звільнень від зобов'язань по конвертації банкнот у метал. Отже, проблема контролю за надемісією з допомогою резервів та платіжного балансу за одночасної підпорядкованості емісійних можливостей центральних банків урядовим борговим потребам у короткостроковому періоді проявлялась через їх безвідповідальність, що базувалась на державному примусі. Що ж стосується довгострокового періоду, то враховуючи безальтернативність і на теоретичному і на практичному рівні такої організації грошового обігу, який би абсолютно не був пов'язаний із дорогоцінним металом, така система на той час дозволяла вирішити проблеми інфляції та надмірних циклічних флуктуацій. Окрім того, варто зазначити, що розуміння потенційної природної ефективності самоконтролю центральних банків з допомогою врівноваження платіжних балансів через перелив металів розповсюджувалось у Європі з різною швидкістю. Тільки у

другій половині XIX ст. шляхом посилення популярності ідей грошової школи та кількісної теорії й прикладу функціонування Банку Англії така система поширилась на усі розвинуті країни.

Так, основний аргумент на користь подібної системи зводився до того, що розширення банкотної пропозиції в одній країні неминуче призводить до підвищення цін на її внутрішні виробничі фактори і частково дозволяє розширити споживання з-за кордону. В умовах, коли банкноти емітуються національними інститутами і за фіксованим курсом прив'язуються до резервного активу, зростання внутрішніх цін призводить до того, що товари з-за кордону стають дешевше, а це розширює попит на них. Відповідно, зростання попиту на закордонні товари за одночасного подорожчання національних товарів для іноземців означатиме утворення дефіциту торгівлі, який має компенсуватись за рахунок відпливу металу до іноземців. Відплив металу звужує внутрішню пропозицію грошей, припиняє ріст цін, і національні товари стають знову дешевші й привабливіші як об'єкти закордонного попиту. А це призводить до утворення надлишку торгівлі й припливу металу, що розширює внутрішню грошову пропозицію і так далі.

По-четверте, фактично до початку останньої чверті XIX ст. світ був поділений на три монетарних блоки: золотий блок, до складу якого входили Велика Британія, Португалія та Британські домініони та колонії; срібний блок — Германські країни, Австрія, Нідерланди, Данія, Норвегія, Швеція, Мексика, Китай, Індія та Японія; блок, заснований на біметалізмі, — Франція, Бельгія, Італія, Швейцарія та США. Панування певного металу в монетарній системі кожної з країн обумовлювався багатьма структурними та історичними факторами. Але посилення міжнародної економічної інтеграції у останній чверті XIX ст. та технологічні і структурні зміни в економіці, з одного боку, відображали внутрішню потребу переорієнтації на золоту основу обігу, а з іншого боку, — формували інтернаціоналізаційний тиск в бік уніфікації монетарних систем різних країн за принципом спільного резервного активу.

Тобто, спільний резервний актив, який би функціонував в основі і монетарних систем різних країн, і в основі комерційних операцій між ними (особливо що стосується торгівлі та міжнародного кредиту), дедалі активніше розглядався як засіб посилення економічних вигод для усього господарського світу, з огляду на формування так званого ефекту утворення мережі. Оскільки, панівною країною у світовій економіці на той час була Велика Британія, то перехід до золотої основи монетарних систем розглядався як природний процес посилення господарської інтеграції. Якщо, у Британії золотий стандарт в основному функціонував з 1819 р. (після перерви з 1799-1815 рр., коли внаслідок війн з наполеонівською Францією було заборонено вивіз зливків та монет, а банкноти тимчасово не були розмінні на золото), то більшість інших розвинутих країн приєднались до такої системи у другій чверті XIX ст.,

намагаючись відтворити британський досвід та здобути економічних переваг від господарської інтеграції з зоною фунта⁸⁸. Наприклад, Прусія перейшла на золотий стандарт у 1871 р., спонукаючи до аналогічного кроку країни, що були щільно пов'язані з нею в рамках торгівлі, — Нідерланди, Данію, Норвегію, Швецію. Так само перехід до золота здійснили Франція та її партнери по Латинському монетарному союзу, Бельгія, Швейцарія, Італія та Греція. У 1879 р. США оголосили розмінними на золото банкноти казначейства, емітовані для фінансування Громадянської війни, а у 1900 р. оголосили про фіксований курс долара щодо золота. А з відновленням конвертованості у золото в Росії та Японії у 1890 р., на думку Ейченгріна та Суззмана, “система золотого стандарту та фіксованих курсів між національними валютами дійсно набула глобального масштабу”⁸⁹.

Інтернаціоналізація золотого стандарту істотно змінила роль центральних банків як всередині країни, так і щодо світового господарства.

Що стосується зміни їх ролі відносно внутрішньої економіки, то вона проявилась, по-перше, у підвищенні ролі монетарної політики як чинника зовнішньої рівноваги, що фактично механічно визначало її режим стосовно впливу на внутрішні макроекономічні змінні, по-друге, — у трансформації механізму реалізації його статусу.

Фактично, незалежність центрального банку забезпечувалась з допомогою механізму, внутрішньо властивого системі золотого стандарту, і стала своєрідною еволюцією цього інституціонального аспекту його організації. Тобто, якщо за заснування на позицію установи, що згодом стала центральним банком, активно могли впливати інтереси його приватних власників, що частково і на деякий час сепаратизувало цей орган від тотального урядового впливу, то перехід до публічно оголошених пріоритетів, до того ж закріплених у законодавстві, автоматично підвищував роль єдиного емітента банкноти та зберігача золотих резервів в системі забезпечення нормального функціонування фінансово-банківської системи та національної економіки.

Оскільки валютний курс оголошувався пріоритетом макроекономічної політики, то проголошений його фіксований у золоті вимір (в розумінні конвертованості паперових грошей у золото), а відтак і підтримання певного рівня резервів, ставали безпосередніми легітимними завданнями центрального банку, які він міг досягати з допомогою вже набутого права маніпулювати рівнем процентної ставки та операцій

⁸⁸ Існують емпіричні підтвердження того, що перехід до золотого стандарту приносив сприятливі алокаційні зміни в стосунках між країнами в рамках функціонування фінансових ринків. Наприклад, Дж.Мадден стверджує, що британські інвестори розглядали ті цінні папери більш ризиковими, валюта деномінації яких не була прив'язана до золота, як у Британії, внаслідок чого процентні ставки за ними були вище. (Детальніше див.: Madden J. *British Investment in United States, 1860-1880*. — New York: Garland Publishing. — P. 24-46.

⁸⁹ Eichengreen B., Sussman N. *The International Monetary System in the (Very) Long Run // IMF Working Paper*. — 2000. — WP/00/43. — P. 20.

на відкритому ринку й шляхом переобліку векселів. Отже, саме золотий стандарт та необхідність забезпечення конвертованості грошової одиниці у золото створили передумови для того, що незалежність центрального банку, з одного боку, стала природним явищем, а з іншого, — затребуваною з точки зору системної організації монетарних взаємовідносин на міжнародному рівні.

Проте, подібний механічний спосіб забезпечення незалежності органів грошової влади не міг бути сформований безвідносно до існуючої на той час парадигми мінімізації державної інтерференції. Тобто, традиція *laissez faire*, з одного боку, була атрибутивною щодо інтелектуального обґрунтування золотого стандарту як такого, з іншого, — окреслювала ситуацію, коли саме за рахунок золотого стандарту можна забезпечити макроекономічну рівновагу без державного втручання, і, з рештою, заперечувала втручання держави у економічні процеси в цілому. Отже, режим міжнародного золотого стандарту у контексті його фундаментальної спроможності забезпечити стабільність цін та внутрішню і зовнішню рівновагу, а разом з тим і незалежність центрального банку, найповнішою мірою почали відображати інтелектуальну доктрину лібералізму.

Так, відомий британський дослідник Ф.Капі ілюструє цю тезу на прикладі, поперше, відмінності між розвитком Великої Британії і континентальної Європи, особливо її центральної частини, яка полягала у різному статусі відповідних центральних банків, по-друге, відмінності у часі щодо рівня автономії центрального банку у самій Великій Британії, рівень якої (автономії) у XVIII на початку XIX ст. був явно нижчий порівняно з кінцем XIX ст. саме за рахунок взаємовідносин між урядом та центральним банком. Проте, він неявно проводить паралель: сповідування ідеології лібералізму призводить до швидкого розвитку капіталістичної економіки, а це, за рахунок функціонування золотого стандарту, робить необхідним посилення незалежного статусу органів грошової влади. І навпаки: державне втручання призводить до уповільнення економічного розвитку, а це провокує посилення втручання, зняттям чого є примус щодо центрального банку, а відтак і послаблення його незалежності⁹⁰.

Важливим наслідком посилення незалежності центральних банків в системі функціонування міжнародного золотого стандарту наприкінці XIX початку XX ст. стало послаблення проблеми інфляції. При чому, значна кількість авторитетних економістів сходяться на думці, що золотий стандарт був найкращим режимом з поміж існуючих щодо забезпечення стабільності цін. Так, Капі пише: “Порівняння між золотим стандартом, теоріями класичного золотого стандарту та послідуєчими монетарними режимами доводить, що якщо жоден з них не забезпечував повністю ста-

⁹⁰ Capie F. The Evolution of General Banking // Financial History: Lessons of the Past for Reforms of the Present. — World Bank Seminar. — 1995. — P. 9-12.

білізацію цін, золотий стандарт був краще порівняно з іншими у цьому розумінні”⁹¹. Аналогічні висновки робить і М.Бордо. Порівнюючи інфляційні наслідки за реалізації монетарної політики згідно принципу конвертованості у золото та без такого принципу, він дійшов висновку, що інфляція була нижчою та більш сталою в умовах розмінності грошей на золото. Так само, тренди інфляції були більш стаціонарні за умов прив’язки грошей до золота (навіть в умовах функціонування бретонвудського валютного устрою)⁹². Макроекономічні наслідки золотого стандарту порівняно з послідуєчими режимами на прикладі Великої Британії та США демонструє табл. 1.6.

Табл. 1.6. відображає ситуацію, коли, дійсно, за часів золотого стандарту мала місце найнижча інфляція, якщо не брати до уваги період між двома світовими війнами, коли спостерігалась суттєва дефляція. Тим не менше, істотні кризи у фінансово-банківській сфері, особливо у США у 1903, 1907 рр., відображали внутрішню вразливість цього механізму понад усе через те, що значний вплив уряду на центральні банки не усувався повністю, а зростання затребуваності кредитування останньої інстанції скоріше порушувало функціонування золотого стандарту у чистому вигляді.

Таблиця 1.6.

Макроекономічні наслідки золотого стандарту та послідуєчих монетарних режимів, 1870-1995

	Середній на рік темп зростання доходу	Рівень інфляції	Рівень безробіття
Золотий стандарт			
Велика Британія (1870-1913)	1,0	-0,7	4,3
США (1879-1913)	1,4	0,1	6,8
Міжвоєнний період			
Велика Британія (1919-1938)	0,6	-4,6	13,3
США (1919-1940)	1,6	-2,5	11,3
Період після другої світової війни з фіксованими валютними курсами			
Велика Британія (1946-1972)	1,7	3,5	1,9
США (1946-1972)	2,2	1,4	4,6
Період після другої світової війни з плаваючими валютними курсами			
Велика Британія (1973-1995)	2,0	8,9	8,1
США (1973-1995)	2,3	5,8	7,0

Джерело: Salvatore D. *International Economics*. — New Jersey: Prentice Hall, 1998. — P. 688.

Функціонування золотого стандарту накладало суттєві обмеження на фіскальну експансію. З одного боку, жорстка прив’язка внутрішньої грошової пропозиції до руху резервного активу унеможлиблювала монетизацію бюджетних дефіцитів згідно визначення. Однак, за кризових ситуацій, і досвід це довів, розмінні на золото гроші завжди могли бути замінені на декретні гроші (з примусовим курсом та без

⁹¹ Capie F. Зазн. праця. — С. 5.

⁹² Bordo M. *Monetary Policy Regimes, the Gold Standard, and the Great Depression* // NBER Research Summary. — 2000. — P. 1-4.

прив'язки до резервного активу), що руйнувало золотий стандарт як такий. З іншого боку, економічні агенти сформували довіру до золотого стандарту з огляду на те, що після того як кризові ситуації минуть, уряди його відновлять. На думку згаданого М.Бордо, відмова від золотого стандарту за криз та повернення до нього після криз все одно створювало передумови для появи природних обмежень на фіскальну експансію⁹³. Оскільки строковий обіг інструментів державного боргу перекривав термін, впродовж якого мала місце відмова від золотого стандарту, то це так чи інакше зумовлювало повернення запозичених коштів грошми, які мали конвертованість у золото, а курс боргових паперів дуже швидко відновлював свій зв'язок зі станом золотих резервів. Якби економічні агенти не вірили у можливість повернення до золотого стандарту, то погашення бюджетних дефіцитів стало би серйозною проблемою для урядів. А посилення монетизації дефіцитів тільки би ускладнювало довіру до макроекономічної політики.

Стосовно зовнішньої економіки, то інтернаціональне визнання золотого стандарту, по-перше, відобразилось, за умов *laissez faire*, на зростанні мобільності капіталу, що стало атрибутивною рисою глобалізації світового господарства того періоду, по-друге, трансформувало роль центральних банків у ньому. Окрім цього, сама стабільність світової економіки напередодні першої світової війни виступила чинником, що забезпечила стабільність усієї макроекономічної системи золотого стандарту. Наприклад, американський фахівець у царині міжнародної економіки П. Ліндерт стверджує: “Зараз стало зрозуміло, що успіх золотого стандарту був обумовлений спокійною передвоєнною обстановкою у світі. Світова економіка не переживала таких потрясінь, як перша та друга світові війни, що мали місце за цим, Велика депресія 30-х років, нафтові кризи 1973-1974 рр. та 1979-1980 рр. Золотий стандарт виглядав як благополучна система, оскільки існував в умовах відносно спокійного розвитку світової економіки”⁹⁴. Зазначимо, що сам Ліндерт визначав такі детермінанти стабільності, як: в середньому збалансовані платіжні баланси більшості країн (принаймні за рахунок руху короткострокового капіталу відповідно до політики центральних банків, спрямованих на підвищення процентних ставок); значні резерви золота та фактична мінімізація його міжкраїнних потоків відповідно до емісії ліквідних зобов'язань, які виступили альтернативою щодо його трансферту. Отже, це говорило про перехід до кредитного фінансування дефіцитних платіжних балансів, на які погоджувались, в першу чергу, розвинуті країни, в рамках пануючої орієнтації на забезпечення зовнішньої рівноваги, що широко акцептувалось у світовому співтоваристві. А це, в цілому, виступило чинником формування структурної взаємозалежності та цілісності світового господарства. Наприклад, Герст та Томсон прямо вка-

⁹³ Bordo M. Monetary Policy Regimes, the Gold Standard, and the Great Depression // NBER Research Summary. — 2000. — P. 1-4.

⁹⁴ Линдерт П.Х. Экономика мирохозяйственных связей: Пер. с англ. — М.: Прогресс, 1992. — С. 335-336.

зують на те, що система міжнародного золотого стандарту створювала найсприятливіше підґрунтя для формування цілісності міжнародної економіки і розвитку глобалізаційних процесів: “Ця система має велике ідеологічне та теоретичне значення, оскільки членство у ній було “добровільним” (не існувало ніякої “установчої угоди”), і ще вона втілювала принцип “автоматизму” коли діяла та пристосовувалася”⁹⁵.

Варто зазначити, що широке визнання золотого стандарту на міжнародній арені формувалось не тільки під впливом зацікавленості найбільш розвинутих країн у забезпеченні інфляційної стабільності та фіксованих у золоті валютних курсів. Незважаючи на суттєві труднощі слаборозвинутих країн з формуванням макроекономічних передумов ефективного функціонування золотого стандарту (зокрема, з одного боку, вони часто вдавались до девальвацій за кризових ситуацій та повернення до принципу конвертованості за стабілізації ситуації, з іншого боку, рівень бюджетних дефіцитів, приріст грошової пропозиції і, як наслідок, рівень інфляції у слаборозвинутих країн, в першу чергу Латинської Америки, були набагато вище, порівняно з розвинутими країнами), вони теж були зацікавлені у його запровадженні. М.Бордо та Г.Роккофф наводять наступний теоретичний аргумент на користь такого вибору. Якщо країна прив’язує свою валюту до золота, то в інвесторів з’являється впевненість у тому, що їх активи будуть застраховані. А це знижуватиме премії за ризик, внаслідок чого для країн-позичальниць формуватимуться більш прийнятні умови для здійснення запозичень та рефінансування нагромаджених боргів. Вони доводять, що існує істотний зв’язок між тим, наскільки низькими процентними ставками по деномінованих у золото цінних паперах супроводжувались боргові операції країн периферії у Лондоні, та тим, на скільки дані країни були прихильні до золотого стандарту⁹⁶. В іншому дослідженні на дану тему М.Бордо, М.Еделстайн та Г.Роккофф доводять, що за рівнем надбавки за ризик, яка кореспондує зі ступенем прихильності країн до золотого стандарту, суверенних позичальників можна поділити на три групи: країни, які ніколи не відмовлялись від золотого стандарту (премії за ризик найнижчі); країни, які спорадично відмовлялись від нього, але повертались за покращення ситуації (спреди підвищувались); країни, які загалом не були прихильні до золотого стандарту (надбавки за ризик найвищі, або ж вони зовсім витіснялись з міжнародного ринку капіталів)⁹⁷.

Що стосується розвитку самого світового господарства у цей період, то його визначальною рисою була висока функціональна відкритість економік та мобільність капіталу, яка, зокрема, дозволяла ефективно врівноважувати платіжний баланс з допомогою відповідної політики центральних банків щодо процентних ставок.

⁹⁵ Герст П., Томсон Г. Зазн праця — С. 45.

⁹⁶ Bordo M., Rockoff H. The Gold Standard as a “Good Housekeeping Seal of Approval” // Journal of Economic History. — 1996. — №56(2). — P. 389-428.

⁹⁷ Bordo M., Eldestein M., Rockoff H. Was Adherence of Gold Standard a “Good Housekeeping Seal of Approval” during the Interwar Period // NBER Working Papers — 1999. — №7186 // www.nber.org

Важливість такої можливості пояснюється тим, що це дозволяло набагато швидше запобігти відтоку резервів через підвищення процентних ставок і приплив капіталів. Підтримання високих ставок у середньостроковій перспективі (без системи міжнародного переливу капіталів) забезпечувало би більш довгострокову дефляцію попиту і, відповідно, економічний спад.

Так, висока мобільність капіталу забезпечувалась за рахунок того, що на міжнародну інвестиційну діяльність ніякі обмеження не накладалися, а вплив чи приплив золотих резервів по операціях руху капіталу мав кореспондувати з сальдо торгівлі, інакше б центральні банки починали б проводити операції по захисту резервів, або стимулювали б їх відтік.

Визнання за автоматичним врівноваженням платіжних балансів ролі механізму макроекономічної координації в рамках світового господарства створило передумови для того, що поведінка центральних банків як чинник його еластичного функціонування почала визначати ефективність такого механізму в принципі. Важливість і для міжнародних розрахунків і для міжнародних інвестицій надійності еластичного функціонування механізму золотого стандарту є безсумнівною, але небезпека впливала з потенційної політики відмови центрального банку забезпечувати розмінність банкнот на золото. Тільки законодавчі обмеження у вигляді закріплення обов'язковості конвертованості паперових грошей у золото та потенційна внутрішня інфляція, що не схвалювалась на політичному рівні, стримували від такої поведінки, яка могла би призвести до розірвання зв'язків між внутрішньою грошовою пропозицією та автоматизмом врівноваження платіжного балансу, що означало би порушення самого принципу механічного забезпечення внутрішньої та зовнішньої рівноваги у всіх країнах.

Функціонування системи міжнародного золотого стандарту у першу хвилю глобалізації в більшості економічних досліджень розглядається як успішне в багатьох контекстах: забезпеченні розвитку міжнародного бізнесу; формуванні цілісності міжнародної економіки; створенні інтернаціонально діючих стабілізаторів внутрішньої макрополітики, які усували дискреційні зсуви монетарних та фіскальних органів. Так, Т.Баюмі та Б.Ейченгрін ставлять питання про те, чи стабільність такої системи визначалась режимом політики (міжнародним золотим стандартом) як таким, чи сприятливим зовнішнім оточенням⁹⁸, яке, в першу чергу, визначається політичною та економічною стабільністю першої глобалізаційної хвилі. Якщо відомі американські економісти-міжнародники Ч.Кіндлебергер та П.Ліндерт наголошують виключно на сприятливій політичній та економічній атмосфері передвоєнного періоду⁹⁹, то Л.Катао та С.Соломоу наводять п'ять достатньо відмінних за масштабом,

⁹⁸ Bayoumi T., Eichengreen B. The Stability of the Gold Standard and the Evolution of the International Monetary System // IMF Working Papers. — 1995. — WP/95/89. // www.imf.org.

⁹⁹ Kindleberger Ch., Lindert P. International Economics. — Homewood, IL: Dow-Jones-Irwin, 1978. — P. 390-402.

сферою актуалізації та змістом детермінант стабільності золотого стандарту: ефективне функціонування механізму переливу золота, що робило зайвим здійснення стерилізаційних операцій; довіра до золотого стандарту з боку ринкових агентів; структурна взаємодоповнюваність між провідними країнами та країнами периферії; швидке пристосування до нових рівноважних умов, зумовлене низьким рівнем “номінальної інерції” та гнучкістю цін; висока мобільність трудових ресурсів¹⁰⁰. Згадувані ж Баюмі та Ейченгрін наголошують на тому, що за золотого стандарту глибина та частота шоків не були меншими порівняно з пізнішими періодами, проте високий рівень гнучкості ринків забезпечував швидке пристосування до нових рівноважних умов, а витрати такого пристосування та компенсації шоків були низькими¹⁰¹. Ейченгрін та Сузман також зазначають, що за золотого стандарту: по-перше, не було суперечливих цілей макрополітики, зокрема тих, що пов’язані зі зменшенням безробіття, по-друге, нерозвинутість демократичних політичних інститутів, неактуальність соціально вмотивованих фіскальних дисбалансів та відносний контроль за бюджетними дефіцитами створювали сприятливе макроекономічне підґрунтя для ефективності такої системи. Вони пишуть, що “з перспективи кінця тисячоліття найяскравішою ознакою цієї системи був успіх, що опосередковував одночасність мобільності капіталу зі стабільністю валютних курсів. Сьогодні міжнародна мобільність капіталу розглядається як виклик країнам, які шукають можливість підтримувати стабільність валютного курсу та водночас досягати інших економічних, політичних та соціальних цілей... Мобільність капіталу... заохочує країни підтримувати гнучкі валютні курси. Золотий стандарт є викликом цьому загально визнаному економічному уявленню”¹⁰².

Однак, міжнародний золотий стандарт виявляв ряд проблем, пов’язаних, по-перше з необхідністю забезпечення жорстких рамок макроекономічних умов його ефективності, по-друге, з еластичністю зв’язку між станом внутрішньої економіки та світовим господарством, по-третє з впливом реальних ефективних валютних курсів на торгівельні відносини між країнами з різним рівнем розвитку.

Стосовно першого випадку дуже часто наводять приклад розвитку інфляційної ситуації в Аргентині та США впродовж XVIII-XIX ст. Перша стикалась зі значними фіскальними та світогосподарськими проблемами, що проявлялись через значні бюджетні дефіцити, зростання вартості обслуговування зовнішнього боргу, неможливість запроваджувати стабільне оподаткування через втечу капіталів, торгові війни та блокади. Це унеможливлювало здійснення монетарної політики на основі прави-

¹⁰⁰ Catao L., Solomou S. Exchange Rates in the Periphery and International Adjustment Under the Gold Standard // IMF Working Papers. — 2003. — WP/0341. — P. 3.

¹⁰¹ Bayoumi T., Eichengreen B. The Stability of the Gold Standard and the Evolution of the International Monetary System // IMF Working Papers. — 1995. — WP/95/89. // www.imf.org.

¹⁰² Eichengreen B., Sussman N. The International Monetary System in the (Very) Long Run // IMF Working Paper. — 2000. — WP/00/43. — P. 21.

ла, коли би прив'язка внутрішньої грошової пропозиції до резервного активу дала б змогу мінімізувати інфляцію та її коливання. Щодо США, то бюджетно-податкові реформи Президента А.Гамільтона створили сприятливе фіскальне підґрунтя для запровадження жорсткого режиму монетарної політики, яким є золотий стандарт. Внаслідок цього, макроекономічні передумови для конвертованості американської валюти у золото давали можливість реалізовувати стабільну монетарну політику, а відсутність шоківих ситуацій створювала передумови для того, що політична ціна виваженої грошово-кредитної політики була низькою. А це створювало передумови для популярності золотого стандарту, і, як наслідок, до його позитивного впливу на макроекономічну ситуацію. Даний приклад демонструє, що для ефективного функціонування жорсткого монетарного режиму необхідна не тільки сприйняття його макроекономічних переваг, але й політичної затребуваності, що само собою формує жорсткі вимоги до рамкових умов його ефективної імплементації, підтверджуючи висновки Ейченгріна та Суззмана.

Що стосується другого, то окремі країни мали різний статус платіжного балансу. Як правило, чим більш розвинутою була країна, тим міцнішим був її платіжний баланс. Тобто, країна з позитивним сальдо (наприклад Велика Британія) могла нагромаджувати значні резерви за рахунок того, що відповідне зростання внутрішньої пропозиції стерилізувалась продажем внутрішніх активів. Відповідно, тривале нагромадження резервів за рахунок перманентного профіциту платіжного балансу екстерналізувалось операціями центрального банку. Країна ж зі слабким платіжним балансом мала би втрачати резерви, що тягнуло б за собою стискання внутрішньої пропозиції. Певний період її центральний банк міг би підтримувати попередній рівень грошової пропозиції за рахунок придбання внутрішніх активів, віддаляючи у часі початок падіння попиту. Однак, така поведінка тільки погіршувала ситуацію, оскільки попит на резерви почав зростати з огляду на те, що рівень покриття ними банкнот знижувався вже не тільки через стан платіжного балансу, але й через експансіоністську поведінку самого центрального банку. За рахунок цього країни з ефективнішим виробничим сектором та позитивним платіжним балансом могли затримувати процес відтоку резервів без певної шкоди для внутрішньої інфляційної ситуації. Також фактором, що міг сприяти цьому, є подовження лагу між зростанням внутрішньої пропозиції, викликаного зростання резервів, та відтоком золота. Така ситуація могла існувати за посилення попиту на банкноти центрального банку, наприклад, в умовах економічного зростання та пожвавлення кредитної активності.

Наприклад, Ч.Гудхарт дослідив емпіричний зв'язок між станом резервів та внутрішньою економічною ситуацією у Великій Британії на предмет відповідності

функціонування золотого стандарту класичним уявленням про його механізм¹⁰³. Він дійшов висновку, що внутрішній аспект трансмісійного механізму золотого стандарту для Великої Британії не функціонував. Так, процес внутрішньої грошової пропозиції визначався в основному ендогенно, тобто зміна золотих резервів Банку Англії дуже в незначній мірі визначала зміну внутрішньої грошової пропозиції, а внутрішня економічна активність не змінювалась у відповідності до зміни процентної ставки. При цьому, не було помічено зв'язку між станом резервів Банку Англії та резервами комерційних банків, проте, зв'язок між останніми та діловою активністю був очевидний. Однак, ефективність зовнішнього каналу трансмісійного механізму золотого стандарту була достатня високою. Така ситуація могла мати місце за умов, коли Банк Англії вдавався до активної стерилізації нагромаджених резервів, порушуючи автоматизм встановлення рівноваги при врівноваженні платіжних балансів у світовій економіці.

Якщо проаналізувати функціонування механізму золотого стандарту на предмет спроможності проводити антициклічну монетарну політику, то не важко помітити, що це не можливо в принципі, оскільки процентні ставки мають зростати для захисту резервів, що відпливають, та зменшуватись за надмірного їх припливу. Однак, відштовхуючись від досліджень Гудхарта можна зробити протилежний висновок. Банк Англії наприкінці ХІХ – початку ХХ ст. проводив політику, спрямовану в основному на антициклічне згладжування. Подібних висновків доходить Дж.Даттон¹⁰⁴. У своєму дослідженні, присвяченому проблемам дотримання Банком Англії “правил гри” золотого стандарту, він робить висновок про те, що, з одного боку, облікова ставка знаходилась у щільному і негативному зв'язку з показником його резервів, з іншого, — вона росла за економічного зростання та знижувалась за підвищення рівня безробіття. Звідси випливає, що антициклічна монетарна політика проводилась задовго до ери кейнсіанства, а відповідні наміри центрального банку формувались під впливом внутрішніх обставин, а не зовнішніх зобов'язань. І хоча альтернативні дослідження, наприклад Дж.Піппенджера, демонструють відповідність поведінки Банку Англії “правилам гри” золотого стандарту у довгостроковому періоді (незважаючи на те, що у короткостроковому періоді вони порушувались), націленої на забезпечення конвертованості фунта¹⁰⁵, прецедент антициклічних намірів органів грошової влади все одно мав місце.

¹⁰³ Goodhart Ch. Comment / A Retrospective on the Classical Gold Standard 1821-1931, ad. by M.D. Bordo and A.J. Schwatts. — Chicago: Chicago University Press, 1984. — P. 222-228.

¹⁰⁴ Dutton J. The Bank of England and the Rules of the Game under the International Gold Standard: New Evidence / A Retrospective on the Classical Gold Standard 1821-1931, ad. by M.D. Bordo and A.J. Schwatts. — Chicago: Chicago University Press, 1984. — P. 173-202.

¹⁰⁵ Pippenger J. Bank of England Operations, 1893-1913. A Retrospective on the Classical Gold Standard 1821-1931, ad. by M.D. Bordo and A.J. Schwatts. — Chicago: Chicago University Press, 1984. — P. 203-221.

Стосовно третього можна зазначити, що незважаючи на теоретичну та фактичну стабільність валютних курсів в системі міжнародного золотого стандарту (за виключенням тих країн, які не притримувались взагалі чи спорадично віддавали перевагу режиму конвертованості у золото) флуктуації інфляції в розрізі країн створювали передумови для коливання номінальних та реальних ефективних валютних курсів (як дво-, так і багатосторонніх). Як стверджують згадувані Катао та Соломоу такі коливання були особливо відчутними у країнах периферії, що справляло істотний вплив на циркуляцію міжнародних торговельних потоків та систему зовнішніх бюджетних обмежень країн¹⁰⁶.

Так, обрахунок номінальних та реальних ефективних валютних курсів відображає, що їх флуктуації у країнах периферії були істотно вище, порівняно з провідними країнами, які були спроможні забезпечувати за рахунок золотого стандарту стабілізацію інфляції. Відповідно такі коливання кореспондують зі станом поточного рахунку платіжного балансу країн периферії: за умов ревальвації реальних та номінальних ефективних курсів мав місце дефіцит торгівлі, а за девальвації — надлишок. Така ситуація скоріше відображає функціонування системи гнучких валютних курсів у широкому міжнародному контексті, тоді як сам золотий стандарт виключав можливість такого типу пристосування до нових рівноважних умов. Окрім цього, за рахунок достатньо високої гнучкості ринків та відсутності яскраво вираженої внутрішньогалузевої спеціалізації зміни в ефективних обмінних курсах країн периферії не позначались на загальних обсягах міжнародної торгівлі та експорті з провідних країн, а лише спонукали до зміни географічної структури експорту з останніх, внаслідок чого створювалось враження, що торгівля розвивається завдяки стабільності валютних курсів та дії відносних переваг. Звідси Катао та Соломоу роблять висновок проте, що можливості для гнучкого пристосування до нових зовнішніх рівноважних умов за джерело походження мали коливання ефективних обмінних курсів (в першу чергу реальних), тоді як номінальні курсові співвідношення були фіксовані. А з цього випливає, що завдяки зміні внутрішнього темпу інфляції країна може, виходячи з внутрішніх макроекономічних пріоритетів, коректувати свої зовнішні платіжні зобов'язання, тобто діяти всупереч “правилам гри” золотого стандарту та маніпулювати рівнем автономії від міжнародного валютного устрою.

Звідси можна зробити висновок, по-перше, про те, що чинники внутрішньої рівноваги виступили домінуючими при формуванні конфігурації монетарних рішень, оскільки саме їх схвалював політичний вибір з відповідним тиском на центральний банк, по-друге, про те, що рівня незалежності останнього виявилось недостатньо для того щоби проводити політику в напрямку забезпечення основного завдан-

¹⁰⁶Catao L., Solomou S. Exchange Rates in the Periphery and International Adjustment Under the Gold Standard // IMF Working Papers. — 2003. — WP/03/41. P. 1-36.

ня, сформульованого в рамках участі у системі міжнародного золотого стандарту. Отже, з одного боку, функціонування системи міжнародного золотого стандарту відображало внутрішню затребуваність екзогенного чинника макрополітики, через який створювались передумови для формування системної єдності міжнародної економіки та розвитку процесів глобалізації. З іншого боку, аномальні випадки порушень “правил гри” чинного валютного устрою демонструють послаблення симетрії між можливостями орієнтації на внутрішню рівновагу та дією екзогенного чинника її встановлення на користь першої. Це відображає наявність певної тенденції до реалізації внутрішніх макропріоритетів всупереч підтриманню міжнародної системи регулювання навіть за часів першої глобалізаційної хвилі, коли сам факт здійснення монетарної політики, зорієнтованої на досягнення внутрішніх цілей, розглядався як такий, що суперечить фундаментальним принципам функціонування і світового, і національного господарства.

Незважаючи на констатування Капі зростання автономії монетарних інституцій наприкінці XIX – початку XX ст., забезпечуваної участю в системі золотого стандарту, подібні приклади та відмова від останнього, а, отже, й відмова від незалежного статусу центральних банків в умовах Першої світової війни, довели хиткість усієї системи механічного макроекономічного коректування, підтримуваного, зокрема, автономією провідників монетарної політики, що опосередковувалась виключно за рахунок орієнтації на конвертованість у золото банкнот. Припинення функціонування золотого стандарту з початком Першої світової війни торкнулось практично усіх країн-учасниць, навіть США, які останніми серед розвинутих країн пішли на емісійну монополію та створення центрального банку з незалежним статусом. Зрозуміло, що така ситуація зумовлювалась політичними міркуваннями військового періоду, проте намагання нейтралізувати можливості вивозу золота через відмову від конвертованості банкнот та значні державні запозичення, які би і так унеможливили виконання центральними банками своїх зобов’язань щодо обміну паперових грошей на золото за фіксованим курсом, позначилось на швидкому їх знеціненні. Тим не менше, важливість проблеми відновлення довіри до банківської системи у повоєнний період та потреба у стабілізації грошового обігу поставило на порядок денний питання про повернення до попереднього устрою.

Так, зростання цін внаслідок урядового втручання в емісійний процес дедалі активніше сприймалось як виклик можливості швидкої реанімації повоєнної економіки з подальшою стабілізацією політичної та економічної системи на ліберальних засадах. Наприклад Ліндерт зазначає, що “вже з 1914 р. золотий стандарт, що існував раніше, був предметом постійної ностальгії. Як в період між війнами, так і у повоєнний час робились неодноразові міжнародні спроби відновити систему фіксованих валютних курсів, бездоганність якої була доведена за часів золотого стандар-

ту»¹⁰⁷. Саме тому, актуалізувалось питання про повернення центральним банкам їх попереднього статусу через відновлення попереднього міжнародного валютного устрою.

Широке акцептування необхідності відновлення автономії органів грошової влади в системі міжнародної координації монетарних рішень знайшло світового визнання. На Міжнародній фінансовій конференції 1920 р. у Брюсселі була прийнята резолюція, яка закликала до надання автономії інституціям, що здійснювали емісійну діяльність, та тим центральним банкам, що створювались у нових незалежних країнах. Подібні заклики мали місце і на Генуезькій Міжнародній економічній конференції, яка, окрім того, засвідчила визнання на міждержавному рівні потреби повернення до формування резервних активів у золоті, системи конвертації національних грошових одиниць у золото з відповідним механічним забезпеченням незалежності центральних банків. Окрім того, на згаданих конференціях відзначалась зростаюча роль органів грошової влади у системі міжнародного співробітництва у сфері валютно-фінансових відносин. Даній проблемі було приділено значної уваги і в рамках роботи Ліги Націй щодо формування основних напрямів повоєнної організації світового господарства.

Проте, ентузіазм боротьби з інфляцією за рахунок контролю за надемісією так чи інакше супроводжувався проявами усіх проблем, властивих золотому стандарту та поведінки центральних банків, зорієнтованих на його дотримання в умовах збереження за урядом можливості вдаватись до проінфляційного тиску та зростаючого значення ролі кредитора останньої інстанції. Окрім цього, міжвоєнний період характеризувався рядом нових тенденцій в міжнародній економіці та поведінці центральних банків:

по-перше, мали місце прецеденти диференціації макроекономічної ситуації в розрізі країн (на приклад у Британії та Франції), пов'язаної з політикою щодо характеру поверненням до довоєнного паритету між курсом паперових грошей та золотом за зростання масштабу цін. Британія досягла взятих зобов'язань повернутись до конвертованості фунта за довоєнним паритетом (4,86656 фунтів за долар) і досягла цього у 1925 р., мотивуючи це необхідністю збереження довіри до фінансового центра у Лондоні серед світового співтовариства. Зазначимо, що якби на той час Банк Англії провів девальвацію фунта щодо золота, то на міжнародну економіку чекала би глобальна дефляція, викликана тим, що резервні активи деноміновані у фунтах знецінились би щодо золота, спонукаючи до зменшення грошової пропозиції тих валют, які були прив'язані до золота, заміненого фунтами. Внаслідок же повернення до довоєнного паритету у Британії довгострокова дефляція позначилась на депресії попиту і безробітті. Такі країни як Франція та Італія не змогли вирішити проблему

¹⁰⁷ Линдерт П.Х. Зазн. праця. — С. 335.

повернення до довоєнного паритету, в першу чергу, через проблему збалансування своїх бюджетів та відповідний проінфляційний тиск на свої центральні банки. Подібна політика уряду Веймарської республіки у Німеччині закінчилась гіперінфляційною катастрофою. Внаслідок цього у світовій економіці створилась ситуація з асиметричними рівнями валютних курсів порівняно з золотом та повоєнним масштабом цін. Зрозуміло, що у Великій Британії мала місце суттєва переоцінка фунта, а у Франції — недооцінка франка. З одного боку, це намітило дивергенційні процеси у міжнародних фінансах, з іншого, — приймаючи до уваги збереження в загальних рисах елементів довоєнного валютного устрою, спонукало до посилення дефляційних тенденцій у всьому світі, оскільки переоцінена валюта (фунт) зберігала статус резервного активу, оскільки сприймалась як рівноцінна золоту;

по-друге, міжвоєнний період позначився на істотній валютній нестабільності у всьому світі. Істотні обвали та широкий діапазон коливання курсів валют мав місце у Британії до 1925 р., у Канаді до 1924 р., в Японії у 1924-1928 рр., у Франції та Італії мали місце значні девальвації та поступові ревальвації впродовж 1920-1928 рр. При цьому, девальвація, з одного боку, виступила засобом реагування на структурні кризи та світові потрясіння у відповідності до сили зовнішніх шоків, що впливали на кожну з країн з різною інтенсивністю. З іншого, вона відображала дію монетарного фактора, актуалізованого експансивною політикою центрального банку у відповідності до потреб забезпечення внутрішньої рівноваги та короткострокового фіскального ефекту від емісії;

по-третє, сама поведінка центральних банків у період після Першої світової війни змінилась. У цей час з'явилися ряд вчень, які проповідували можливість відходу від золотого стандарту та переходу до вироблення монетарної політики на основі ширшого, порівняно з ортодоксальною орієнтацією на стабільність цін та конвертованість, консенсусу цілей. Незважаючи на широке міжнародне визнання потреби повернення до золотого стандарту, самі монетарні інституції дедалі активніше реагували на чинники внутрішньої рівноваги (прецеденти чого, як зазначалось, мали місце ще на початку ХХ ст.). Наприклад, порівнюючи поведінку та сфери відповідальності центральних банків до і після Першої світової війни, Ліндерт прямо вказує на те, що: “Передвоєнний золотий стандарт, здавалось, діяв успішно ще й тому, що сам “успіх” мав дуже м'яке, невимогливе визначення. Центральні банки лише відповідали за встановлення зовнішньої вартості валюти. У суспільній думці центральні банки... ще не відповідали за боротьбу з безробіттям та стабільність цін такою мірою, як після Першої світової війни”¹⁰⁸. Більше того, відхід від золотого стандарту у Скандинавських країнах, мотивований уявленнями пануючої там ідей Стокгольмсь-

¹⁰⁸ Ліндерт П.Х. Зазн. праця. — С. 338.

кої школи, почало розглядатись як вихід з дефляційної смуги, що ознаменувало посилення дивергенційних тенденцій у світовій економіці.

Велика Депресія та початок Другої світової війни знову похитнули золотий стандарт та незалежність центральних банків. Однак, посилення державного втручання в ринкові процеси, на відміну від випадку Першої світової війни, коли віра у ліберальні цінності була практично непохитною, ґрунтувалось на нових теоретичних підходах до макроекономічної політики та емпіричних прикладах неперифікованості класичних уявлень про ринкові процеси. Сприятливим технологічним підґрунтям для цього було те, що ефективність функціонування золотого стандарту у ХІХ ст. пов'язувалась з відносною безпроблемністю загальносвітового нагромадження золотих запасів. У ХХ ст. зростання масштабів господарських та фінансових трансакцій вже унеможливило забезпечення внутрішньої грошової пропозиції стаціонарними золотими запасами без довгострокових дефляційних тенденцій чи спорадичних скоординованих девальвацій. З посиленням орієнтації центральних банків на чинник забезпечення внутрішньої рівноваги пов'язує занепад системи золотого стандарту і згадуваний М.Бордо. Він прямо вказує на те, що послаблення примату розмінності грошей на золото в системі макроекономічних пріоритетів зумовлюється їх переорієнтацією на забезпечення боротьби з безробіттям. Він пише: «Впродовж двадцятого століття важливість принципу конвертованості стійко знижувалась, наражаючись на зростаюче визнання необхідності досягнення такої цілі як внутрішня макростабільність. Техніка та доктрина монетарної політики, що розвинулась з золотого стандарту, була неприйнятною для досягнення економічної стабільності у міжвоєнний період, формуючи підґрунтя для Великої депресії. І хоча коректована прив'язка валютних курсів, що постала в рамках функціонування Бреттонвудської системи, підтримувала непрямий зв'язок з золотом, після Другої світової війни принцип конвертованості був у всьому світі остаточно усунутий орієнтацією на таку ціль як забезпечення повної зайнятості»¹⁰⁹. Відповідно, це сформувало довгострокову тенденцію відходу від уявлень про міжнародний золотий стандарт як чинник макроекономічної стабільності.

Незважаючи на спроби повернутись до макроекономічної ідеології золотого стандарту у міжвоєнний період, посилення прихильності до забезпечення внутрішньої рівноваги так чи інакше позначилась на загальній довгостроковій тенденції трансформації міжнародного валютного устрою та ролі центральних банків у ньому та їх статусу. Серед основних детермінант цього можна виділити такі, які мали фундаментальний характер, що відображав зміну економіко-політичної і, з рештою, макроекономічної системи більшості країн світу, та такі, які відображали несприятли-

¹⁰⁹ Bordo M. Monetary Policy Regimes, the Gold Standard, and the Great Depression // NBER Research Summary. — 2000. — P. 1.

вий збіг обставин у сфері міжнародних фінансів, які віддзеркалили внутрішню вразливість даного валютного устрою у міжнародному контексті.

Так, до перших можна віднести те, що посилення демократичних інститутів та релевантні ним фіскальні зміни, підвищення ролі профспілок та лівих рухів тощо вимагало від урядів більшої зваженості щодо соціальних факторів функціонування ліберальної економіки. Так, посилення ролі демократичних процедур у формулюванні фіскальних пріоритетів позначилось на зростаючій політизації монетарної політики.

Для міжнародних фінансів це мало принципове значення, адже тепер ринкові гравці не були впевнені у тому, чи зможе центральний банк тої чи іншої країни притримуватись своїх зобов'язань щодо конвертованості банкнот у золото з огляду на потенційний конфлікт цілей та тиск в напрямку послаблення грошової пропозиції. Так, у періоди, коли золотий стандарт функціонував ефективно, приплив капіталу спрямовувався до країни з слабкою валютою з огляду на очікування майбутнього відновлення її курсу. Тобто мала місце так звана стабілізуюча спекуляція, яка тільки підсилювала еластичність та швидкість автоматизму реакцій усієї системи. Оскільки макроекономічні пріоритети центральних банків вже не були такими монічними у міжвоєнний період, то в умовах, коли мало місце послаблення певної валюти, капітали не припливали, а, навпаки, покидали країну, адже впевненості у підтриманні оголошеного курсу не було. У такий спосіб з'явився феномен дестабілізуючої спекуляції, який став свідченням того, що ринкова координація і макроекономічні рішення перестали автоматично синхронізуватись з допомогою певного системоутворюючого принципу.

Окрім цього, ситуація ускладнювалась наростаючою нестабільністю міжвоєнного періоду, коли постала гостра потреба зберегти цінності ліберальної демократії, зокрема, через посилення ролі держави. Внаслідок цього, постійні фіскальні проблеми провокували порушення незалежного статусу центрального банку за для здійснення необхідних соціальних та військових витрат. Відповідно, це заклало довгострокові тенденції до послаблення еластичності ринків, підвищення номінальної інерції та вразливості до зовнішніх шоків, які додатково посилювались послабленням міжнародної міграції робочої сили.

Велика депресія та проблема боротьби з безробіттям, формуючи підґрунтя розчарування у ліберальній доктрині, стала тим фактором, який спонукав вдаватись до експериментів у царині макроекономічної політики. Так, з одного боку, занепад пріоритетів зовнішньої рівноваги так чи інакше призвів до послаблення та, зрештою, втрати механізму золотого стандарту. З іншого, — розвиток кейнсіанського вчення

про роль фіскальної політики у відновленні сукупного попиту став домінуючою інтелектуальною позицією політики державного втручання¹¹⁰.

Посилення уваги до чинників внутрішньої рівноваги, хоч і еволюціонувало з прецедентів антициклічної монетарної політики у країнах, що могли нагромаджувати значні запаси золота та стерилізувати резерви, остаточно перемогли у міжвоєнний період. При цьому, змінилось саме ставлення до золотого стандарту, зокрема, що проявилось, з одного боку, у спробі запровадження механізмів концентрації золотих резервів у провідних країнах, а валюти останніх як резервних активів — у менш розвинутих. Це, у свою чергу, вже не накладало такі суворі обмеження на монетарну експансію центрів резервних активів. З іншого, — боротьба з внутрішньою депресією попиту та спроби підвищити зайнятість проявились у девальваціях національних грошових одиниць.

Наприклад, істотне зменшення вартості національних грошових одиниць після періоду девальвацій 20-х рр. ХХ ст. мали місце фактично у більшості розвинутих країн. Так, США у 1933 р. відійшли від системи золотого стандарту, а у 1934 р. оголосили про підвищення ціни золота у доларах з 20,67 доларів за унцію до 35 доларів за унцію. У період у 1932 р. девальвував канадський долар, курс якого істотно коливався аж до 1936 р. Японська ена істотно девальвувала у 1930 р., з 1932 р. вона дещо девальвувала, проте новий паритет, встановлений у 1935 р. був нижче за попередній. У 1936 р. зазнали істотної девальвації французький франк та італійська ліра. Основними мотивами такої політики були: по-перше, спроба запобігти відтоку золота внаслідок експансивної монетарної політики; по-друге, запобігти зростанню імпорту та розширити експорт в умовах внутрішнього спаду, що дозволило би реанімувати виробництво за рахунок активізації зовнішнього попиту. Окрім цього, окремі країни почали запроваджувати практику обмеження торгівлі та вивозу капіталу. Наприклад, П.Кругман та М.Обстфельд так описують процес дезінтеграції світового господарства міжвоєнного періоду: “Упродовж того, як тривала Велика депресія, багато країн відмовлялось від своїх зобов’язань по золотому стандарту і дозволяли своїм валютам вільно коливатись на міжнародному валютному ринку. ... Такого роду “конкурентні девальвації” вживались кожною з країн в надії зберегти золото та переключити світовий попит на свою продукцію. Однак більшою мірою вони компенсували одне одного і, відповідно, допомагали країнам боротись з безробіттям лише

¹¹⁰ Що стосується сучасних досліджень феномену Великої депресії, то більшість з них відзначають пряму обумовленість спаду монетарним фактором. Політика ФРС, націлена на забезпечення функціонування золотого стандарту у повному обсязі, позначилась на суттєвому звуженні грошової пропозиції та запобігала її зростанню впродовж кінця 1920-х початку 1930-х рр. Монетарний фактор депресії був особливо актуальний до 1931 р. Після нього, актуальним був фактор дезінтеграції фінансового сектора та кризи банківського кредиту. Що стосується інституціональних факторів макроекономічних шоків, то негнучкість заробітної плати, яка була тільки посилена відповідним актом у 1933 р., на думку багатьох економістів виступила чинником уповільнення виходу з кризи. Огляд зазначених позицій детальніше див.: Bordo M. Monetary Policy Regimes, the Gold Standard, and the Great Depression // NBER Research Summary. — 2000. — Р. 3.

тою мірою, якою світова кредитно-грошова експансія забезпечувалась підвищенням грошової ціни золота”¹¹¹.

Посилення стимулів підтримання внутрішньої рівноваги вимагало модернізації макроекономічної системи. Так, введення обмежень на міжнародні торгівельні та фінансові операції виявлялось вимушеним кроком з огляду на те, що більшість розвинутих країн тяжіла до фіксованих у золоті паритетів національних грошових одиниць, незважаючи на спорадичні девальвації. У випадку збереження вільного міжнародного руху виробничих факторів за фіксованого курсу на внутрішню монетарну експансію накладались би істотні обмеження у вигляді відтоку резервів, при цьому процентні ставки знаходились би у режимі вільного коливання. Тому, збереження фіксованих курсів, запобігання відтоку резервів за умови звільнення монетарних органів від проблеми контролю за золотими резервами могло забезпечуватись за рахунок обмежень на міжнародні операції. Тобто, політика контролю за процентною ставкою з метою стимулювання внутрішнього попиту могла ефективно здійснюватись тоді, коли на монетарну експансію центральних банків не накладались обов’язки по пристосуванню внутрішньої грошової пропозиції до зміни величини резервного активу. Проте, варто зазначити, що саме зміна уявлень про роль процентної ставки під впливом кейнсіанського вчення й відповідна цьому модернізація каркасу макроекономічної політики стала зв’язною ланкою між вибором на користь примату внутрішньої рівноваги та обмеженнями на міжнародні операції.

Що стосується несприятливого збігу обставин у системі міжнародних фінансів, які відобразили внутрішню вразливість усього міжнародного валютного устрою, то можна зазначити: по-перше, недооцінка французького франка та значні репарації на користь Франції призвели до того, що ця країна мала впродовж значного періоду активний платіжний баланс, а її золоті резерви подвоїлись з 1926 р. по 1929 р., потроїлись до кінця 1930 р., і збільшилися в чотири рази до кінця 1931 р., становлячи четверту частину глобальних золотих резервів¹¹²; по-друге, якщо за панування Британії у міжнародних фінансах спостерігався контрциклічний рух міжнародного капіталу, а за повоєнного панування США — проциклічний. Тобто, якщо у Британії мав місце економічний спад, зниження процентних ставок позначалось на збільшенні вивезення капіталу закордон, збільшуючи пропозицію резервів на міжнародних ринках та запобігаючи дефляції у решті світу, тоді як у міжвоєнний період спостерігався синхронний рух капіталу щодо стану кон’юнктури у США — спад в останніх позначився на зменшенні пропозиції капіталу на міжнародних ринках, пригнічуючи одночасно і промисловий імпорт, що негативно позначалось на решті світу.

¹¹¹ Кругман П., Обстфельд М. Международная экономика. Теория и практика / Пер. с англ. — М.: Экономический факультет МГУ, ЮНИТИ, 1997. — С. 538-539.

¹¹² До того ж, Банк Франції посилював проблему нестачі золотих резервів у міжнародній економіці, здійснюючи систематичну політику деномінації резервів у золото, замість підтримання їх деномінації у інших валютах, які надходили до нього по різномірних каналах платіжного балансу.

Відповідно, у міжвоєнний період сформувалась яскраво виражена тенденція до дивергенції, яка, природно, є протилежною процесам глобалізації, забезпечуваної спільним для всіх макрокоординаційним механізмом міжнародного золотого стандарту. Так, посилення ролі орієнтації на досягнення внутрішньої рівноваги під впливом кейнсіанського та подібних вчень якщо не звело до мінімуму, то принаймні суттєво знизило затребуваність екзогенного чинника макрополітики. Стосовно ж симетрії між можливостями орієнтації на внутрішню рівновагу та дію такого чинника можна зазначити, що вона дедалі активніше порушувалась на користь тих рішень, які би могли бути ефективними в автаркічному режимі. Однак, при цьому зберігались актуальними системні елементи міжнародного валютного устрою, які забезпечували його відносну цілісність. Тобто відносна міжнародна цілісність валютної системи (про що, наприклад, свідчить глобальна дефляція кінця 1920-х початку 1930-х рр., відтворювана через механізм зв'язку резервних активів з внутрішньою грошовою пропозицією) почала співіснувати з проведенням макрополітики у автономному режимі, імплементація чого (зростання тарифів, контроль за рухом капіталів тощо) унеможлиблювала підтримання довоєнного рівня глобалізації та інтеграції ринків.

Наступний етап розвитку міжнародного валютного устрою, що пов'язаний із заснуванням Бреттон-вудської валютної системи, відображав суттєві відмінності від міжвоєнного досвіду дезінтеграції світового господарства та, водночас, втілював окремі елементи системи золотого стандарту на міжнародному рівні у принципово іншому континуумі теоретичного забезпечення макроекономічної та монетарної політики на національному рівні.

Так, серед об'єктивних закономірностей становлення саме такого міжнародного валютного порядку можна виділити декілька принципових явищ, які, з рештою, обумовили саме такий дизайн Бреттон-вудської системи. По-перше, внаслідок підвищення ролі США у світовому господарстві після Другої світової війни локалізація загальносвітових золотих резервів зазнала суттєвих змін. На цю країну, внаслідок активного платіжного балансу воєнного періоду, підтримуваного відповідною політикою кредитування союзників, припадало близько $\frac{3}{4}$ золотих запасів несоціалістичних країн. По-друге, рівень номінальної інерції — фактично, негнучкості цін та заробітних плат — продовжував підвищуватись, що зумовлювалось і відповідним подальшим посиленням профспілок та інших соціальних елементів ринкового господарства, і нагромадженою тенденцією до концентрації капіталу. По-третє, утвердження кейнсіанства як провідної макроекономічної доктрини, в рамках якої обґрунтовувався активістський підхід до подолання проблеми безробіття за рахунок відповідних фіскальних регуляторів. Виникнення теорій антициклічного згладжування, функціональних фінансів, циклічно збалансованого бюджету відображало посилення тенденції зміни рамок умов участі держави в економіці, зокрема, через пода-

льшу трансформацію системи макроекономічних регуляторів. Тобто зростання політичної затребуваності та соціального значення боротьби з безробіттям виокремило проблему підтримання внутрішньої рівноваги у серцевину макроекономічних імперативів, сама природа яких вимагала відповідної субординації внутрішніх та зовнішніх цілей монетарної політики безвідносно до формату міжнародного валютного устрою. По-четверте, змінилось ставлення до міжнародної торгівлі та її ролі у стимулюванні економічного зростання. Утвердження думки, в першу чергу у США, про те що обмеження на міжнародну торгівлю, накладені тарифними війнами міжвоєнного періоду, суттєво позначились на уповільненні виходу з Великої депресії та негативно відобразатимуться на економічному зростанні за повоєнного відновлення, формувало вимоги до організації такої міжнародної валютної системи, в рамках якої торгівельні зв'язки у світовій економіці могли би вільно розвиватись. Наприклад, співробітниця ООН, фахівець у царині міжнародної політики С.Стрендж констатує, що система міжнародної торгівлі є вторинною по відношенню до міжнародного валютного устрою, оскільки останній задає область допустимих значень для руху капіталу, який відображає оплату трансакцій між країнами та їх характер, і, по-перше, через канали платіжного балансу справляє вплив на внутрішню економічну ситуацію, а, по-друге, визначає можливості розвитку алокаційних процесів у світовому масштабі¹¹³. Відштовхуючись від постулату про щільну обумовленість торгівлі монетарними процесами у міжнародній економіці та спільність ідеї, яка лягла в основу створення ГАТТ та МВФ у Бретон Вудсі, американці Д.Блейк та Р.Волтерс стверджують: “Ліберальна торгівельна та валютна система, втілена у дві інституції за американського лідерства, щільно пов'язані. Ліберальний економічний порядок вимагає вільного пересування капіталів, так само як і товарів. Міжнародна торгівля не може функціонувати за наявності рестрикцій на міжнародні фінансові потоки. Нестабільність у середовищі міжнародного валютного устрою та недостатня доступність кредиту були фундаментом зниження торгівлі, протекціонізму та депресії впродовж 1930-х”¹¹⁴.

Зазначені тенденції, достатньо внутрішньо суперечливі, відображали суттєві зміни в міжнародній економіці повоєнного періоду, що не могло не відобразитись на формуванні повоєнного валютного устрою. Більше того, їхня суперечливість підсилювалась достатньо антагоністичним баченням США та Великої Британії і прибічниками її позиції майбутнього монетарної політики у міжнародному контексті. Наприклад, американська сторона розглядала необхідність стабільних валютних курсів як передумову відновлення міжнародної торгівлі; долар зберігав фіксований золотий паритет (35 дол. за унцію) з 1934 р. Зрозуміло, що це відображало спроможність

¹¹³ Strange S. Protectionism and World Politics // International Organization. — 1985. — vol. 39. — №2. — P. 233-260.

¹¹⁴ Blake D., Walters R. The Politics of Global Economic Relations. — New Jersey: Prentice-Hall, 1987. — P. 60.

ФРС підтримувати стабільність своєї валюти за одночасного підтримання бажаного рівня внутрішньої грошової пропозиції, оскільки американський платіжний баланс був активний. Британська делегація, очолювана Дж. Кейнсом, висловлювала скептицизм щодо ефективності підтримання фіксованих валютних курсів, заохочення вільної торгівлі тощо в системі макроекономічних заходів із подолання безробіття. Пасивний платіжний баланс більшості інших країн щодо США за реалізації пропозицій американської сторони створив би передумови для унеможливлення політики стимулювання сукупного попиту, оскільки зовнішній дефіцит за фіксованих курсів провокував би тривалу дефляцію з відповідними наслідками для ВВП. З іншого боку, позиція Кейнса носила прихований інфляціоністський характер, адже відсутність прив'язки грошової пропозиції до резервного активу одразу би позначалась на можливостях здійснення дискреційних кроків у контрциклічній площині безвідносно до стану платіжного балансу, яка не розділялась керівником американської делегації Г. Вайтом¹¹⁵.

Отже, на відміну від утворення системи міжнародного золотого стандарту, створення Бретон-вудського валютного устрою відображало консенсус між учасниками переговорів, а не об'єктивний процес. Ключовими елементами цього устрою було наступне: тільки американський долар міг розмінюватись на золото, а решта валют мали золотий вміст, на основі чого визначались їх курсові співвідношення до американської валюти; ФРС обмінювала долари, пред'явлені їй іншими центральними банками для конвертації у метал; створювався Міжнародний валютний фонд, який надавав позики для поповнення резервів центральних банків, які стикались з проблемою підтримання зовнішньої рівноваги; незважаючи на фіксацію валютних курсів, паритети могли бути змінені країною за згоди МВФ в разі, коли останній визнавав, що має місце поява фундаментальної нерівноваги платіжного балансу країни, що була викликана структурними факторами; МВФ ніс відповідальність за ситуацію з поточним рахунком платіжного балансу і його повноваження не розповсюджувались на вирішення проблеми руху капіталу, а країни мали якнайшвидше відновити конвертованість своїх валют за поточними операціями, що унеможливило би введення бар'єрів валютного характеру на рух товарів, послуг, процентів та офіційних трансфертів.

Оцінюючи факт та детермінанти створення МВФ у світлі трансформації міжнародного валютного устрою під впливом бретонвудських угод, Кругман та Обстфельд констатують: “На Статут МВФ справив значний вплив міжвоєнний досвід фінансової нестабільності, нестійкого рівня цін, безробіття і міжнародної економічної

¹¹⁵ Дж. Боутон у праці “Чому Вайт, а не Кейнс...”, аналізуючи зміст переговорного процесу у Бретон Вудсі, стверджує, що саме позиція Кейнса відіграла принципову роль у формуванні такої міжнародної валютної системи, яка не могла забезпечити ефективний контроль за інфляцією, тоді як керівник американської делегації Вайт був прихильником більш жорсткого антиінфляційного монетарного устрою. Див.: Boughton J. Why White, Not Keynes? Inventing the Post-War International Monetary System // IMF Working Papers. — 2002. — WP/02/52. // www.imf.org.

дезінтеграції. У ньому була зроблена спроба виключити повтор цих подій за рахунок узгодження дисципліни та гнучкості. ...під впливом міжвоєнного досвіду засновники МВФ були впевнені, що плаваючі валютні курси є причиною спекулятивної нестабільності і завдавали збитків міжнародній торгівлі. Міжвоєнний досвід також показав, що національні уряди не бажають підтримувати як свободу торгівлі, так і фіксовані курси ціною тривалого безробіття в країні. Після Великої депресії здобула широкого визнання концепція, згідно якої держава несе відповідальність за підтримку повної зайнятості. Тому була зроблена спроба включити до Статуту МВФ механізми гнучкості, які би дозволяли країнам досягати зовнішньої рівноваги звичайним шляхом, не жертвуючи при цьому внутрішніми завданнями або фіксованими валютними курсами”¹¹⁶.

Новий зміст Бреттон-вудського устрою щодо ролі монетарної політики в системі макроекономічних регуляторів проявлявся як на рівні окремої країни, так і на рівні міжнародної економіки в цілому. Щодо першого, то можна констатувати: пріоритетність внутрішньої рівноваги та фіксовані курси автоматично вимагали введення обмежень на рух капіталів (згідно проблеми “трилеми”), що мало би дозволити здійснювати антициклічну політику, дискреційність якої залежала би (до певної межі) меншою мірою від екзогенно визначеного стану резервних активів. Але оскільки остаточно зв’язок із золотом не розривався, то рівень експансивності монетарної політики визначався спроможністю підтримувати фіксовані курси, які би зазнавали тиску, якби розбалансованість платіжного балансу детермінувалась надмірним сукупним попитом, індукованим стимулюючими заходами центрального банку. Це було однаково властиво як США, так і іншим країнам. Якщо перші здійснювали би надмірну грошову експансію, то неодмінно стикнулись би з підвищенням попиту на золото, на яке обмінювали би американську валюту центральні банки країн-контрагентів. Так само і інші центральні банки були обмежені в експансивних кроках спроможністю підтримувати фіксовані курси. У випадку, коли стан платіжного балансу вимагав би здійснення дефляційної політики, то можливість мобілізації резервів по боргових каналах відсувала в часі необхідність повернення до більш зваженої грошової пропозиції. Тобто позики МВФ розглядались як альтернатива пригнічуючим сукупний попит та ВВП рестриктивним монетарним заходам; у більш радикальних випадках вирішення проблеми фундаментальної нерівноваги платіжного балансу забезпечувалось зміною валютних паритетів. В цьому, здебільшого, і полягає зміст вмонтованих елементів системи, що забезпечували і дисципліну, і гнучкість.

¹¹⁶ Кругман П., Обстфельд М. Международная экономика. Теория и практика / Пер. с англ. — М.: Экономический факультет МГУ, ЮНИТИ, 1997. — С. 540.

Стосовно міжнародної економіки в цілому, то нова змістова роль монетарної політики пов'язується з появою єдиного центра емісії резервної валюти та відповідного порушення принципу симетрії, який був чинний за золотого стандарту. Оскільки тільки долар конвертувався у золото, то політика грошової пропозиції ФРС вимагала адекватного пристосування до неї рішень інших центральних банків для збереження фіксованих курсів між їхніми валютами. Якби міжнародні резерви центральних банків складались би виключно з металу, то обмеження на експансивні кроки ФРС були достатньо еластичні. Але в зв'язку з тим, що такі резерви підтримувались не тільки в золоті, але й у доларах, то зазначені обмеження на політику ФРС послаблювались. З одного боку, це зумовлювалось тим, що підтримання доларових авуарів виглядало привабливішим, оскільки вони приносили процентний дохід. З іншого, — це підвищувало гнучкість внутрішньої грошової пропозиції, оскільки вона вже забезпечувалась не тільки металевими резервами, але й доларовими. Можливість здійснення стерилізації грошової маси, зростання якої викликалось підтриманням фіксованих курсів у відповідь на експансивні кроки американських органів грошової влади, також послаблювало відповідальність ФРС та еластичність контролю за її експансивними кроками. Відповідно, це відобразилось на характері врівноваження платіжного балансу США з допомогою механізму переливу золота. Впродовж 1950-1972 рр. сумарний дефіцит платіжного балансу Сполучених Штатів був покритий за рахунок впливу золота всього на рівні 16,1%¹¹⁷. При цьому, обсяги доларових запасів офіційних органів закордону зросли з 13 млрд. у 1949 р. до 40 млрд. у 1970 р., тоді як золоті резерви США за відповідний період знизились з 25 млрд. до 11 млрд.¹¹⁸, що говорить про неефективність металевих резервів як засобу контролю за монетарною політикою у міжнародному масштабі.

Проте зазначене суттєво підвищувало статус долара як резервної валюти та ФРС як центра її емісії. Більше того, тягар по підтриманню фіксованих курсів не обтяжував ФРС, оскільки остання несла цю відповідальність тільки формально, тоді як решта центральних банків змушені були вдаватись до інтервенцій для акомодатації грошово-політичних рішень емітента доларів. Відповідно, це створювало рамкові передумови для утворення каналів імпорту американської політики грошової пропозиції, що відображало збереження цілісності міжнародної економіки у монетарному контексті за одночасного підвищення автономії національних макрополітик в системі реалізації кейнсіанськоорієнтованих заходів з управління попитом.

Утворення системи “N валют, N-1 валютних курсів” викликало до життя появу так званого “синдрому провідної валюти” (*top currency syndrome*), який відображає загальне значення макроекономічного курсу емітента резервної валюти для мі-

¹¹⁷ Смыслов Д. Мировые деньги в прошлом, настоящем и будущем // Деньги и кредит. — 2002. — №5. — С. 52.

¹¹⁸ Salvatore D. International Economics. — New Jersey: Prentice Hall, 1998. — P. 689.

жнародної економіки в цілому. Згадувана Стрендж так описує цей феномен: “Країна провідної валюти схиляється до розвитку сильної політико-економічної ідеології, яка стверджує, що її внутрішні та міжнародні інтереси є спільними, якщо не ідентичними, і що першорядним завданням цієї країни повинно бути переконати інших, що її національні економічні інтереси спільні з максимальним добробутом для міжнародної економіки. ... Однак високий моральний тон визначення місця та ролі такої країни в міжнародній економіці відрізняється від явища, яке я описала як синдром провідної валюти, з огляду на те, що в такій ситуації має місце вперта та небажана тенденція ствердження власної праведності”¹¹⁹. Звідси випливає перманентний ризик для усього міжнародного валютного устрою, джерелом якого є монетарний курс емітента резервної валюти в умовах, коли принцип асиметричного положення такого емітента щодо інших країн світу є сутнісним елементом системи.

Відповідно функціонування Бреттон-вудської системи не рідко поділяють на два періоди: нестачі доларів (1947-1958 рр.) і надлишку доларів (1958-1971 рр.), кожен з яких відображає і зміни в міжнародній економіці, і зміни макростратегії США як центру резервної валюти.

Так, перший період, характеризується рядом ключових моментів. По-перше, збереження за платіжним балансом США активного статусу створювало передумови для недостатності доларових запасів за кордоном, тобто утворився так званий “доларовий голод”. Зрозуміло, що він сам по собі справляв позитивний вплив на загальну інфляційну ситуацію у міжнародному масштабі, оскільки центральні банки більшості країн не могли істотно збільшувати свою грошову пропозицію, яка не була покрита резервами. По-друге, західноєвропейська економіка ще не могла повною мірою конкурувати з американською і була реципієнтом значних доларових надходжень по офіційних каналах. По-третє, більшість західноєвропейських країн ще не відновили конвертованість своїх валют за поточними операціями, як того вимагав статут МВФ. Незважаючи на швидкий розвиток міжнародної торгівлі, який розпочався у повоєнний період, мобільність капіталу була зведена до мінімуму, як згідно логіки макроекономічного вибору в координатах “трилеми”, так і з точки зору структурної слабкості цих країн на той час. Отже, у функціонуванні міжнародної економіки продовжували зберігатись суттєві елементи дезінтеграції, які підсилювались можливостями здійснення кейнсіанськоорієнтованої політики. По-четверте, американський макроекономічний курс у зазначений період скоріше відображав реалізацію пасивного варіанту кейнсіанської доктрини. Наприклад, російський економіст В.Волобуєв зазначає, що впродовж 1946-1962 рр. фіскальна політика адміністрацій Рузвельта-Трумена-Ейзенхауера не відображала цілеспрямованого впливу на діловий цикл, а, скоріше, прилаштовувала до нього сальдо бюджету. Цим вона докорін-

¹¹⁹ Strange S. The Politics of International Currencies // World Politics. — 1971. — vol. 23. — №2. — P. 229. (215-231)

но відрізнялась від макробюджетних заходів адміністрацій Кеннеді-Джонсона, які втілювали ідею активізму щодо підвищення доходу та боротьби з циклами¹²⁰.

Зміна ролі фіскальної політики під впливом утвердження ідеї про соціальну відповідальність уряду, ефективність кейнсіанської нормативної теорії та зміна ролі монетарної політики на національному і міжнародному рівні (про що вже йшлося) відобразилось на появі розщеплення цілісності макроекономічної політики. Таке розщеплення мало місце як щодо ролі кожної окремої її складової (монетарної та фіскальної) в системі заходів щодо забезпечення внутрішньої, так і зовнішньої рівноваги. Так, з точки зору внутрішньої економіки посилення державного втручання мало би забезпечуватись бюджетними макрорегуляторами з пристосуванням до їх дії монетарних рішень, тоді як на рівні зовнішньої економіки центральний банк ніс відповідальність за зовнішню рівновагу й фіксовані курси.

Проблема, яка випливає з такого розщеплення функціональних можливостей центральних банків в контексті дихотомії “внутрішні пріоритети-зовнішні зобов’язання”, має ряд аспектів: а) кейнсіанська стратегія іманентно визначає пріоритет внутрішньої рівноваги, досягнення якої забезпечується через фіскальну та акомодативну до неї монетарну експансію; б) контроль за реалізацією зовнішніх зобов’язань має консенсуальну природу, тоді як внутрішні пріоритети можуть мати імперативно закріплений характер, отже політичну легітимність; в) забезпечення можливостей функціонування системи фіксованих курсів за одночасного домінуючого контролю за коливанням процентних ставок забезпечується через накладання обмежень на рух капіталу, отже серйозного конфлікту цілей щодо забезпечення внутрішньої та зовнішньої рівноваги не буде доти, доки або рухи капіталу не вийдуть з під контролю, або зовнішній попит та розвиток міжнародної торгівлі не порушить рівновагу платіжного балансу, або контроль над процентною ставкою втратить свою привабливість з огляду на проблеми дефляційної політики; г) вмонтований механізм контролю за монетарною експансією, що опосередковується фіксацією курсів, формалізується на рівні зовнішніх зобов’язань, які можуть поступитись в ієрархії пріоритетів потребам антициклічного згладжування, отже загальної націленості макрорегуляторів на забезпечення внутрішньої рівноваги¹²¹.

Дещо відмінний варіант інтерпретації даної проблеми демонструє відомий американський економіст Р.Триффін. Він звернув увагу на те, що бретонвудський устрій рано чи пізно зазнає кризи довіри, оскільки США мають відносно стаціонарний запас золота, а їх зовнішні зобов’язання постійно зростають, що рано чи пізно унеможливить безпроблемний обмін доларів на золото. Однак, обмеження на гро-

¹²⁰ Волобуев В. Эволюция модели смешанной экономики и бюджетная макростратегия в США // МЭиМО. — 2001. — №4. — С. 21-29.

¹²¹ Козюк В. Центральні банки та монетарна політика в системі кейнсіанського макрорегулятивного механізму // Вісник ТАНУ. — 2003. — №1. — С. 73-79.

шову пропозицію ФРС та припинення зростання обсягу американської валюти у зовнішніх активах центральних банків решти світу позначиться на глобальній дефляції та стагнації. Звідси випливає дилема, або США мають піклуватись про повне виконання бретонвудських домовленостей у довгостроковій перспективі, роблячи свою грошову пропозицію менш експансивною, або обмеження на ріст доларової маси за кордоном індукуватиме надмірно жорсткі дефляційні монетарні політики у решті світу¹²². Згодом, така парадоксальна ситуація отримала назву “дилеми Триффіна”.

Окрім цього, Триффін показав, елемент циклічності в зміні пріоритетів країни резервної валюти щодо забезпечення внутрішньої та зовнішньої рівноваги. Негативні наслідки для міжнародної економіки, породжені такою циклічністю, він назвав “драмою в трьох актах”, наголошуючи на тому, що така циклічність має три стадії. На першій стадії країна емітент резервної валюти здійснює надмірну грошову пропозицію для вирішення внутрішніх проблем, не турбуючись про стан платіжного балансу, з огляду на те, що центральні банки інших країн нагромаджують її короткострокові зобов’язання для формування власних міжнародних активів. Це породжує безвідповідальність щодо підтримання зовнішньої рівноваги. На другій стадії має місце зворотна ситуація. Довіра до країни резервної валюти поступово падає, оскільки ринки та офіційні органи з меншою довірою ставляться до її спроможності виконувати зовнішні зобов’язання з двох причин: перша — ця країна вже встигла нагромадити значні зовнішні зобов’язання; друга — інфляція, викликана експансивною політикою на попередній стадії, провокує реальну ревальвацію, що ще сильніше підриває платіжний баланс і, відповідно довіру. Це вимагає вжиття дефляційних заходів у центрі резервної валюти для відновлення зовнішньої рівноваги та боротьби з ростом цін. На третій стадії дефляційна політика змінюється експансивною, покликаною знизити процентні ставки та відновити ділову активність. А це призводить до подальшого погіршення платіжного балансу центра резервної валюти, що з рештою унеможлиблює виконання такої країною зовнішніх зобов’язань¹²³.

Наступний етап розвитку Бретон-вудської системи підтвердив її вразливість до актуалізації суперечностей, викладених вище, природою яких є зміна макростратегії центра резервної валюти та її зовнішнього оточення. Так, бюджетна та монетарна експансія в США середини та кінця 1960-х рр. спровокувала швидке випереджуюче зростання сукупного попиту порівняно з ростом ВВП, внаслідок чого поточний рахунок США зазнав стабільного погіршення. Окрім цього, змінилося зовнішнє оточення Сполучених Штатів. Намагаючись уникнути накладених з боку американських органів обмежень на рух капіталу, резиденти США почали створювати доларові активи за кордоном, в першу чергу в Західній Європі. Такі доларові активи

¹²² Triffin R. *Gold and Dollar Crisis*. — New Haven, Conn.: Yale University Press, 1961. — P. 3-14.

¹²³ *Ibid.* — P. 87-89.

забезпечили створення самодостатнього ринку євродоларів, на який ФРС не могла вплинути. Окрім цього, у 1958 р. було створено Спільний ринок, а більшість країн Західної Європи як в силу інтеграційних зобов'язань, так і в силу намагання підвищити ефективність функціонування зовнішнього сектору економіки відновили конвертованість своїх валют по поточних операціях. В цілому, це суттєво позначилось на зростанні мобільності капіталу у міжнародній економіці та на підвищенні рівня її інтегрованості та взаємозалежності, внаслідок чого дії ФРС, а згодом Бундесбанку та Банку Японії, набували ще більш резонансного характеру. Після створення Спільного ринку суттєво змінився характер фінансових потоків між США та цією інтеграційною зоною. Американські компанії збільшили прямі інвестиції до країн Західної Європи, які спровокували появу ефекту відхилення торгівлі. На думку американців М.Енга, Фр.Ліса та Л.Мауера збільшення американських ПІ до Європи, що об'єднувалась, спровокували суттєве погіршення платіжного балансу США, по-перше, через вплив капіталів, по-друге, через зменшення американського експорту, по-третє, через стимулювання нагромадження за кордоном американської валюти, яка могла в будь-який момент представлена ФРС для обміну на золото¹²⁴.

Платіжний баланс США також погіршувався і за рахунок девальвацій, здійснюваних іншими країнами. Так, французький франк було девальвовано у 1957, 1958 та 1969 рр., британський фунт — у 1967 р. Впродовж 1949-1971 рр. в рамках Бреттонвудської системи мало місце 69 девальвацій. І тільки німецька марка була ревальвована двічі — у 1961 та 1969 рр.¹²⁵. Такі девальвації природно створювали додатковий експортний тиск на американську економіку, за умов, коли США не могли вплинути на відновлення зовнішньої рівноваги інакше, ніж через дефляційну політику. Проте, девальваційні процеси у міжнародній економіці відображали і іншу проблему. Зростання мобільності капіталів дедалі послаблювало ефективність контролю за фіксованими курсами в умовах, коли на національному рівні центральні банки намагались здійснювати контроль за процентними ставками задля досягнення внутрішньої рівноваги; відкритість у світовій економіці робила коливання процентних ставок дедалі більше корельованим. При цьому, девальвації також відображали намагання обмежити вплив експансивної політики ФРС, що призводила до пожвавлення інфляції у всьому світі. Наприклад, якби центральні банки повністю синхронізували свою грошову пропозицію з монетарним курсом ФРС для підтримання фіксованих курсів, то вони неминуче би зіткнулись з проблемою погіршення платіжних балансів, адже пожвавлення внутрішньої інфляції індукувало би переоцінку валют. Відповідно, врівноваження балансу платежів могло відбуватись або за рахунок дефляційної політики, або за рахунок девальвації. Остання ж відображала суттєві

¹²⁴ Энг М., Лис Фр., Мауер Л. Мировые финансы / Пер. с англ. — М.: ДеКА, 1998. — С. 28-29.

¹²⁵ Eichengreen B., Sussman N. The International Monetary System in the (Very) Long Run // IMF Working Paper. — 2000. — №43. — P. 30.

проблеми з платіжним балансом, спровокованим зростаючою спекулятивною мобільністю капіталів. У такій ситуації зростало усвідомлення “дилеми Триффіна”: платіжний баланс США становить серйозну проблему для міжнародної економіки, але остання потребує резервних активів для ефективного функціонування в умовах наростаючої інтернаціоналізації, тоді як монетарні політики у решті світу мали б бути більш незалежні від рішень ФРС і щодо зовнішньої, і щодо внутрішньої рівноваги. Блейк та Волтерс так змальовують цю проблему: “Міжнародна економіка потребує адекватної пропозиції фінансових резервів (ліквідності) у формі золота чи міжнародних валют. Брак резервів знижує глобальний попит на товари та послуги через канали міжнародної торгівлі, що послаблює економічне зростання в усіх націях. Триваюче зростання глобальної економіки та добробуту у більшості країн вимагає розширення ліквідності, адекватної зростаючим фінансовим потребам обслуговувати міжнародні трансакції. До кінця 1960-х... стало зрозуміло, що США повинні елімінувати свій платіжний дефіцит. Але як зростаюча глобальна економіка повинна бути забезпечена ліквідністю, в той час як золото не може видобуватись у потрібних для глобальної економіки масштабах?”¹²⁶.

Одним з засобів розв’язання проблеми виступило створення механізму СДР та відповідна реформа МВФ у 1969 р. Це покликано було вирішити проблему ліквідності в міжнародній економіці за одночасного нівелювання впливу американської монетарної політики на макроекономічну ситуацію у решті світу. Проте незначні обсяги емісії даного резервного активу (впродовж 1970-1972 рр. було емітовано СДР на суму в 9,3 млрд. дол. США, що, природно, не могло розв’язати проблему ліквідності, а СДР так і не стала альтернативою долару) та криза Бреттон-вудської системи унеможливили подальше реформування міжнародного валютного устрою в даному напрямі.

Хронологія даної кризи відображає, що ніякі зовнішні зобов’язання США не будуть підтримуватись всупереч досягненню внутрішніх макроекономічних цілей. Так, вже з 1971 р. платіжний баланс США став від’ємний на тлі наростаючої інфляції та безробіття і втечі капіталу до Європи та Японії. Девальвація долара на 8% (до 38 дол. за унцію) згідно Смітсонівських домовленостей у 1971 р. не вирішила даної проблеми, тим більше що Президент Р.Ніксон оголосив про припинення обміну доларів на золото. У 1972 р. після надекспансивних кроків ФРС відбулась ще одна 10% девальвація долара. А вже у 1973 р., після того, як втеча капіталів з США загрожувала грошовій стабільності у Європі, перш за все у Німеччині, та Японії, розвинуті країни запровадили плаваючі курси по відношенню до долара США, що ознаменувало ліквідацію Бреттон-вудської системи.

¹²⁶ Blake D., Walters R. The Politics of Global Economic Relations. — New Jersey: Prentice-Hall, 1987. — P. 69.

Оцінюючи детермінанти краху бретонвудського устрою, Ейченгрін та Сузман стверджують, що “існує спокуса пояснювати історію колапсу Бретон Вудсу у категоріях комбінації послаблення конкурентоспроможності США на тлі зростаючої мобільності капіталів, проте існує третій фактор”, яким вони визнали недостатність резервних активів у міжнародній економіці, з огляду на швидке зростання Європи, Японії та країн третього світу і інтернаціоналізаційних зв’язків між ними. Тому, на їхню думку, проблема полягала не у переоцінці долара щодо решти валют, а у переоцінці долара щодо золота¹²⁷. Д.Сальваторе відзначає, що дефіцит платіжного балансу США повинен розглядатись тільки як безпосередній чинник краху даної системи. Фундаментальним чинником є проблема міжнародної ліквідності, пристосування до нових рівноважних умов та довіри. Він наголошує на актуальності дилеми Триффіна, констатує, що зростання міжнародної ліквідності було необхідне з огляду на потребу в обслуговуванні трансакцій між країнами в умовах наростаючої інтернаціоналізації. Проте дефіцит поточного рахунку США породжував і невпевненість щодо майбутнього американської валюти, і підвищення інфляції у світі, детермінованої розростанням валютних резервів у структурі міжнародної ліквідності¹²⁸ (див. табл. 1.6.).

Таблиця 1.6.

Динаміка міжнародної ліквідності, млрд. дол. США

	1950	1960	1969	1970	1971	1972	1973
Золото*	33	38	39	37	36	36	36
Валютні резерви	13	19	33	45	75	96	102
СДР	-	-	-	3	6	9	9
Позиція в МВФ	2	4	7	8	6	6	6
Всього	48	61	79	93	123	147	153
	1975	1980	1985	1990	1995	2000	2004
Золото*	42	43	37	47	47	43	32
Валютні резерви	161	312	340	792	1297	1690	2209
СДР	10	15	20	29	29	24	20
Позиція в МВФ	15	22	43	34	55	62	64
Всього	228	392	440	902	1428	1819	2325

* За офіційним курсом (35 дол. за унцію)

Джерело: Salvatore D. *International Economics*. — New Jersey: Prentice Hall, 1998. — P. 692.; Смыслов Д. *Мировые деньги в прошлом, настоящем и будущем // Деньги и кредит*. — 2002. — №5. — С. 59.; IMF Annual Report. 2004. — Wash., D.C.: IMF, 2004. — P. 102.

Проте, такі висновки, так само як і звинувачення на адресу американської експансивної фіскальної політики чи на адресу небажання голістської Франції нагромаджувати резерви в доларах замість золота, не відображають внутрішньої суперечності Бретон-вудської системи на тлі зміни ролі центральних банків у макроеконо-

¹²⁷ Eichengreen B., Sussman N. *The International Monetary System in the (Very) Long Run // IMF Working Paper*. — 2000. — №43. — P. 34.

¹²⁸ Salvatore D. *International Economics*. — New Jersey: Prentice Hall, 1998. — P. 691-692.

мічній політиці та трансформації міжнародної економіки в напрямку відкритості та інтеграції. Як стверджують Кругман та Обстфельд: “Історія розвалу Бретон-вудської системи — це історія безуспішних спроб примирити в її умовах внутрішню та зовнішню рівновагу”¹²⁹. Відповідно, перехід до плаваючих курсів та офіційна демонетизація золота згідно Кінгстонських домовленостей ознаменували перехід, з одного боку, до режиму, який забезпечує вищу монетарну автономію, а з іншого, — не протиставляє (в чистому вигляді) таку автономію спроможності країни забезпечувати ринкову алокацію ресурсів через відкритість міжнародній торгівлі та руху капіталів. Тобто, необхідність забезпечувати таку реакцію на внутрішні та зовнішні шоки, яка була би ефективною для окремої країни, та збереження переваг від наростаючої інтернаціоналізації детермінувала відмову від фіксованих курсів у масштабах міжнародної економіки.

Відповідно, Бретон-вудська система відображала збереження тенденції до затребуваності екзогенного чинника монетарної політики, що проявилось у прив’язці грошової пропозиції до стану резервних активів, таких як долар, конвертований у золото. Такий екзогенний чинник, як і у випадку із золотим стандартом, був системним елементом міжнародного валютного устрою, через який забезпечувалась макроекономічна цілісність світового господарства. Незважаючи на таку цілісність, ефективність досягнення внутрішньої рівноваги визначалась ступінню макроекономічного та відтворювального ізоляціонізму окремої країни за рахунок внутрішньої фіскальної та монетарної політики на тлі обмежень на рух капіталів, що, природно, підтримувало дивергенційний характер функціонування світового господарства. Посилення процесів інтернаціоналізації та фінансової і структурно-відтворювальної взаємозалежності світу загострило проблему свідомого послаблення симетрії між дією екзогенного чинника та орієнтацією на внутрішню рівновагу, що визначалась логікою побудови кейнсіанського макроекономічного механізму. Внаслідок цього його системна затребуваність перестала бути актуальною, але вже під тиском, поперше, фактичного перебігу подій, а, по-друге, — альтернативної кейнсіанству макроекономічної доктрини.

Варто зазначити, що з 1973 р., коли курси валют провідних країн почали коливатись відносно долара, по 1976, коли офіційно була укладена угода про внесення змін до статуту МВФ, що легітимізувала плаваючі курси на рівні міжнародного валютного устрою, мала місце невизначеність щодо майбутнього Бретон-вудської системи. З одного боку, ще у 1972 р. так званий Комітет двадцяти приступив до розробки проекту реформи системи міжнародної ліквідності, яка була покликана ліквідувати проблему асиметричного положення долара у ній, шляхом введення наднаціо-

¹²⁹ Кругман П., Обстфельд М. Международная экономика. Теория и практика / Пер. с англ. — М.: Экономический факультет МГУ, ЮНИТИ, 1997. — С. 550.

нальної грошової одиниці. Остання повинна була усунути проблему забезпечення міжнародної економіки ліквідністю, що визначалась пропозицією грошей з боку ФРС. Проте, як видно з даних табл. 1.6., з 1972 по 1975 рр. обсяг зовнішніх активів центральних банків у світі практично подвоївся, що потенційно унеможливило штучну реформу системи міжнародної ліквідності через трансформацію доларових авуарів у так звану, за висловом М.Фрідмена, “технократичну грошову одиницю”, по-перше, з технічної точки зору, по-друге, з точки зору симетрії інтересів різних країн світу, зокрема, США. З іншого боку, перший нафтовий шок 1974-1975 рр., коли ціни на нафту зросли у 4 рази, унеможливив збереження фундаментальних елементів Бреттон-вудського устрою з макроекономічної точки зору. По-перше, такий зовнішній шок як зростання цін на енергоресурси детермінував структурно обумовлену розбалансованість поточних рахунків практично усіх країн, що були експортерами нафти. По-друге, монетарна політика, не обмежена зобов'язаннями з підтримання фіксованих курсів, почала розглядатись як вирішення проблеми економічного спаду і через збільшення внутрішньої грошової пропозиції, і через знецінення валют.

Саме автономія монетарної політики розглядається як основа апологетики плаваючих курсів. Наприклад, Ліндерт стверджує: “Навіть в країнах, де економічна політика відома своєю не підконтрольністю, необхідність такої автономії часто диктується політичними міркуваннями. Можливість тримати під контролем власну національну економіку являє самостійну ціль, навіть якщо це може позначитись на нестабільності”¹³⁰. Ще у 1953 р. М.Фрідмен виклав основні переваги такої системи, виходячи з того, що внутрішня цінова динаміка визначається рівнем грошової пропозиції, яка і задає параметри номінального доходу у довгостроковому періоді¹³¹. І хоча здійснювана у середині 1970-х рр. монетарна політика не відповідала класичним уявленням монетаризму про її ефективність, остання була зорієнтована на досягнення внутрішньої рівноваги через акомодацию зовнішнього шоку.

Так, плаваючі валютні курси дозволяють країні обирати бажаний для неї темп інфляції, а в умовах нафтового шоку, коли вплив негативних зовнішніх факторів на економіку суттєво варіювався в розрізі країн, можливість автономії у виборі величини грошової пропозиції не може не розглядатись як єдино можливий ефективний засіб пристосування до нових рівноважних умов. Більше того, фіксовані курси не відповідали би потребам досягнення внутрішньої рівноваги у міжнародному масштабі, оскільки рівень її порушення в розрізі країн був відмінний. Відмінні рівні інфляції та безробіття та відмінні платіжні дефіцити затребували би відмінні коректуючі реакції з боку центральних банків щодо грошової пропозиції. Система фіксова-

¹³⁰ Ліндерт П.Х. Зазн. праця. — С. 417-418.

¹³¹ Friedman M. The Case for Flexible Exchange Rates / Essays in Positive Economics. — Chicago: University of Chicago Press, 1953. — P. 157-203.

них курсів, або була б зруйнована дестабілізуючими спекуляціями, або б від неї відмовились у випадку, коли потреба реагувати на зовнішній шок перевищила вигоди від збереження стабільних обмінних співвідношень хоча б у декількох країнах.

Покращення ситуації у 1975–1976 рр. стало основним мотивом на користь закріплення на міжнародному рівні системи плаваючих курсів. На Ямайській конференції шляхом введення поправок до статті IV статуту МВФ було остаточно розірвано зв'язок національних грошових систем із золотом, а країна-член Фонду могла самовільно обирати бажаний режим валютного курсу. Це ознаменувало остаточну відмову від екзогенного чинникам монетарної політики та відсутність його затребуваності і на теоретичному, і на практичному рівні. Що стосується макроекономічної цілісності світового господарства, забезпечуваної затребуваністю такого чинника, то вона практично повністю змінила свою якість. Цілісність у таких умовах забезпечується не спільним для усіх учасників міжнародного валютного устрою режимом монетарної політики, визначеним через її обумовленість станом резервних активів безпосередньо, а інтеграцією національних економік та окремих ринків, детермінованою міжнародним рухом товарів та капіталів. Потреба у підвищенні автономії національної монетарної політики, з одного боку, виступила чинником послаблення системної цілісності міжнародної економіки, відображаючи усунення проблеми симетрії між дією екзогенного чинника та орієнтацією на внутрішню рівновагу, яка так чи інакше була актуальна попереднім етапам розвитку міжнародної валютної системи, з іншого, — створила рамкові макроекономічні передумови для позитивного впливу реорганізації монетарної політики в координатах “трилеми” на подальшу інтеграцію світового господарства на основі актуальності ринкових процесів. Тобто утворення системи плаваючих курсів, переслідуючи дивергенційні за змістом макроекономічні цілі, виступило каталізатором глобалізаційних процесів у майбутньому.

Відповідно до логіко-структурного зв'язку між методологічними векторами аналізу розвитку міжнародного валютного устрою, зображеного на рис. 1.3., та проведеним аналізом його еволюції можна виділити основні сутнісні риси зв'язку між ним та глобалізаційною динамікою, що зображено на рис. 1.4.

	Міжнародний золотий стандарт (1870-1913)	Міжвоєнний період (1920-1939)	Бреттон-вудська система (1944-1973)	Ямайська система (1976-по д.ч.)
Внутрішньо зумовлена затребуваність екзогенного чинника макрополітики	Затребуваність екзогенного чинника визначалась необхідністю прив'язки внутрішньої грошової пропозиції до металевих резервів, а обмінні курси фіксувались у золоті. Через це мінімізувалось втручання держави в економічні процеси через емісійну компетенцію створюва-	Затребуваність екзогенного чинника, з одного боку, продовжувала відповідати уявленням про засоби забезпечення грошової стабільності, з іншого, — виступала засобом стабілізації обігу.	Прив'язка валют до долара, а долара до золота розглядалась як засіб збереження контролю за монетарною експансією. Можливість проведення девальвацій відображала послаблення дії екзогенного чинника макрополітики у чистому вигляді.	В системі плаваючих валютних курсів така затребуваність відсутня в принципі, що теоретично не повинно накладати жодних екзогенних обмежень на внутрішню макрополітику.

	них центральних банків.			
1) <i>Наслідки для цілісності системи міжнародної економіки</i>	Цілісність забезпечувалась і внутрішньою логікою функціонування золотого стандарту через автоматичне відновлення рівноваги за рахунок ринкових сил, і взаємопов'язаністю монетарних політик через спільний резервний актив.	Цілісність мала таку саму природу як у попередньому періоді, проте послаблювалась через тимчасові виходи окремих країн з системи.	Цілісність забезпечувалась збереженням за золотом статусу резервного активу, що робило в умовах фіксованості долара у золоті монетарні політики пов'язаними.	Теоретично плаваючі курси нівелюють цілісність системи, оскільки підвищують автономію внутрішньої грошової пропозиції. Проте цілісність трансформується через механізми конкуренції провідних валют за статус резервних.
2) <i>Імплементційний аспект в системі "трилеми"</i>	Фіксовані курси, мобільність капіталу, обмеження на внутрішню грошову пропозицію.	Те саме зі спорадичними відходами від "правил гри".	Фіксовані курси, обмеження щодо руху капіталу, відносна автономія монетарної політики та її орієнтація на забезпечення внутрішньої рівноваги.	Плаваючі курси, автономія монетарної політики, послаблення контролю за рухом капіталу і перехід до його мобільності.
3) <i>Стимули для розвитку глобалізації</i>	Мобільність капіталу та фіксовані курси формували передумови для щільної інтеграції ринків, зростання міжнародних операцій, що стимулювало процеси глобалізації, і в макроекономічному, і у відтворювальному контексті.	Послаблення "правил гри" золотого стандарту відобразалося на посиленні дивергенційних тенденцій.	Відсутність мобільності капіталу ставала на заваді розвитку процесів інтеграції ринків та глобалізації. Але стимули посилюються тою мірою, якою Бреттон-вудська система забезпечувала розвиток міжнародної торгівлі та конвертованості по поточних операціях.	Підвищення ролі мобільності капіталу на тлі коливання валютних курсів сформувало передумови для актуальності ринкових витоків глобалізаційних процесів.
Характер симетрії між можливостями орієнтації на внутрішню рівновагу та дією екзогенного чинника макрополітики	Внутрішня рівновага досягалась автоматично через пристосування грошової пропозиції до стану резервних активів. Автоматичність даного процесу створювала передумови для симетричності в досягненні зовнішньої та внутрішньої рівноваги.	Симетрія порушувалась, оскільки фіксовані курси і мобільність капіталу не дозволяли здійснювати монетарну політику, зорієнтовану на досягнення внутрішньої рівноваги.	Теоретично симетрія підтримувалась з огляду на контроль за рухом капіталу та можливості девальвації. Проте підвищення ролі підтримання внутрішньої рівноваги автоматично послаблювало затребуваність екзогенного чинника макрополітики, що суттєво послаблювало симетрію.	Автономія монетарної політики та відсутність її екзогенного чинника теоретично унеможливує конфлікт між внутрішньою та зовнішньою рівновагою. Проте не обумовленість грошової пропозиції певними рестрикціями підвищує її гнучкість в досягненні і внутрішньої, і зовнішньої рівноваги.
1) <i>Наслідки для цілісності системи міжнародної економіки</i>	Субординованість внутрішньої рівноваги зовнішньою та відсутність цільового конфлікту між ними забезпечувало макроекономічну цілісність міжнародної економіки.	Зростання важливості внутрішньої рівноваги спонукало до посилення ізоляційністських тенденцій, що зумовило дезінтеграцію міжнародної економіки.	Цілісність послаблювалась тою мірою, якою пріоритет досягнення внутрішньої рівноваги вимагав введення обмежень на міжнародні трансакції.	Оскільки цілісність змінила зміст, а обмеження на рух товарів відсутні, а капіталів — послаблюються, створюються передумови для прогресування ринкових за характером детермінант цілісності.
2) <i>Імплементційний аспект в системі "трилеми"</i>	Відповідно, те саме.	Ізоляціонізм забезпечувався або за рахунок відмови від фіксованих курсів та	Можливість послаблення симетрії досягалась через засоби девальвації/ревальвації	Відповідно, те саме.

		їх прив'язки до золота, або за рахунок введення обмежень на рух товарів та капіталів.	та обмеження на рух капіталів. Коли контроль за мобільністю капіталів ускладнився, роль коректування валютного курсу підвищилась.	
3) Стимули для розвитку глобалізації	Інтеграція ринків розглядалась як невід'ємна складова еластичності механізму золотого стандарту, що робило вибір на користь свободи міжнародного бізнесу та пов'язаності економік природнім, отже стимулювало глобалізаційні процеси.	З початку послабленні, потім відсутні.	З початку відсутні. Але посилення інтернаціоналізації унеможливило ефективність бретонвудського устрою з огляду на пріоритет внутрішньої рівноваги, проте таке посилення заклало фундамент для подальшої інтеграції ринків через занепад цієї системи.	Стимулює розвиток глобалізаційних процесів, оскільки в силу організації національної монетарної політики у міжнародному контексті обмеження на рух товарів відсутні, а капіталів — послаблюються.
Характер обумовленості розвитку міжнародного валютного устрою системними змінами макроролітики на національному рівні.	Актуальність ідеї невтручання держави у макропроцеси та бажання забезпечити автоматичний природний контроль за грошовою пропозицією спонукало до створення міжнародного золотого стандарту.	Підвищення відповідальності уряду за внутрішню рівновагу та розширення фіскальних зобов'язань спонукало до послаблення жорсткого режиму золотого стандарту та його занепаду.	Кейнсіанський акцент на внутрішній рівновазі та намагання поєднати дисципліну та гнучкість обумовили формування Бретонвудської системи. Проте перевага на користь гнучкості та послаблення ролі дисципліни у протистоянні шокам призвели до її занепаду.	Посилення акцентування на внутрішній рівновазі, намагання ізолюватись від імпорту монетарної політики та монетаристська апологетика гнучких курсових співвідношень спонукали до запровадження плаваючих курсів.

Рис. 1.4. Еволюція міжнародного валютного устрою і його значення для глобалізації та цілісності міжнародної економіки

Проведений аналіз підтверджує тезу про те, що процеси глобалізації, маючи в основі ринкову природу, індукуються відповідною пов'язаністю та обумовленістю між міжнародним валютним устроєм та монетарною політикою на національному рівні.

РОЗДІЛ 2. ВАЛЮТНО-КУРСОВІ ПРОБЛЕМИ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ В СУЧАСНИХ УМОВАХ

2.1. Фінансова глобалізація як передумова зміни валютно-курскових пріоритетів

Трансформуючи внутрішню структуру монетарної політики та інституціональний каркас центральних банків, процеси глобалізації демонструють свою індукованість системними змінами у валютно-курсвому аспекті грошово-кредитного регулювання. Більше того, означені зміни виявились детермінантами не тільки глибокої реструктуризації міжнародного валютного устрою, але вплинули на формування якісних зрушень у сфері функціонування міжнародних фінансових ринків, які, інтегруючи інноваційно-технологічні досягнення, загострили свій власний вплив на центральні банки та каталізували свій внутрішній сутнісний розвиток, надаючи йому ознак революційного характеру.

На сьогодні дедалі очевидніше, що ситуація із радикальною трансформацією монетарної політики за останнє десятиліття обумовлюється розвитком міжнародних фінансових ринків, зокрема їх валютного сегменту. З одного боку, такий розвиток є сутнісним елементом глобалізації, оскільки відображає алокаційні процеси у світовому масштабі, забезпечуючи спрямування ресурсів відповідно до цінових сигналів, джерелом яких є практично всі ринки. З іншого боку, саме він формує новий вимір валютної політики центральних банків зокрема, та їх монетарної політики взагалі. Так, можна виділити наступні принципові риси розвитку міжнародних фінансових ринків, що розпочав свій новий етап після модернізації світової валютної системи шляхом повернення до режиму мобільності капіталів.

Тренд у бік торговельної відкритості (розширення кількості членів СОТ, структурна трансформація більшості країн третього світу на засадах зовнішньоекономічної лібералізації, своєрідна перемога експортоорієнтованої моделі зростання в Азії над імпортозаміщенням в Латинській Америці, сповідування розвинутими країнами ідеології фритредерства тощо) виступив фундаментальним фактором прискорення розвитку фінансового сектора. Власне, за рахунок цього було подолано антагонізм Бреттон-вудської системи та тих парадигмальних засад, на яких вона будувалась: стимули для розвитку міжнародної торгівлі і обмеження на рух капіталів. Так, перехід на плаваючі курси та утвердження тенденції до валютно-фінансової дерегулюції стали стимулами для подальшої випереджаючої динаміки торгівлі, порівняно з динамікою ВВП. Так, якщо за 1986-1993 рр. середньорічні темпи зростання ВВП розвинутих країн склали 2,9%, країн, що розвиваються, — 3,5%, а світу в цілому — 3,2%, то експорт товарів і послуг зростав швидше, склавши, відповідно, 5,6%, 5,4% та 5,4%. Але за 1994-2001 рр., на які припала експансія глобалізації та інтенсивний розвиток фінансового сектору, розрив між зростанням експорту та ВВП посилювався.

Відповідно, середньорічне зростання ВВП склало 2,9%, 4,6%, 3,7%, а експорту — 6,8%, 8,5%, 7,2%¹³². Внаслідок випереджаючого зростання міжнародної торгівлі, порівняно з ВВП, у світі відбулося різке підвищення відкритості. Так, співвідношення зовнішньої торгівлі щодо ВВП на рівні світової економіки в цілому зросло з 32,4% у 1990 р. до 40,0% у 2000 р.¹³³

Однак, розвиток фінансового сектора світового господарства в умовах глобалізації відбувається випереджуваними темпами, порівняно з динамікою міжнародної торгівлі. Підвищення мобільності капіталів за 1990-2000 рр. мало ще більш яскраво виражений характер. Якщо величина валових потоків приватного капіталу на рівні світової економіки в цілому в 1990 р. становила 10,3%, то у 2000 — 29,1%, а валових прямих іноземних інвестицій, відповідно, 2,7% та 8,8%. Аналогічні тенденції властиві практично усім регіонам та групам країн. Так, відповідні показники за такий самий період для країн з низьким рівнем доходу становили 26,7% та 41,3%, 3,0% та 4,8%, 0,5% та 1,6%; для країн з середнім доходом — 36,6% та 53,5%, 7,6% та 12,0%, 1,0% та 3,8%; для країн з високим доходом — 32,0% та 37,1%, 11,0% та 33,6%, 3,0% та 10,1%. Якщо для країн з низьким та середнім рівнем доходів суттєво зросла відкритість за показниками міжнародної торгівлі та незначно за показниками руху капіталу, то для країн з високим рівнем доходу навпаки — зростання відкритості за показниками валових потоків приватного капіталу та валових прямих іноземних інвестицій було більш суттєвим, порівняно із зростанням відкритості за показниками торгівлі. Така ситуація обумовлюється як більш високим рівнем розвитку зовнішньої торгівлі у високо розвинутих країнах на попередньому етапі, так і більш глибокою та всеосяжною лібералізацією фінансових ринків та руху міжнародного капіталів. Наведені дані також свідчать про тенденцію концентрації фінансово-інвестиційних операцій у розвинутих країнах. В розрізі груп країн, об'єднаних за регіональним принципом, також спостерігається загальне підвищення відкритості національних економік міжнародному руху товарів та капіталів. Якщо підвищення частки зовнішньої торгівлі у ВВП в цілому властиве усім регіонам майже пропорційно, то найбільшого рівня зростання міжнародні потоки капіталу досягли у країнах Європейського валютного союзу (практично потроїлись)¹³⁴. Зокрема, відомий російський економіст-міжнародник Ю.Шишков констатує, що експорт товарів у світових масштабах практично одразу після краху Бреттон-вудського устрою почав відставати від масштабів фінансових трансакцій, а з розвитком глобалізаційних процесів цей розрив тільки посилювався. Так, якщо величину світового експорту товарів на 1972 р. прийняти за 100%, то у 1975 р. він склав 109%, у 1980 р. — 196%, у 1985 — 168%, у 1990 — 221%, у 1996 — 317%. При цьому, відповідна динаміка міжнародних облігацій-

¹³² Холопов А. Глобализация и макроэкономическое равновесие // МЭиМО. — 2005. — №2. — С. 15.

¹³³ World Development Indicators. — Wash. World Bank, 2003. — P. 334.

¹³⁴ World Development Indicators. — Wash. World Bank, 2003. — P. 332-334.

них випусків за відповідні роки склала 178%, 343%, 1490%, 2055%, 6337%, динаміка міжнародних банківських позик, відповідно, — 238%, 934%, 1269, 1517%, 4033%, а динаміка міжнародних операцій з акціями — 200%, 587%, 633%, 1805% та 12612%¹³⁵.

Лібералізація руху капіталу та фінансова дерегуляція у провідних країнах світу позначилась на суттєвому підвищенні значення операцій з інструментами корпоративного сектора. Зокрема, багато в чому цьому сприяла криза міжнародного банківського кредитування, викликана борговими проблемами країн третього світу, особливо країн Латинської Америки та найбідніших країн Африки. Більше того, впродовж 1990-х рр. темпи зростання міжнародних банківських кредитів та позик були або незначними, або від'ємними, що контрастує з їх масштабами у кілька попередніх десятиліть та з розвитком світового експорту та потоків прямих іноземних інвестицій в добу глобалізації. Так, якщо у 1974-1980 рр. світовий ВВП виріс на 2,6%, експорт — на 2,4%, ПІІ — на 4,9%, а банківські позики на 12%, то вже за період 1986-1994 рр. динаміка аналогічних показників склала 3,7%, 19,2%, 33,6% та 1,5%. Впродовж 1995-2000 рр. середні темпи зростання даних показників ще більшою мірою відображають занепад ролі міжнародного банківського кредитування в процесах глобалізації, становлячи, відповідно, 3,7%, 5,3%, 21,2% та -0,025%¹³⁶.

З вищенаведених даних видно, що розвиток міжнародного банківського кредитування почав суттєво відставати від операцій з інструментами фінансового ринку, якими є акції та облігації. Незважаючи на революційне зростання ролі ринку єврооблігацій в системі міжнародної мобільності капіталу та інтеграції фінансових ринків у глобальному масштабі, домінуючою тенденцією 1990-х рр. є інтенсивна експансія транскордонних операцій з акціями. Важливо відмітити, що швидкий розвиток таких операцій безпосередньо пов'язаний з подальшою дерегуляцією фінансових ринків та модернізацією світових фондових систем. Ще впродовж 1970-1980-х рр. дані операції були незначними за своїми масштабами порівняно з ВВП розвинутих країн, тоді як на кінець 1990-х рр. вони в кілька разів перевищували обсяги ВВП. Наприклад, у 1975 р. обсяг транскордонних операцій з акціями у США становив 4% ВВП, у 1980 р. — 9%, у 1985 — 35%, у 1995 — 135%, а на кінець 1990-х — 230%; у Японії за відповідний період величина даного показника становила 2%, 8%, 62%, 119%, 65%, 91%, в Німеччині — 5%, 7%, 33%, 57%, 172% та 334%, у Франції — 0%, 5%, 21%, 54%, 187% та 415%, в Італії — 1%, 1%, 4%, 27%, 253% та 640%, в Канаді — 3%, 9%, 27%, 65%, 187% та 331%¹³⁷. В такій ситуації системною ознакою формування детермінант курсоутворення в умовах глобалізації стають не тенденції

¹³⁵ Шишков Ю. Мировая финансовая система: необходимость реформ // МЭиМО. 1999. — №11. — С. 3-8.

¹³⁶ Луцишин З.О. Трансформація світової фінансової системи в умовах глобалізації. — К.: ДрУк, 2001. — С. 151.

¹³⁷ Ibid. — С. 130.

міжнародного обміну, опосередкованого торгівельними операціями, а глобальні фінансові потоки.

Глобальні фінансові потоки, досягаючи значних масштабів, демонструють більш складне явище — формування системних фінансових передумов для відтворювальної взаємозалежності. Якщо відтворювально-структурні детермінанти взаємозалежності між країнами визначались рівнем розвитку торговельних зв'язків, то на сьогодні такі детермінанти мають природну тенденцію до зміщення у сферу глобальних фінансових трансакцій. Так, табл. 2.1. демонструє масштаби потоків капіталу, які склалися за останній період.

Таблиця 2.1.

Потоки капіталу розвинутих країн, 1999-2003

	Приплив капіталів		Відплив капіталів		Зміна зовнішніх зобов'язань		Зміна зовнішніх активів	
	Млрд. дол. США	% ВВП 2003 р.	Млрд. дол. США	% ВВП 2003 р.	Млрд. дол. США	% ВВП 2003 р.	Млрд. дол. США	% ВВП 2003 р.
США	4167	38	1922	17	3250	30	1656	15
Зона євро	3569	44	3609	44	-	-	-	-
Велика Британія	2387	133	2247	125	2660	148	2794	155
Швейцарія	343	111	510	165	468	151	551	178
Канада	223	26	297	34	301	35	258	30
Австралія	212	42	124	24	346	68	189	37
Швеція	190	63	223	74	191	63	199	66
Данія	143	68	167	79	184	87	193	91
Норвегія	121	55	196	89	167	75	253	114
Японія	106	2,5	664	15	147	3	599	14
Нова Зеландія	23	29	15	20	24	31	20	26

Джерело: Lane P., Milesi-Ferretti G.-M. Financial Globalization and Exchange Rates // IMF Working Paper. — 2005. — WP/05/3. — P. 30.

Однією з найбільш прикметних тенденцій фінансової глобалізації є те, що країни з ринками, що виникають, інтенсивно інтегруються зі сферою міжнародних потоків капіталу. Зокрема, як видно з табл. 2.2., існує яскраво виражена тенденція до збільшення зовнішніх активів та зобов'язань таких країн, що свідчить про те, що вони стаючи як імпортерами, так і експортерами капіталу, перетворюються на принциповий елемент глобальної взаємозалежності.

Таблиця 2.2.

Індикатори міжнародної фінансової інтеграції країн з ринками, що виникають, % ВВП

	1982	1992	2002
Середня чиста зовнішня позиція	-32,6	-24,5	-26,2
Середні зовнішні активи	15,8	24,9	55,5
ПП	5,7	10,9	19,6
ПП + портфельні вкладення в акції	1,3	3,0	12,1
Середні зовнішні зобов'язання	48,4	49,4	81,7

ПП + портфельні вкладення в акції	7,4	11,1	32,9
-----------------------------------	-----	------	------

Джерело: Lane P., Milesi-Ferretti G.-M. Financial Globalization and Exchange Rates // IMF Working Paper. — 2005. — WP/05/3. — P. 32.

Як видно з табл. 2.2., істотний приріст зовнішніх активів та зобов'язань у даній групі країн відбувся саме за період експансії глобалізації, що відображає посилення ролі даного фактора у розвитку таких країн і їх перетворення на принциповий елемент міжнародної фінансової архітектури.

Однак, масштаби включення країн, що розвиваються, і розвинутих країн в процеси фінансової глобалізації залишаються відмінними. Що характерно, в часі розрив у даній сфері тільки поглиблюється. Наприклад, за період 1975-1979 рр. середні валові зовнішні активи та зобов'язання розвинутих країн склали 19,82% ВВП, а країн, що розвиваються, — 10,55%, за 1980-1984 рр., відповідно, 49,91% та 16,78%, за 1985-1989 рр. — 102,7% та 26,72%, за 1990-1994 рр. — 137,18% та 26,22%, а за 1995-1999 рр. — 164,71% та 41,02%¹³⁸. З наведених даних видно, що якщо на початку ери переходу до плаваючих валютних курсів та відновлення мобільності капіталів перевищення валових зовнішніх активів та зобов'язань розвинутих країн даного показника країн, що розвиваються, складало всього 1,9 разів, та на кінець 1990-х рр. різниця становила у чотири рази. Указане явище демонструє значно складніший феномен: структурну неоднорідність глобальної економіки, яка відтворюється за рахунок неоднорідного рівня інтеграції з системою міжнародного руху капіталів. Багато в чому це обумовлено сукупністю об'єктивних факторів, з поміж яких слід наголосити на відмінності в якісних параметрах макроекономічної та регуляторної політики, а також відмінності в розвитку фінансових ринків. Втім, це відображає укорінення тенденції щодо більш низьких можливостей скористатися вигодами фінансової глобалізації у випадку країн, що розвиваються, порівняно з розвинутими країнами, а якщо прийняти до уваги, що вихідний рівень спроможності перших протистояти глобальним потрясінням також є суттєво нижчим, то звідси впливає фундаментальна асиметрія: країни, що розвиваються, водночас є і більш вразливі щодо волатильності фінансових потоків залишаючись менш інтегрованими з міжнародними ринками капіталів.

Однак, слід відзначити і іншу тенденцію. Волатильність показника валових зовнішніх активів та зобов'язань для країн, що розвивається, виявляється нижчою, порівняно з розвинутими країнами. За наведені вище періоди стандартне відхилення даного показника, відповідно, склали 14,97 та 21,7, 16,57 та 50,06, 29,05 та 104,18, 29,35 та 111,10, 35,92 та 118,90¹³⁹. З цього можна зробити кілька висновків, які відображають суперечливий характер процесів фінансової глобалізації. З одного боку,

¹³⁸ Tytell I., Shang-Jin Wei. Does Financial Globalization Induce Better Macroeconomic Policies? // IMF Working Paper. — 2004. — WP/04/84. — P. 15.

¹³⁹ Ibid.

країни третього світу, будучи менш інтегрованми до системи глобальних фінансів, демонструють і стабільніші співвідношення між валовими зовнішніми вимогами та зобов'язаннями щодо ВВП. Отже фактор відмінності у характері макроекономічної політики у них та в розвинутих країнах цим явищем певною мірою послаблюється при визначенні детермінант різниці між співвідношенням потоків капіталу та ВВП. Це явище також може свідчити про те, що потоки капіталу до країн третього світу обумовлюються більш вагомими чинниками відтворювального чи структурного характеру, тобто спекулятивна компонента тут є менш виражена. З іншого боку, зростання відмінностей у варіативності співвідношення валових зовнішніх активів та зобов'язань щодо ВВП є більш вираженим там, де має місце зростання даного співвідношення. Відповідно, волатильність потоків капіталу є ендегенним параметром нарощування їх обсягів та масштабу, що має фундаментальні наслідки для політики валютних курсів і відповідного макростратегічного вибору центральних банків.

Природно, що нарощування торгівельної відкритості у світовій економіці та обсягів фінансових трансакцій потребує експансії валютних ринків. Так, табл. 2.3. демонструє, що за останнє десятиліття обсяг щоденних оборотів на глобальному валютному ринку практично подвоївся.

Таблиця 2.3.

Оборот на глобальному валютному ринку та позабіржовий ринок деривативів, млрд. дол. США на день

	1989	1992	1995	1998	2001	2004
Спот-операції	427	541	680	762	518	829
Форвардні операції аутрайт	22	70	115	155	164	260
Валютні свопи	165	457	777	1052	933	1318
Загальний оборот	718	1076	1572	1969	1615	2408
Оборот на внутрішніх ринках	-	316	526	658	499	-
Транскордонні операції	-	391	613	772	674	-
Валютні деривативи, позабіржовий оборот, усього	-	-	45	97	67	-
Валютні свопи	-	-	4	10	7	-
Валютні опціони	-	-	41	87	60	-
Процентні деривативи, позабіржовий оборот, усього	-	-	151	265	489	-
Форвардні процентні угоди	-	-	66	74	129	-
Процентні свопи	-	-	63	155	331	-
Опціони	-	-	21	36	29	-
Помилки і упушення	-	-	7	13	19	-
Загальний позабіржовий оборот	-	-	200	375	575	-
Оборот на внутрішніх ринках	-	-	90	174	227	-
Транскордонні операції	-	-	106	189	323	-

Джерело: Central bank survey of foreign exchange and derivatives market activity: preliminary global data // www.bis.org. Central Bank Survey. 2004. — BIS., 2004. — P. 72-75.

Як видно з даних табл. 2.3., обороти на глобальному валютному ринку досягли значних масштабів і істотно збільшились порівняно з початком другої хвилі

глобалізації у середині 1980-х рр. Особливо привертає увагу, що обсяги трансграничних операцій впродовж усього репрезентованого періоду перевищують обороти на внутрішніх ринках і даний розрив прогресує.

Принциповою рисою функціонування сучасних міжнародних фінансових ринків є розростання ринку деривативів. Можна стверджувати, що в основі їх швидкого розвитку знаходиться ціла низка передумов, з яких перехід до плаваючих валютних курсів є структуровизначальною. Так, плаваючі курси та мобільність капіталів створюють підґрунтя для можливості здійснення спекулятивних арбітражних операцій. Дана тенденція відображає негативний аспект функціонування глобальних ринків, але деривативи виконують важливу страхову роль. Оскільки поведінка курсів стає дедалі більш не прогнозованою, а масштаби міжнародних трансакцій зростають, формуються ендогенні передумови затребуваності хедж-операцій, які покликані мінімізувати ризики курсових флуктуацій у реальному секторі. Відповідно, операції з деривативами стають невід'ємним елементом диверсифікаційних стратегій глобальних інвесторів, незалежно від того, чи вони спеціалізуються на портфельному, чи прямому інвестуванні. Оскільки самі операції з деривативами дозволяють отримувати спекулятивні прибутки, то їх застосування підвищує коливання валютних курсів, з огляду на те, що масштаби переливу капіталів зростають пропорційно до можливості диверсифікації ризиків у глобальному форматі. Це створює ситуацію, коли операції з деривативами каталізують курсові флуктуації, а, заодно, дозволяють мінімізувати втрати від них через хеджування валютних ризиків. Природно, що залежність потоків капіталу, отже і валютних курсів, від фундаментальних макроекономічних змінних суттєво послаблюється, причому, чим розширюватимуться можливості диверсифікації, тим більшою мірою фінансові потоки та валютні курси будуть волатильними з відповідними наслідками для монетарної політики.

Потужним стимулом експансії міжнародних фінансових ринків є розвиток телекомунікаційних та інформаційних технологій. Останні забезпечили здешевлення фінансових трансакцій, уможливили їх здійснення в режимі реального часу та безперервно, незалежно від відмінності в часових поясах, дозволили здійснювати динамічне хеджування валютних ризиків одразу на кількох ринках, виступили передумовою трансформації та ускладнення фінансових інструментів, а також уможливили переведення фінансових трансакцій в систему управління механічним інтелектом. В сукупності, революції у телекомунікаційній та технологічній інфраструктурі міжнародних ринків створили ситуацію, коли часткова чи фрагментарна лібералізація та дерегуляція ринків втрачає свою ефективність, а це забезпечує подальшу прогресію у сфері їх інтеграції. Зокрема, на думку дослідників МВФ, саме з революцією у телекомунікаціях та інформаційних технологіях пов'язується формування характерних особливостей глобальних ринків: зниження перешкод для торгівлі активами та

руху капіталів, підвищення чутливості до відхилення доходності інструменту чи ринку від глобальної середньої, зростання еластичності пристосування до зміни оціненої величини ризиків через підвищення ефективності арбітражного ціноутворення. Зрештою, саме дані процеси вважаються у згаданому дослідженні визначальною рисою міжнародного фінансового оточення монетарної політики в сучасних умовах¹⁴⁰. Відповідно, указані трансформації вимагають перегляду усталених уявлень про роль валютного курсу в структурі пріоритетів монетарної політики.

Незважаючи на те, що радикальна трансформація міжнародного валютного устрою після краху Бреттон-вудської системи демонструвала зміну монетарних пріоритетів центральних банків в системі макроекономічної політики, останні зіткнулися з цілим рядом проблем, які, відображаючи перехід розвитку міжнародних фінансових ринків на самовідтворювальну основу, визначили подальші тенденції практично в усьому спектрі поведінки органів грошової влади. Причому, такі проблеми є однаково властиві центральним банкам різних груп країн, хоча в розрізі груп наголоси на їх вирішенні та їх характері залишаються відмінними попри конвергенційну енергію процесів глобалізації.

На структурному рівні та в глобалізаційному контексті внутрішній зміст даних проблем можна звести до прояву зв'язків між такими важливими елементами монетарної політики як залежність між можливістю її здійснення відповідно до внутрішніх макроекономічних пріоритетів, вибором валютно-курсowego режиму та прогресуючим розвитком процесів відкритості та інтеграції у міжнародній економіці. Зауважимо, що нагромадження критичної маси розвитку та інтеграції, в першу чергу, фінансових ринків дедалі більше стає субординуючою силою щодо двох інших елементів. Така ситуація багато в чому обумовлюється внутрішньою логікою організації механізму взаємодії національної економіки з міжнародною, коли номінальні валютні курси та процентні ставки (і інфляція, що відображає зв'язок між ними у реальному виразі), як важливі монетарні змінні, стають своєрідним авангардом впливу з боку глобальної інтеграції міжнародних, в першу чергу, фінансових ринків, а, окрім цього, залишаються інструментами та якорями монетарної політики в її орієнтації на досягнення внутрішніх макроекономічних завдань. Відповідно, глобалізація ставить якісно нові проблеми у валютно-курсвому аспекті монетарної політики.

2.2. Проблеми трансформації валютно-курсowego сегменту монетарної політики в умовах глобалізації

Базовий тренд трансформації валютно-курсowego режиму та мета-тенденцій поведінки валютних курсів практично більшості країн світу був закладений процесом руйнації Бреттон-вудської системи. За цих обставин факт переходу до плаваючих

¹⁴⁰ Exchange Rates in the Increasingly Interdependent World // IMF Occasional Papers. — 2001. — №193. — P. 1.

валютних курсів створив нові рамкові умови для розвитку монетарних процесів, а валютна лібералізація та фінансова дерегуляція забезпечили адміністративно-інституціональні передумови для набуття ними якісно нового змісту за рахунок створення плацдарму для фінансової глобалізації.

Так, забезпечення відносної стабільності у сфері коливання валютних курсів згідно Бретон-вудського устрою підтримувалось тим, наскільки коректування внутрішніх макрозмінних узгоджувалось із підтриманням зовнішніх зобов'язань. Відповідно, нагромаджені макроекономічні диспропорції та намагання відновити рівноважний стан валютних ринків на тлі посилення орієнтації монетарної політики на внутрішню рівновагу втілились у масштабних коливаннях курсів провідних валют. Проте, даний процес є достатньо суперечливим з огляду на характер таких коливань.

По-перше, у постбретонвудський період масштаби відхилень номінальних курсових співвідношень від попередніх офіційних паритетів відображали нагромаджені диспропорції та стали проявом відновлення рівноваги на валютних ринках, зокрема, в світлі здійснюваних заходів з коректування динаміки монетарних змінних. Так, вже на початку 1970-х рр. намітилась тенденція до чіткого поділу валют розвинутих країн, тренди яких відображали ревальвацію чи девальвацію щодо долара США у категоріях співвідношення з попереднім офіційним паритетом. В даному випадку, можна виділити три групи країн. Перша група — Німеччина, Швейцарія, Японія, — валютні курси яких із масштабними амплітудними коливаннями розвивались згідно ревальваційного тренду. Зокрема, попри масштабні амплітуди коливань у довгостроковому періоді, курси німецької марки, швейцарського франка та єни ніколи не опускались нижче бретонвудських паритетів. Друга група країн — Швеція та Франція, — валюти яких ревальвували щодо долара США порівняно з бретонвудськими паритетами тільки до початку 1980-х рр., коли розпочалось масштабне посилення американської валюти, викликане рестриктивними заходами ФРС щодо стримування внутрішньої інфляції, а сама ревальвація таких валют не була такою масштабною, порівняно з валютами Німеччини, Швейцарії та Японії. Третя група країн — Канада, Італія, Велика Британія, — валюти яких почали девальвувати ще до офіційного розпаду Бретон-вудської системи, або незначно ревальвували щодо долара США тільки протягом середини 1970-х рр. Зокрема, для другої групи країн властива нижча волатильність та менш масштабні відхилення від бретонвудських паритетів, порівняно з валютами першої групи країн, а для третьої — порівняно з другою¹⁴¹.

По-друге, якщо впродовж другої половини 1970-х рр. волатильність курсів валют згаданих країн була значною попри відсутність масштабних відхилень від попередніх офіційних паритетів, що є відображенням реакції ринків на можливість

¹⁴¹ Salvatore D. *International Economics*. — New Jersey: Prentice Hall, 1998. — P. 700.

формування рівноважних курсових траєкторій, обмежених до 1973 р., то в подальшому на тлі збереження волатильності курсових коливань масштаби відхилень від таких офіційних паритетів почали дедалі більш яскраво демонструвати відмінний характер монетарної політики та стан платіжного балансу у різних країнах.

По-третє, суперечливо на фоні зазначеного виглядає тенденція формування достатньо стаціонарної волатильності курсів провідних валют, вимірної як відхилення фактичного значення курсового співвідношення від трендового. Наприклад, за період 1980-2000 рр. волатильність двосторонніх курсів до долара США для Німецької марки склала 5,26% (на тлі трендової ревальвації у 0,72%), для єни — 5,70% (1,28%), для французького франка — 5,14% (0,30%), для британського фунта — 5,23% (-0,12%), для так званого синтетичного євро — 5,01% (0,35%). Але при цьому формується більша варіативність волатильності номінальних та реальних ефективних курсів для даних країн: для марки, відповідно, 1,63% та 1,69%, для єни — 4,78% та 4,69%, франка — 1,62% та 1,54%, фунта — 3,62% та 3,85%, долара — 3,14% та 3,10%, синтетичного євро — 3,00% та 2,96%¹⁴², що відображає відмінності в характері пристосування до монетарної політики структури зовнішньої торгівлі. Так само за період 1973-2000 рр. в розрізі субперіодів рівень волатильності курсових співвідношень валют провідних країн також є достатньо стаціонарним. Разом з тим, волатильність реальних двосторонніх курсів щодо долара США є дещо нижчою, порівняно з волатильністю номінальних курсів, що є свідченням посилення гомогенності інфляційних орієнтирів монетарної політики, порівняно з масштабами коливань валютних курсів (див. табл. А.2. додатку А). Також це означає, що зв'язок між динамікою валютного курсу та грошової маси, який був щільним майже впродовж усіх 1970-х початку 1980-х рр., відображаючи адаптацію до постбретонвудських умов відновлення макрорівноваги, на довгострокових часових інтервалах суттєво послаблюється. Природно, що з розвитком процесів глобалізації у другій половині 1980-х рр. монетарна політика у розвинутих країнах почала щільно реагувати на проблему стабілізації інфляції, з огляду на посилення нейтральності монетарної політики, тоді як на тлі зазначених процесів обумовленість курсової динаміки монетарними факторами почала послаблюватись. З цього можна зробити висновок, що в умовах глобалізації в розвинутих країнах, де інфляція підтримується на низькому рівні, а органи грошової влади внаслідок інституціональних реформ отримали мандат на забезпечення цінової стабільності в рамках стратегії на підвищення їх незалежності, утверджується нова система зв'язків між динамікою валютних курсів та монетарними факторами. Вона визначається тим, що детермінантами курсоутворення в основному виступатимуть тенденції у реальному секторі, у сфері циклічних коливань з їх зв'язком з динамікою фінансових ринків, тенденції на самих фінансових ринках в

¹⁴² Exchange Rates in the Increasingly Interdependent World // IMF Occasional Papers. — 2001. — №193. — P. 5.

світлі наростаючої інтеграції та структурно-функціонального переплетення їх національних та міжнародних сегментів, а також сегментів, де відбуваються операції з різними інструментами тощо. Проте, як зазначають дослідники з МВФ, починаючи з 1979 р., для розвинутих країн в цілому властива ситуація, коли волатильність курсів їхніх валют “перестає слідувати жодному певному тренду”¹⁴³, що, в підсумку, породжує атрибутивний глобалізації ефект невизначеності.

Невизначеність, в даному випадку щодо валютно-курсової динаміки, як системний елемент глобалізації, зокрема, підтверджується дослідженнями того, наскільки така динаміка співвідноситься з припущеннями тої чи іншої макроекономічної теорії. Зазначимо, що попри очевидний зв'язок між динамікою валютних курсів провідних валют — американського долара, німецької марки та єни — та характером монетарної політики у США, ФРН та Японії, визначення характеру поведінки курсових співвідношень для операційних потреб і центральними банками, і фінансовими ринками виявляється неможливим. Наприклад, впродовж кінця 1970-х рр. девальвація долара щодо марки та єни зумовлювалась більш експансивною політикою у США та вищими темпами зростання у Німеччині та Японії, в яких достатньо консервативна монетарна політика забезпечувала цінову стабільність, на початку 1980-х рр. здороження долара щодо усіх валют світу детермінувалось переходом ФРС до жорсткого антиінфляційного курсу. Але саме у цей період американські економісти Р.Міз та К.Рогофф виявили, що динаміку валютних курсів аж ніяк не можливо з повною достовірністю пояснити, спираючись на макроекономічні структурні залежності, що будуються на основі монетаристських припущень про пов'язаність грошової пропозиції та поведінку валютного курсу¹⁴⁴.

Розвиток глобалізації, в першу чергу трансформація міжнародних фінансових ринків, суттєво модифікував уявлення про спроможність центральних банків, міжнародних інвесторів тощо ефективно передбачати поведінку валютних курсів. Наприклад, ревальвація долара впродовж 1990-х рр. та девальвація євро впродовж 2000-2002 рр. вже набагато меншою мірою зумовлювалась монетарними факторами, порівняно з попереднім прикладом, зокрема в світлі того, що монетарні політики стали менш чутливі до коливань ділового циклу, а більшою мірою визначались відмінною циклічною позицією у реальному секторі у даних країнах. Але безпосереднє операційне прогнозування поведінки валютних курсів все одно залишилося низькоякісним. Про їх динаміку можна говорити тільки як про тенденцію з невисоким рівнем апроксимації, тоді як операційне значення такої поведінки для розробки конкретних заходів з грошово-кредитного регулювання практично повністю мінімізується.

¹⁴³ Ibid.

¹⁴⁴ Meese R., Rogoff K. Empirical Exchange Rate Models of the Seventies: Do They Fit out of Sample? // Journal of International Economics. — 1983. — №14. — P. 3-24.

За рахунок цього формується ситуація, коли використання валютного курсу у розвинутих країнах як інструментальної змінної монетарної політики, застосування якої дало би точний макроекономічний результат, взагалі втрачає сенс. М.Обстфельд прямо зазначає: “З класичної роботи Міза та Рогоффа відомо, що стандартні фундаментальні фактори вкрай погано слугують цілі прогнозування валютних курсів, протилежне також є вірним. Валютні курси містять мало, або не містять зовсім, корисної інформації про майбутні фундаментальні фактори”¹⁴⁵. Так, на думку фахівців МВФ, про валютні курси провідних країн можна говорити виключно як про змінну, характеризувати яку можна тільки у середньостроковій перспективі та тільки в режимі *post priori* в світлі отриманих даних про циклічні зрушення в монетарній політиці принаймні у двох провідних країнах. При цьому, основне значення має тільки поведінка валют трьох провідних світових центрів економічної сили, але й вона наперед вміщуватиме суттєві викривлення та масштабні відхилення від рівноважних значень, оцінених відповідно до тих чи інших теоретичних припущень¹⁴⁶.

Така ситуація відбувається тому, що, плаваючій курс, коли теоретично його цільове використання або не можливе, або обмежене, втрачає свій чітко верифіковуваний зв’язок з фундаментальними макроекономічними змінними. Причому, це стосується як випадку формального, так і фактичного плавання. Циклічний аспект в прогнозуванні динаміки курсів, що розуміється як дивергенція поведінки центральних банків, обумовлена їх реакцією на коливання внутрішньої кон’юнктури, який згадується дослідниками МВФ, спрацьовує тільки для обмеженого кола випадків, наприклад тоді, коли мова йде про пару валют. Власне наведені вище приклади демонструють таку ситуацію. Розширення спектру валют, що застосовуються для аналізу, та додавання поведінки курсів валют країн з ринками, що виникають, робить будь-які припущення щодо валютно-курсової динаміки тільки приблизними. Наприклад, дослідження Р.Флуда та А.Роуза констатує, що не існує лінійного зв’язку не тільки між поведінкою валютного курсу та монетарними явищами, але й взагалі між такою поведінкою та будь-якими фундаментальними процесами¹⁴⁷.

Відповідно до розвитку міжнародних фінансових ринків та зростаючої мобільності капіталів постало питання про характер режиму валютних курсів, який би забезпечив реалізацію макроекономічних пріоритетів на тлі уможливлення використовувати вигоди від глобалізації та був би адекватний волатильності міжнародних капітальних потоків. Так, якщо після краху Бреттон-вудської системи питання вибору валютно-урсового режиму для розвинутих країн в цілому не дискутується (в даному випадку ми абстрагуємося від проблем європейської валютної інтеграції, про що

¹⁴⁵ Цит. за: Моисеев С. Макроанализ валютного курса: от Касселя до Обстфельда и Рогоффа // Вопросы экономики. — 2004. — №1. — С. 49.

¹⁴⁶ Exchange Rates in the Increasingly Interdependent World // IMF Occasional Papers. — 2001. — №193. — P. 5.

¹⁴⁷ Flood R., Rose A. Fixing Exchange Rates: A Virtual Quest for Fundamentals // Journal of Monetary Economics. — 1995. — Vol. 36. — P. 3-37.

буде сказано у нижче), то розшарування країн третього світу за рівнем розвитку та, зрештою, за ступенем інтеграції з міжнародними ринками істотно змінює ракурс дослідження. Така ситуація обумовлено тим, що в міру розвитку багато країн, що розвиваються, почали відходити від режимів жорсткої фіксації валютних курсів, використовуючи різного роду системи повзучої прив'язки чи валютних коридорів. Така ситуація обумовлюється тим, що когерентно із розвитком внутрішнього ринку та фінансово-банківського сектору орієнтація на забезпечення внутрішньої рівноваги посилюється. Але при цьому, більш гнучкі режими валютних курсів повинні дозволити одразу, по-перше, скористатись, вигодами низької волатильності курсів для реалізації структурних та антиінфляційних пріоритетів та, по-друге, реагувати на зовнішні шоки. Зрозуміло, що в силу того, що такі країни часто є більш відкритими, ніж розвинуті країни, структура їхнього споживання і зовнішньої торгівлі особливо чутлива до зміни світової кон'юнктури, зовнішні боргові зобов'язання значні і деноміновані у провідних валютах, залежність їхнього платіжного балансу від валютного курсу є значною.

Разом з тим, саме з розвитком глобалізації проміжні валютно-курсові режими виявилися найбільш вразливим. Так, ще у 1986 р. А.Свобода висунув так звану гіпотезу “спорожнення середини” спектру валютно-курсових режимів¹⁴⁸. Її зміст полягає у тому, що мірою підвищення мобільності капіталів у світі життєздатними будуть тільки або плаваючі курси, або фіксовані. Перші, — в силу того, що досягнення внутрішніх монетарних цілей не буде обмежене потребами підтримання бажаного валютного курсу в умовах, коли зростаюча волатильність потоків капіталу постійно позначатиметься на його коливаннях. І, навпаки, систематична реакція центральних банків на коливання валютних курсів, в умовах, коли такі коливання відхиляються від дії фундаментальних макроекономічних факторів, призводитиме до невизначеності щодо внутрішніх процентних ставок та динаміки грошової бази і грошової маси. Другі, — тому, що, забезпечуючи ефект дисципліни для національних органів грошової влади, унеможливлуватимуть створення монетарних передумов для спекулятивних атак проти національних валют. Проміжні ж режими завжди будуть внутрішньо конфліктними саме в умовах високої мобільності капіталів.

Алгоритм такої конфліктності простий. Наприклад, внаслідок циклічної реакції фіскальної системи на економічний спад, підвищення короткострокових процентних ставок призводитиме до припливу капіталів, на який центральний банк реагує розширенням зовнішніх активів та збільшенням грошової пропозиції. Пожвавлення інфляції ревальвує національну грошову одиницю у реальному вимірі, через що пос-

¹⁴⁸ Swoboda A. Credibility and Viability in International Monetary Arrangements // Finance and Development. — 1986. — Vol. 23. — P. 15-18.

тає проблема погіршення платіжного балансу. Очікуючи девальвації, капітали покинуть таку валюту, ще більше розхитуючи макроекономічну стабільність.

Зокрема, важливою тенденцією у сфері валютно-курсів є не просто “спорожнення середини”, а збільшення кількості країн, що оголосили про перехід до плаваючих валютних курсів. Так, якщо ще у 1989 р. кількість країн, що підтримували фіксовані валютні курси, складала 70% від кількості країн-членів МВФ, у 1995 р. — 45%, то у 2004 р. — 37%. При цьому, якщо впродовж 1990-х рр. з 91 центрального банку валютний курс був прямою ціллю монетарної політики в середньому у 29-32% випадків, то питома вага вибору альтернативних цілей постійно зростала, в першу чергу, за рахунок переходу до таргетування інфляції, яке передбачає вільне плавання валютного курсу.

Однак, тенденції у сфері вибору валютно-курсів та поведінки центральних банків щодо валютного курсу не виглядають такими однозначними. Можна констатувати наявність кількох різнорівневих суперечливих процесів.

По-перше, волатильність валютних курсів, процентних ставок та валютних резервів суттєво відрізняється в розрізі розвинутих країн та країн, що розвиваються (див. табл. А.3. додатку А). Так, волатильність процентних ставок та валютних курсів повинна знаходитись в оберненій залежності, відображаючи орієнтацію центрального банку чи то на внутрішню, чи то на зовнішню рівновагу. Чим більшою мірою центральний банк орієнтується на внутрішню рівновагу, тим більшою мірою його процентні ставки визначаються інфляцією та динамікою ВВП-розриву, тоді як на коливання валютного курсу вони не реагують. І, навпаки, чим більшою мірою центральний банк забезпечує стабільність валютного курсу, тим більшою мірою коливаються його процентні ставки, адже вони пристосовуються до переливів капіталу, інфляційного тиску на курсове співвідношення тощо. Зокрема, для США, Японії та Німеччини волатильність процентних ставок є мінімальною. Дещо вищою вона є в таких країнах як Велика Британія, Канада, Австралія, Нова Зеландія. Але при цьому, волатильність валютних курсів в даних країнах та в країнах, що розвиваються, є або співмірною, або навіть вищою. Це саме стосується і валютних резервів. Коливання їхнього обсягу є незначним в перших трьох згаданих країнах, трохи вища в других, а в країнах, що розвиваються, їх волатильність є значною. Така ситуація обумовлюється тим, що намагання стабілізувати коливання валютного курсу супроводжуються не тільки зміною процентних ставок, але й зміною обсягів зовнішніх активів, оскільки вони знижуються за девальваційних тенденцій, та збільшуються за ревальваційних.

В розрізі розвинутих країн та країн, що розвиваються, відмінним є макроекономічний статус валютних резервів та їх значення в національній макроекономічній системі. Так, в перших простежується ситуація, коли обсяги валютних резервів, ви-

ражені в місяцях імпорту, в процентах ВВП та в процентах до широких грошей є мінімальними, порівняно з другими (див. табл. А.3. додатку А). Виключення становить Японія за показником покриття місяців імпорту. Окрім цього, простежується ситуація, коли валютні резерви центральних банків розвинутих країн є дуже незначними порівняно з масштабами національного фінансово-банківського сектору. Характерно, що обсяги валютних резервів у країнах, що розвиваються, набагато більше співмірні з масштабами їхніх банківського та фінансового сектора. Тобто, значення зовнішніх активів центральних банків у розвинутих країнах є набагато нижчим. Це стосується як їхнього співвідношення з показниками, що характеризують зовнішню стабільність, так і їхнього співвідношення до масштабів сфери фінансового посередництва (див. табл. А.4. додатку А). Основною причиною даного явища є те, що центральні банки розвинутих країн набагато менше реагують на коливання валютного курсу, через що функціональний вимір їхніх зовнішніх активів відображає їх низьке значення в процесі здійснення монетарної політики. Отже, домінування орієнтації на внутрішню рівновагу так чи інакше результує у зниженні ролі валютних резервів в макроекономічній системі країни, а це, у свою чергу, позначається на їхніх відносних незначних обсягах. І навпаки, країни, що розвиваються, більшою мірою реагують на коливання валютних курсів, тобто на зовнішню рівновагу, внаслідок чого функціональна роль їхніх валютних резервів є істотною, а обсяги відносно значними.

Проте, як показано на рис. А.1.- А.2. додатку А, спостерігається прямий зв'язок між індикаторами відкритості економіки та часткою зовнішніх активів у балансі центральних банків найбільш розвинутих країн. При цьому, якщо відкритість за показниками валових потоків приватного капіталу не відображає чіткого лінійного зв'язку з питомою вагою резервів в загальних активах органів грошової влади, хоча простежується її прямий характер, то відкритість за показниками частки зовнішньої торгівлі у ВВП перебуває у чіткій прямій залежності (хоча вона не набуває статистично значимого рівня: $R^2 = 0,20$) з такою часткою. З одного боку, це свідчить про те, що реакції монетарної політики на мобільність капіталів є набагато нижчими, ніж на ситуацію у зовнішньому секторі економіки країни, а з іншого, — сама можливість реагувати на переливи міжнародного капіталу є системно небезпечною для політики, зорієнтованої на внутрішню рівновагу. Також це може означати те, що внутрішня грошова пропозиція частково покриває грошовий попит, що має місце в експортному секторі, через масштаби діяльності якого і формується зв'язок між резервами.

Тим не менше, певна суперечливість між вище проаналізованою ситуацією щодо зв'язку між часткою резервів в активах центральних банків та відкритістю та відносними обсягами зовнішніх активів залишається. Так, наявність певного зв'язку

між рівнем відкритості та обсягами резервів в активах центральних банків може відображати певну інерційність процесів нагромадження таких резервів. Тобто, розвиток багатьох розвинутих країн, які можна ідентифікувати як малі відкриті економіки, історично був пов'язаний із значною часткою експорту і імпорту у їх ВВП. За рахунок цього, у минулі періоди джерелом формування грошової пропозиції виступили експортні надходження (що, наприклад, особливо характерно для Японії та Норвегії), а сам факт відкритості вимагав більш симетричних реакцій на коливання валютного курсу. Власне кажучи, це є додатковим аргументом для пояснення того, що зв'язок між часткою резервів в активах балансів та відкритістю за показниками торгівлі є щільнішим, порівняно з показниками відкритості за потоками капіталу. Але, в умовах, коли курсові флуктуації не відігравали би жодної ролі в реакціях монетарних органів, то і зв'язку між відкритістю та величиною резервів в активах не мало би спостерігатись. З цього можна зробити висновок, що масштаб інтеграції країни з глобальними ринками позначається на тому, що центральні банки завжди будуть схильні підтримувати зовнішні активи у кореспонденції з рівнем відкритості не стільки з функціональної точки зору (згладжування курсових коливань чи використання курсу як якоря), скільки зі страхової, щоб у випадку негативного впливу поведінки валютного курсу на внутрішню цінову динаміку відреагувати шляхом його коректування відповідно до нових рівноважних умов в середині країни. При цьому, важливо відмітити, що низька щільність зв'язку між відкритістю за показниками потоків та часткою резервів в активах означає — мобільність капіталів робить формування валютних курсів відірваним від довгострокових рівноважних траєкторій, через що систематична реакція та курсові коливання, спричинені волатильними потоками капіталів, буде наперед помилковою.

По-друге, суперечливими є тенденції у сфері зв'язку між валютними курсами та системами таргетування. Так, для країн, що розвиваються, зберігається достатньо суперечливий зв'язок між динамікою грошової маси і інфляції та динамікою останньої й валютних курсів. Згідно досліджень К.Рейнхарт, К.Рогоффа та М.Савастано впродовж 1980-2001 рр. для 89 країн, що розвиваються, інфляція визначається поведінкою грошових агрегатів та валютних курсів одночасно. Причому, чим вищою є доларизація економіки, тим такий зв'язок є щільнішим, а нестабільність поведінки і грошових агрегатів (M1 та M2), і валютних курсів також кореспондує з рівнем доларизації¹⁴⁹. З цього можна зробити висновок, що для багатьох країн з високим рівнем доларизації постає проблема необхідності таргетування одразу двох величин — валютного курсу та грошової маси, що можливо хіба що у короткостроковому періоді та у випадку, коли економіка є достатньо закрита, а зв'язки з міжнародними фінан-

¹⁴⁹ Reinhart C., Rogoff K., Savastano M. Addicted to Dollars // NBER Working Paper. — 2003. — №10015. — P. 26, P. 39, P. 62.

совими ринками слабкі. З одного боку, запровадження таргетування грошової маси, згідно монетаристської логіки, є найпростішим способом вирішення проблеми приборкання інфляції, внаслідок чого і зв'язок між інфляцією та валютним курсом би знизився. З іншого боку, чим більшою мірою знижуватиметься інфляція, тим слабшатице її зв'язок з рухом грошових агрегатів, що однак не гарантує ефективного розв'язання проблеми доларизації і обумовленості інфляції валютно-курсовим, а не монетарним (надмірна емісія, сеньйораж) фактором, за умов, що вплив монетарного фактора на валютний курс також слабшатице. Більше того, вихід на однозначні рівні інфляції у багатьох найбільш розвинутих країнах третього світу супроводжується відходом від монетаристських стратегій в побудові системи таргетування з відповідними змінами ролі валютного курсу у ній.

Перехід до таргетування інфляції як закономірність трансформації центральних банків в умовах глобалізації (що впливає з: проблеми звуження горизонту планування політики в наслідок невизначеності; послаблення зв'язку між грошовими агрегатами та інфляцією внаслідок фінансової дерегуляції та стабілізації інфляції; підвищення мобільності капіталів тощо) та підвищення значення параметру реакцій на інфляцію у їхній поведінковій функції, що, зокрема, забезпечуються відповідними інституціональними параметрами (перехід на політику цінової стабільності і законодавче закріплення цього), модифікує значення валютного курсу в системі макроекономічного вибору. Це впливає з того, що, теоретично, реакція на валютний курс через зміну процентних ставок повинна відбуватись тільки тоді, коли девальвація чи ревальвація безпосередньо впливають на зміну прогнозної інфляції. Звідси можна допустити виникнення проблеми потенційного замкненого кола. Чим більш жорсткою стає реакція центральних банків на інфляцію, тим більш жорсткою вона повинна ставати на коливання валютного курсу з міркувань забезпечення стабільності цін.

Проте, з огляду на аналіз закономірностей функціонування сучасних центральних банків, з одного боку, ситуація абсолютно не є такою фатальною, хоча б з міркувань того, що перехід до таргетування інфляції стає прикметною ознакою функціонування монетарних органів в умовах глобалізації. Зауважимо, що певний час високий рівень відкритості (торгівельної) сприймався як антагоністична передумова щодо переходу до цього режиму монетарної політики, оскільки вища відкритість передбачає більш істоту реакцію на валютний курс. На думку С.Герлака, впродовж 1990-х рр. до таргетування інфляції переходили виключно країни з достатньо низьким рівнем відкритості, що обумовлено низьким значенням валютного курсу при здійсненні монетарної політики¹⁵⁰. Причому, навіть такі відкриті економіки як Швеція, Норвегія та Ісландія з часткою зовнішньої торгівлі у ВВП понад 50% не зарахо-

¹⁵⁰ Gerlach S. Who Targets Inflation Explicitly ? // European Economic Review. — 1999. — Vol. 43. — issue 7. P 1257-1277.

увались до країн з високим рівнем відкритості. Однак, перехід до таргетування інфляції багатьох країн третього світу зі значно вищим рівнем відкритості демонструє помилковість висновків Герлака, тим більше ще впродовж 1990-х рр. рівень відкритості розвинутих країн суттєво зріс, відображаючи розвиток глобалізаційних процесів. З іншого боку, дана ситуація виглядає набагато складніше.

Так, фахівці Банку міжнародних розрахунків К.Хо та Р.МакКулей стверджують, що протиставлення політики плаваючого валютного курсу таргетуванню інфляції не є повністю коректним. Зокрема, з цього випливає, що волатильність валютного курсу далеко не завжди є системною ознакою встановлення експліцитних інфляційних цілей, а це, відповідно, не виключає того, що здійснення таргетування інфляції може передбачати реакцію на валютний курс¹⁵¹. Проте, з постановки питання у такий спосіб впливає кілька альтернативних варіантів відповідей.

Один варіант стосується проблеми зв'язку між таргетуванням інфляції і валютно-курсовою ситуацією в країнах, що його здійснюють. Тобто, в даному випадку, характер відповіді на поставлене питання спирається на загально теоретичну апологетику переваг такого режиму монетарної політики або, у більш широкому контексті, на апологетику щодо інституціональних важелів формування здорової монетарної політики. Формування довіри до монетарної політики за рахунок підвищення її транспарентності та орієнтації на цінову стабільність теоретично має позначатись не тільки на стабілізації варіації ВВП чи безробіття, але й на зниженні коливань валютних курсів. Така ситуація формується за рахунок того, що ринкам *ex ante* буде відомий рівень інфляції, який так само *ex ante* закладається в очікування щодо монетарної складової впливу на курсову динаміку та, що більш важливо, щодо реакції центрального банку на ті чи інші шоки. З огляду на те, що в умовах сформованої довіри та високої транспарентності інфляційні очікування *ex ante* не повинні суттєво відрізнятись від ситуації *ex post*, то і відхилення валютного курсу *ex post* мають бути незначними. В цілому це створює ситуацію, коли таргетування інфляції стає реальним засобом покращення ситуації довкола проблеми волатильності валютних курсів.

Стосовно більш широкого контексту, то таргетування інфляції розглядається як один з можливих (інституціональних та макроекономічних) варіантів розв'язання проблеми зв'язку між динамікою інфляції і валютних курсів, що особливо важливо для країн, що розвиваються. Підвищення незалежності центральних банків та її відповідне інституціональне оформлення є безсумнівним внеском у розв'язання проблеми монетарних детермінант валютно-курсової дестабілізації. Ще більш важливим є зворотній зв'язок між інфляцією та валютним курсом. В умовах, коли чим

¹⁵¹ Ho K., McCauley R. Living With Flexible exchange Rates: Issues and Recent Experience in Inflation Targeting Emerging Market Economies // BIS Working Papers. — 2003. — №130. — P. 3.

більш розвинутою стає країна і чим більшою мірою ємним стає її внутрішній ринок, тим меншою мірою валютний курс може використовуватись як номінальний якор. Якщо для розвинутих країн ця проблема не актуальна, то для країн, що розвиваються, альтернатива номінальному якорю у вигляді валютного курсу є вкрай важлива. Зрозуміло, що такою альтернативою є незалежність центрального банку та її відповідне інституціональне оформлення. Наприклад, дослідники МВФ констатують: “В зв’язку з тим, що в умовах руху до таких валютних режимів, які зорієнтовані на плавання, валютний курс не може виконувати роль номінального якоря, звідки постає питання, як сформувати довіру до альтернативного номінального якоря. Інституціональний устрій є важливий у цьому відношенні. Напевне, незалежність центрального банку є важливим засобом позбавлення страхів, що відсутність валютно-курсового якоря не зможе знищити демона друкування грошей”¹⁵². Відповідно, таргетування інфляції, яке в такому контексті розглядається як одна з функціональних форм інституціонального забезпечення довіри до монетарної політики, через що, в підсумку, не підмінює проблеми незалежності органів грошової влади, є безпосереднім механізмом послаблення проблеми валютно-курсової нестабільності через позитивний вплив на очікування, обмеження дискреційності за одночасного збереження гнучкості через прив’язку до експліцитного інфляційного якоря.

Фахівці Інституту міжнародної економіки (Вашингтон) К.Каттнер та А.Позен більш категоричні. Вони стверджують, що так звана біполярна методологія оцінки ефективності монетарних режимів (наприклад, коли досліджується вплив незалежності монетарних органів на інфляцію, чи коли рівень інфляції розглядається у зв’язку з динамікою валютних курсів, чи коли фіксація валютних курсів забезпечує стабілізацію інфляції тощо) є достатньо неефективною. На їхню думку, оцінка монетарних процесів повинна відбуватись у тривимірному режимі, який поєднує систему режиму курсоутворення (як правило, плаваючий курс), автономію центральних банків та таргетування інфляції. Саме така триєдина сукупність детермінант макроекономічної ситуації дозволяє забезпечити не тільки покращення зв’язку між варіацією інфляції та ВВП, але й зниження волатильності валютних курсів. Причому, впродовж трьох останніх десятиліть спостерігалась тенденція, згідно якої навіть попри оголошені та виконуванні цілі щодо валютного курсу, цілі щодо динаміки внутрішніх монетарних змінних також в цілому досягались, що, само по собі, попри свою логічність є внутрішньо суперечливим з макроекономічної точки зору та, з рештою таким, що провокує валютні кризи. Але саме незалежність центрального банку в сукупності з таргетуванням інфляції дозволяє суттєво знизити волатильність валютно-

¹⁵² Exchange Rates in the Increasingly Interdependent World // IMF Occasional Papers. — 2001. — №193. — P. 28.

го курсу при збереженні позитивних наслідків для інфляції, які асоціюються з фіксованими курсами¹⁵³.

Альтернативний варіант демонструє, що, незважаючи на теоретичні та емпіричні позитивні наслідки експліцитної та інституціонально закріпленої орієнтації центральних банків на забезпечення цінової стабільності, це не виключає їхньої реакції на динаміку валютних курсів. Підвищення незалежності монетарних органів та, більше того, офіційний перехід до таргетування інфляції зберігають значимість фактору коливання валютних курсів в процесі встановлення процентних ставок. Так, спираючись на методологію побудови так званої функції реакцій центрального банку для відкритої економіки¹⁵⁴, М.Могентрі та М.Клау виявили, що в країнах з ринками, що виникають, валютний курс є суттєвою детермінантою встановлення процентних ставок органами грошової влади¹⁵⁵. З їхнього дослідження можна зробити висновок, що, попри конвергенційні тенденції у сфері інституціонального забезпечення монетарної політики та практику інфляційного таргетування, не існує яскраво виражених спільних рис в реакціях центральних банків країн Азії, Латинської Америки, Південної Африки та Центральної Європи на інфляцію, ВВП та валютний курс (див. табл. 2.4.).

Таблиця 2.4.

Еластичність реакції процентної ставки на динаміку інфляції, ВВП та валютного курсу в окремих країнах з ринками, що виникають

	Інфляція		ВВП		Валютний курс	
	КР	ДР	КР	ДР	КР	ДР
Індія	0,13	0,43	0,13	0,43	-0,18	-0,60
Корея	0,66	1,53	0,29	0,67	-0,29	-0,67
Філіппіни	0,51	0,71	0,35	0,49	-0,09	-0,13
Тайвань	0,23	1,35	0,13	0,76	-0,03	-0,18
Таїланд	0,56	1,33	0,37	0,88	-0,31	-0,74
Бразилія	0,08	0,29	0,98	3,50	-0,10	-0,36
Чілі	0,97	1,43	0,32	0,47	0,00	0,00
Мексика	0,55	1,10	0,74	1,48	-0,79	-1,58
Перу	0,19	1,36	0,15	1,07	-0,38	-2,71
Чехія	0,12	0,75	0,32	2,00	0,03	0,19
Угорщина	0,20	0,80	0,35	1,40	-0,15	-0,60
Польща	0,17	0,68	0,66	2,64	-0,05	-0,20
ПАР	0,08	4,00	0,04	2,00	-0,12	-6,00

Примітка: 1. КР — короткострокова реакція; ДР — довгострокова реакція.

2. “-“ — означає підвищення процентної ставки внаслідок девальвації.

Джерело: Mohantray M., Klau M. Monetary Policy Rules in Emerging Markets Economies: Issues and Evidence // BIS Working Papers. — 2003. — №149. — Р. 11.

¹⁵³ Kuttner K., Posen A. Beyond Bipolar: A Three-dimensional Assessment of Monetary Frameworks // Institute for International Economics Working Paper. — 2001. — №7. — Р. 1-29.

¹⁵⁴ Модифікована функція Тейлора, в якій до параметрів інфляції та ВВП-розриву додається валютний курс, внаслідок чого така функція і дістала назву функції реакцій для відкритої економіки, оскільки наперед визначається значимість цього параметра для таких економік.

¹⁵⁵ Mohantray M., Klau M. Monetary Policy Rules in Emerging Markets Economies: Issues and Evidence // BIS Working Papers. — 2003. — №149. — Р. 1-33.

Як видно з табл. 2.4., майже усі центральні банки наведених країн приблизно однаково (суттєво) реагують на інфляцію, тоді як реакція на ВВП є найменшою в Азії. Що стосується реакцій на валютний курс, то в розрізі груп країн не існує чіткої закономірності, однак в цілому можна зробити висновок: попри велике значення, яке відводиться монетарними органами реакції на інфляцію, поведінка валютних курсів суттєво обумовлює динаміку процентних ставок. Тобто, останні встановлюються, враховуючи курсові коливання. Проте, як видно з табл. 2.4., реакція на довгострокові коливання валютного курсу є набагато сильнішою, ніж на короткострокові, що можна вважати наслідком неспроможності згладжувати поточні флуктуації курсових співвідношень в умовах зростаючої мобільності капіталів та орієнтації монетарної політики на внутрішню рівновагу. Про те, що в країнах з ринками, що виникають, має місце орієнтація центральних банків саме на внутрішню рівновагу свідчать дані по кореляції між процентними ставками та інфляцією, ВВП-розривом та валютним курсом (за 1995-2002 рр.). Для останнього показника такий рівень кореляції буде найменший, хоча він майже дорівнює кореляції між ставками та ВВП-розривом¹⁵⁶.

З огляду на вищесказане, постає питання, чому центральним банкам, що здійснюють політику забезпечення стабільності цін та оголосили про плаваючі курси, залишається атрибутивним збереження істотних реакцій на валютний курс, особливо центральним банкам країн з ринками, що виникають. Основна причина, чому реакція на курсову динаміку в умовах орієнтації політики на підтримання цінової стабільності зберігається, впливає з проблеми зв'язку між поведінкою валютних курсів та інфляцією, що описується так званим передавальним ефектом (*pass-through effect*). Табл. 2.5. демонструє кількісну оцінку даного ефекту різними дослідниками на прикладі відмінних груп країн.

Таблиця 2.5.

Еластичність реакції інфляції та зміну валютного курсу

	Еластичність реакції інфляції на зміну валютного курсу згідно:			
	Чодхрі та Хакури, 1979-2000 рр.	Хаузманна, 1990- 1999 рр.	Кампи та Голдберг, 1980-2000 рр.	Міхайлека та Клау, 1980-2001 рр.
	1 рік	1 рік	1 рік	3 квартали
Бразилія	0,39	-	-	0,84
Чилі	0,35	-	-	0,07
Мексика	0,27	0,93	-	0,07
Індонезія	0,41	0,92	-	-
Корея	0,10	0,59	-	0,13
Філіппіни	0,33	1,16	-	0,17
Таїланд	0,12	0,19	-	0,28
Чехія	0,16	1,17	0,61	0,06

¹⁵⁶ Ibid. — Р. 22.

Угорщина	0,48	-	0,85	0,54
Польща	0,08	0,80	0,99	0,45
Ізраїль	0,28	0,55	-	-
ПАР	0,13	0,47	-	0,14
Австралія	0,10	0,48	0,69	-
Канада	0,11	0,19	0,68	-
Нова Зеландія	0,27	-	-	-
Швеція	0,03	0,22	0,59	-
Швейцарія	0,07	0,02	0,94	-
Велика Британія	0,02	0,06	0,47	-
США	0,02	0,34	0,41	-
Японія	-	0,09	1,26	-
Зона євро	0,13	0,07	0,79	-
Країни з ринками, що виникають	0,26	0,75	0,82	0,35
Розвинуті країни без G-3	0,12	0,19	0,67	-
Країни G-3	0,07	0,17	0,82	-

Джерело: Но К., McCauley R. Living With Flexible exchange Rates: Issues and Recent Experience in Inflation Targeting Emerging Market Economies // BIS Working Papers. — 2003. — №130. — P. 38.

Як видно з даних табл. 2.5., незважаючи на значну різницю в кількісній оцінці даного передавального ефекту, репрезентовану у наведених дослідженнях, зберігається закономірність: у розвинутих країнах вплив змін валютного курсу на інфляцію є менш вираженим, ніж у решти країн. Що стосується пояснення цього, то в загальному існує чотири фактори, які дозволяють виявити різницю в щільнішій залежності між валютним курсом і інфляцією у таких країнах, і які відображають структурний характер відмінностей між ними та розвинутими країнами в світлі того, як такий характер впливає на монетарну політику. Такими факторами є: торгівельна відкритість (у країн, що розвиваються та країн з ринками, що виникають, вона вища, отже частка споживання товарів, що є предметом міжнародної торгівлі, у перших буде вищою, а, отже, значимість впливу змін валютного курсу повинна бути істотною); доларизація (відповідно, у першій групі країн вона є вищою з огляду на використання провідних валют в якості засобу нагромадження та платежу, з огляду на інфляційні та девальваційні очікування, внаслідок чого девальвація завжди повинна викликати інфляційні процеси); рівень інфляції, або нагромаджена інфляція (так само, у першій групі країн, вона буде вищою, відображаючи тривалий досвід боротьби з високими рівнями інфляції, низьким інституціональним захистом центральних банків, фіскальним домінуванням тощо, через що чим більшою є недовіра до національних грошей, тим більшою мірою зміна валютного курсу буде позначатись на поведінці цін); рівень доходу (у першій групі він буде нижчим з причин відставання в розвитку, отже матиме місце відмінна структура споживання товарів, що є предметами міжнародної торгівлі). Дослідження згадуваних Хо та МакКулей відображають, що між

кількісним виміром даних чотирьох факторів і еластичністю реакції інфляції на зміну валютного курсу завжди простежується певний зв'язок (див. табл. 2.6.).

Таблиця 2.6.

Еластичність реакції інфляції на валютний курс та її детермінанти

	Відкритість	Інфляція	Доларизація	Рівень до- ходу	Інфляція (ln)
Коефіцієнт еластичності	0,001	0,001	0,000	-0,012	0,075
R ²	0,037	0,146	0,001	0,385	0,318

Примітка: 1. Отримано на прикладі 19 країн (табл. 2.5.).

2. Зв'язок між інфляцією і валютним курсом (колонка 2 табл. 2.5.); відкритість — середній рівень експорту та імпорту до ВВП; доларизація — співвідношення депозитів резидентів, що тримаються в середині країни та закордоном у іноземній валюті, до М2; інфляції — середні зміни споживчих цін за 1980-2001 рр.; рівень доходу — доход на душу населення в тис. дол. США за ПКС.

Джерело: Ibid. — Р. 40.

З даних табл. 2.6. видно, що три перших наведених фактори знаходяться в прямому зв'язку з кількісним виміром ефекту передавання, і тільки останній фактор — рівень доходу — у зворотному. При цьому, саме він обумовлює найістотніший зв'язок між динамікою валютних курсів і інфляцією. Звідси випливає: попри теоретичну вірогідність, відкритість не є домінуючою детермінантою впливу курсових коливань на внутрішню інфляцію, незважаючи на те, що вона відображає значну роль товарів, що є предметом міжнародної торгівлі, в національній структурі економіки. Але, водночас, вона може не відображати характеру того, як ціни на такі товари формують структуру індексу споживчих цін. Незначний вплив на передавальний ефект має рівень доларизації, тоді як вплив інфляції є суттєвим, що, однак, дещо суперечить одне одному, оскільки, теоретично, дані явища знаходяться в оберненому зв'язку. Проте, це може бути наслідком інституціональних обмежень на прогресування доларизації. Так само значимість інфляції для передавального ефекту є опосередкованим підтвердженням тези, що інфляційне таргетування може покращити ситуацію щодо зв'язку між цінами та курсовими коливаннями.

Найбільш важливою детермінантою впливу на кількісний вимір передавального ефекту є рівень доходу. Тобто, чим вищим є доходи на душу населення в країні, тим слабшає вплив валютного курсу на внутрішні ціни. Пояснення цього впливає із Закону Енгеля та його розширеного тлумачення (включаючи сектор послуг). Так, у країнах з низькими доходами (інколи середніми доходами) частка споживання продовольчих товарів у загальній структурі кінцевого споживання є домінуючою. При цьому, навіть на тлі незначної відкритості частка товарів міжнародної торгівлі у кінцевому (продовольчі товари та промислові товари) та виробничому споживанні може бути значною, внаслідок чого зміна валютного курсу істотно позначається на ціновій ситуації. Що ж стосується розвинутих країн, то в них структура споживання

містить значну питому вагу послуг, які, в більшості своїй, не є предметами міжнародної торгівлі, отже ціни на них визначаються ситуацією на внутрішніх ринках праці, за рахунок чого й вплив валютного курсу на інфляцію є мінімальним. В підсумку це і обумовлює відмінну мотивацію розробників монетарної політики щодо характеру реакцій на валютний курс в розрізі країн з різним рівнем доходу.

Тим не менше, важливість фактору різниці в рівнях доходу для пояснення щільності зв'язку між динамікою валютного курсу та інфляцією зберігається тільки в умовах, коли вибірка формується за рахунок і розвинутих країн, і країн, що розвиваються. В межах вибірки, сформованої з перших, і вибірки, сформованої з других (попри широку варіативність показників ВВП на душу населення в них), такої чіткої закономірності не простежується. Тобто, якщо для перших це обумовлюється низьким кількісним виразом передавального ефекту, то для других — однаково істотним кількісним виразом, незалежно від рівня розвитку. Звідси випливає — якщо розвинуті країни менш чутливі до коливання валютних курсів з міркувань контролю за інфляцією, то країни, що розвиваються, незалежно від рівня ВВП на душу населення будуть намагатись запобігати курсовим коливанням.

Аналогічно, зміна вибірки відображає також суттєву відмінність між рівнем доларизації та впливом коливань валютного курсу на інфляцію. Вище наведений аналіз приймав до уваги найбільші індустріально розвинуті країни. Дослідження К.Рейнхарт, К.Рогоффа та М.Савастано демонструє іншу картину. На прикладі 89 країн, що розвиваються, та перехідних економік за період 1996-2001 рр. виявлена пряма залежність між рівнем доларизації та еластичністю реакції інфляції на зміни валютного курсу. У країнах з дуже високим рівнем доларизації (індекс доларизації, запропонований даними авторами, від 14 до 25) коефіцієнт еластичності складає 0,67, у країнах з високим рівнем доларизації (індекс складає від 9 до 13), відповідно, 0,47, у країнах з середнім рівнем доларизації (індекс складає від 4 до 8) — 0,50, у країнах з низьким рівнем доларизації (індекс від 0 до 3) — 0,22. Причому, більш високе значення еластичності реакції інфляції на динаміку валютного курсу кореспондує з більш високим рівнем доларизації зобов'язань¹⁵⁷. З цього можна зробити висновки, що рівень доларизації залишається суттєвим фактором намагань обмежувати коливання валютного курсу з міркувань контролю за інфляцією у країнах, що розвиваються.

В рамках, альтернативного, мікроекономічного аналізу передавального ефекту констатується, що в системі глобального менеджменту корпорацій дедалі більшого значення набуває стратегія встановлення цін у місцевій валюті, внаслідок чого зв'язок між інфляцією та валютним курсом має поступово послаблюватись. Однак, глобальні корпорації будуть змушені вдаватись до таких стратегій, приймаючи ва-

¹⁵⁷ Reinhart C., Rogoff K., Savastano M. Addicted to Dollars // NBER Working Paper. — 2003. — №10015. — P. 39.

лютний ризик на себе, тільки в умовах високо конкурентних ринків. Зрозуміло, що чим більш розвинутою буде країна, тим жорсткішою буде конкуренція на її ринку, внаслідок чого позитивні наслідки для проблеми “валютний курс-інфляція” з мікро-економічної точки зору будуть більш релевантні розвинутим країнам, порівняно з тими, що розвиваються.

З табл. 2.6. також видно, що інфляційна історія країни, виміряна через логарифмічний вираз інфляції, є суттєвою детермінантою щільності зв'язку між змінами валютного курсу та цін. Зокрема, тривалий досвід гіперінфляції у Латинській Америці та відносно стабільна інфляція в Азії є передумовами того, чому латиноамериканські країни набагато щільніше реагують на коливання валютних курсів з міркувань забезпечення макроекономічної стабільності. В цьому розумінні, рівень доларизації сам по собі не відображає щільного зв'язку з кількісним виміром передавального ефекту (див. табл. 2.6.), оскільки доларизацію можна розглядати як похідну від інфляційної історії, нерівнозначність якої в розрізі розвинутих країн і країн, що розвиваються, є передумовою для низького статистичного значення вищезгаданого зв'язку на даному прикладі (що включає розвинуті країни) і емпіричним фактом у випадку країн третього світу. Наприклад, П.Гоноген та А.Ші констатують, що існує щільний зв'язок між рівнем доларизації банківських пасивів та ступенем еластичності реакцій інфляції на зміни валютного курсу в країнах з ринками, що виникають¹⁵⁸, що підтверджує висновки Рейнхарт, Рогоффа та Савастано. Значення інфляційної історії країни та довіри до її монетарної влади в світлі проблеми доларизації фінансових трансакцій буде результувати у ситуації, коли послаблення зв'язку між змінами валютного курсу і інфляцією буде синхронізуватись із зниженням самої інфляції.

По-третє, розвиток зовнішнього сектора економіки багатьох країн в сучасних умовах також відображає істотні багатопланові зрушення, які, так чи інакше, формують вплив на вибір валютно-курсової політики.

Важливою реакцією у зовнішньому секторі на перехід до політики стабілізації цін є формування макроекономічних передумов для підвищення конкурентоспроможності. Важливість цього впливає з ряду причин. Наростаюча торгівельна відкритість, а, отже, зростання залежності між виробництвом й зайнятістю та експортом, дедалі більшою мірою вимагає формування макроекономічних детермінант конкурентоспроможності, оскільки від неї дедалі більше залежить національний ВВП. Якщо раніше проблема конкурентоспроможності могла вирішуватись, або, принаймні, послаблюватись, з допомогою спорадичних коректуючих девальвацій, то на сьогодні такі можливості дедалі вичерпуються. З одного боку, це обумовлюється підвищенням ролі інтрасекторної торгівлі з акцентом на нецінову конкуренцію, змі-

¹⁵⁸ Honohan P., Shi A. Deposit Dollarization and the Financial Sector in Emerging Markets // World Bank Working Paper. — 2002. — №2748 // www.worldbank.org.

ною товарної номенклатури, з іншого — підвищенням важливості іноземних інвестицій у створенні експортних потужностей. Важливою також є деяка трансформація зв'язку між підтриманням конкурентоспроможності на міжнародних ринках і макроекономічним вибором щодо девальваційних засобів її підтримання в світлі проблеми реальної ревальвації. Так, тяжіння до фіксованих курсів у країнах третього світу у повоєнний період та на початку другої глобалізаційної хвилі на тлі неспроможності забезпечити ефективний контроль за інфляцією перетворювало реальну ревальвацію на перманентний чинник дестабілізації платіжного балансу та макроекономічної нестабільності за рахунок її деструктивного впливу на цінову ефективність експорту. Перехід до політики підтримання стабільності цін створює передумови для того, щоб монетарний фактор послаблення конкурентоспроможності усувався за рахунок того, що інфляція втрачає свій вплив на реальну переоцінку валюти. Отже, потреби у коректуючих девальваціях знижуються. Можна констатувати, що для малих відкритих економік політика зниження інфляції має принципове значення, оскільки підвищення довіри до центральних банків стабілізує коливання не тільки номінальних, але й реальних змінних, які безпосередньо калібрують мікроекономічні параметри міжнародної конкурентоспроможності. В цілому, це є аргументом на користь плаваючих валютних курсів, оскільки їх поєднання з політикою стабільності цін (по-суті, з низькою інфляцією) суміщає гнучкість реакцій на зовнішні шоки з позитивними наслідками для інфляції, що їх забезпечують фіксовані курси.

Стосовно змін в структурі міжнародної торгівлі, то вона також створює суперечливі передумови для вибору валютно-курсowego режиму. Теоретично, переважання в експорті сировини чи товарів з низьким рівнем доданої вартості формує передумови для високої ефективності плаваючих курсів, які би дозволили відреагувати на зміну світової кон'юнктури через пристосування паритету до нових рівноважних умов. Відповідно, зміни курсу виступають найбільш дієвим інструментом компенсації втрат від змін умов торгівлі. Так, наприклад, частка сировинного експорту з країн, що розвиваються, в цілому у 1975 р. складала 71%. Проте, починаючи з кінця 1970-х рр. така частка почала систематично знижуватись, відображаючи експансію вивозу товарів з високим ступенем обробки. У 1980 р. її рівень знизився до 60%, у 1990 р. — до 25%, а у 2000 — до 15%¹⁵⁹. В цілому даний процес відображає глибокі структурні зміни, які відбулися в країнах, що розвиваються, внаслідок чого їхній експорт з високим ступенем обробки почав витісняти експорт сировинного характеру. В цілому, підвищення частки промислового експорту з країн, що розвиваються, зумовлює вищу затребуваність фіксованих валютних курсів, внаслідок чого зміни в структурі експорту потенційно відображають зростання значення курсової стабіль-

¹⁵⁹ Exchange Rates in the Increasingly Interdependent World // IMF Occasional Papers. — 2001. — №193. — P. 17.

ності. Так, на думку фахівців МВФ, структура експорту та характер ціноутворення на глобальних ринках в сукупності справляють безпосередній вплив на затребуваність того чи іншого вибору щодо стабільності валютних курсів¹⁶⁰. Вразливість до шоків умов торгівлі пов'язана з домінуванням в експорті сировинних товарів. На глобальних ринках один виробник, чи одна країна, не спроможна вплинути на ціну, відповідно, попит і пропозиція таких товарів відбувається, не враховуючи валютні курси, через що його гнучкість завжди дозволить в умовах погіршення платіжного балансу внаслідок змін глобальної кон'юнктури відновити експортні надходження. На відміну від сировинних ринків, ціноутворення на ринках товарів з високим ступенем доданої вартості має індивідуальний, або наближений до нього, характер, через що, попри стабілізацію умов торгівлі внаслідок домінування в експорті таких товарів, його чутливість до коливань валютних курсів різко підвищується.

Однак, найбільш суперечливим моментом в даному випадку є те, що валютно-курсова дивергенція постбретонвудської доби не вплинула на зменшення міжнародної торгівлі у глобальних масштабах. Значні коливання валютних курсів провідних країн світу та спорадичні глибокі валютні потрясіння в країнах, що розвиваються, зовсім не позначились на тенденції нарощування торгівельної відкритості в світі та глобальних торгівельних потоків. Зокрема, перехід до плаваючих валютних курсів в розвинутих країнах та масштабні флуктуації їх валютних курсів аж ніяк не запобігли розвитку торгівлі між ними, зокрема враховуючи, що в торгівлі сировина не є домінуючою позицією. Звідси випливає, що розвиток міжнародної торгівлі не залежить від валютно-курсових проблем, а, отже, монетарний вибір центральних банків не повинен розглядатись в світлі наслідків для такого розвитку.

Однак, варто зазначити, що зовнішня торгівля розвинутих країн, і країн, що розвиваються, зберігає відмінну обумовленість курсовими коливаннями. На думку Ж.Кальво та К.Рейнхарт, значення курсових коливань для зовнішньої торгівлі диференціюється в розрізі країн. Якщо для зовнішньої торгівлі розвинутих країн флуктуації валютних курсів практично не мають ніякого значення (альтернативну тезу, що стала вже хрестоматійною, висунув американський економіст Б.МакКаллум, який стверджує — американські та канадські економіки дуже подібні, а культурні відмінності практично відсутні, однак торгівля між двома канадськими провінціями в 20 разів перевищує торгівлю таких провінцій з США, що можна вважати наслідком дії курсового фактору), то для торгівлі країн, що розвиваються, валютно-курсовий чинник залишається принциповим. Тобто, чутливість торгівельних потоків розвинутих країн до коливань валютного курсу, є набагато нижчою, порівняно з країнами, що

¹⁶⁰ Eichengreen B., Masson P., Bredenkamp H., Johnston B., Hamann J., Jadresic E., Otker I. Exit Strategies: Policy Options for Countries Seeking Greater Exchange Rate Flexibility // IMF Occasional Papers. — 1998. — №168. // www.imf.org.

розвиваються, включаючи країни з ринками, що виникають¹⁶¹. Така ситуація обумовлюється багатьма причинами, серед яких можна виділити: нерозвинутість фінансових ринків в країнах третього світу, які би дали можливість хеджувати валютні ризики, що виникають при зовнішній торгівлі; недостатня конкурентоспроможність; масовий характер виробництва, внаслідок чого експорт здійснюється у сферах з ціновою конкуренцією; обумовленість переваг експорту низькими витратами на робочу силу потребуватиме валютних компенсацій у випадку, коли заробітна плата зростатиме, не відображаючи структурних змін в продуктивності праці в експортному секторі; ширші можливості для нетарифного протекціонізму з боку розвинутих країн тощо. Варто зазначити, що диверсифікація торгівлі в країнах, що розвиваються, і в першу чергу в країнах з ринками, що виникають, створює позитивні передумови для послаблення валютно-курсового фактора детермінації зовнішньоторговельних потоків. Дана тенденція впливає з того, що залежність від окремого локалізованого ринку різко знижується. Однак, зовнішньоторговельна диверсифікація можлива тільки тоді, коли в експорті починають домінувати товари з високим рівнем обробки, відповідно і вигоди від неї також отримуються мірою розвитку та підвищення продуктивності внутрішнього виробничого сектора.

По-четверте, в умовах глобалізації роль валютно-курсової політики для врівноваження платіжного балансу змінюється. Теоретично, девальвація має забезпечувати відновлення його рівноваги, проте, як показують дослідження (одним з перших таких досліджень було тестування релевантності умови Маршала-Лернера, проведене Я.Тінбергеном), процес зниження зовнішньої розбалансованості не відбувається дуже швидко. На думку К.Фронд, більшість країн світу впродовж 1980-х початку 1990-х рр. намагалися проводити політику врівноваження платіжного балансу і здебільшого вона стає цілеспрямованою після того, як дефіцит поточного рахунку досягає 5% ВВП. При цьому, з огляду на те, що такий дефіцит зумовлюється швидким зростанням ВВП і асинхронною циклічністю в різних країнах (здебільшого в розвинутих) та різким збільшенням припливу капіталів (відповідно, у країнах, що розвиваються), найбільш загальним алгоритмом процесу його коректування виступає зниження темпів економічного зростання та реальна девальвація на рівні 10-20%¹⁶². Однак, в розвинутих країнах кризова реакція на значну зовнішню розбалансованість може не виглядати як системне явище. Наприклад, дефіцит поточного рахунку в Ірландії у 1981 р. на рівні 13,6% ВВП не супроводжувався валютною кризою, тоді як аналогічний зовнішній дисбаланс Нової Зеландії у 1984 р. призвів до значної девальвації її валюти у 1985 р. (детальніше див. табл. А.7. додатку А). Більше того, як

¹⁶¹ Calvo G., Reinhart C. When Capital Inflows Come to a Sudden Stop: Consequences and Policy Options // Reforming the International Monetary and Financial System. / Ed. By P. Kenen and A. Swoboda. — Washington D.C.: IMF, 1999. — P. 175-201.

¹⁶² Freund C. Current Account Adjustment in Industrialized Countries // Federal Reserve Board International Finance Discussion Papers. — 2000. — №692. // www.federalreserve.gov.

правило, розвинуті країни можуть дозволити собі вищий рівень дефіциту поточного рахунку, порівняно з країнами, що розвиваються (див. табл. А.8. додатку А), і при цьому набагато менш болісно відреагувати на нього через девальвацію, оскільки, в цілому, вони є менш чутливі до коливання валютних курсів.

Звертає на себе увагу також той факт, що трансформація структури експорту в країнах, що розвиваються, в напрямку підвищення частки товарів з високим ступенем обробки та домінування таких товарів у зовнішній торгівлі розвинутих країн створює ситуацію, коли відновлення зовнішньої рівноваги через створення курсових стимулів для конкурентоспроможності можливе тільки за рахунок дуже значних девальвацій, які не можуть розглядатись як постійно діючий інструмент, оскільки означають тільки одне — фінансову кризу і ризик для інфляції та фінансової стабільності. У розвинутих країнах вихід на рівноважні траєкторії поточного рахунку відбуваються з тривалими лагами за рахунок уповільнення темпів економічного зростання. Однак, останнє не викликається підвищенням процентних ставок з метою відновлення зовнішньої рівноваги чи запобігання девальвацій, а є проявом циклічної активності економіки. Якщо остання послаблюється в умовах глобалізації, то і фактор змін ділової кон'юнктури для відновлення зовнішньої рівноваги також стає менш важливим, відображаючи відтворення нерівноважної ситуації. Процентні ставки застосовуються для відновлення внутрішньої рівноваги, а тому їхня реакція на розбалансованість поточного рахунку може суттєво відставати, або взагалі не проявитись. В країнах, що розвиваються, тенденція до посилення зовнішньої нерівноваги завжди буде сприйматись як виклик валютно-курсовій та загальній макроекономічній стабільності, через що потенціал використання процентних ставок для реакції на внутрішні циклічні процеси обмежений потребами підтримання валютних курсів. В таких умовах формується тенденція, коли країна не може вдаватись до зовнішнього дефіциту навіть всупереч потребам підтримання економічного зростання.

Незважаючи на те, що фінансова глобалізація суттєво покращує можливості для міжчасового згладжування інвестицій та споживання для підтримання економічного зростання через розширення джерел фінансування зовнішньої нерівноваги, виклики валютній політиці центральних банків тільки посилюються. Наявність таких викликів обумовлюється кількома принциповими тенденціями: наростаючою інтеграцією країн, що розвиваються, (особливо країн, з ринками, що виникають) у світовий фінансовий простір, внаслідок чого їхні активи та пасиви стають предметом глобальних фінансових трансакцій в умовах, коли мобільність капіталів зростає; посиленням орієнтації монетарної політики на внутрішню рівновагу; збереженням за валютними курсами детермінант поведінки центральних банків, або коректування монетарних акцій відповідно до валютно-курсової динаміки. Остання тенденція отримала назву “страху перед плаванням” і на сьогодні вважається основним факто-

ром формування характеру монетарної політики у країнах, що розвиваються, який тільки привносить кризові елементи у загальний процес глобальної інтеграції.

Так, на думку Г.Кальво та К.Рейнхарт — авторів гіпотези “страху перед плаванням”, — окрім того, що існує проблема довіри до спроможності контролювати інфляцію без обмеження коливань курсів, а також, що їх волатильність негативно позначається на торгівлі саме країн, що розвиваються, найбільшу небезпеку для макроекономічної стабільності становить негативний вплив плавання на фінансовий сектор. Це пов’язано з наступним: значна частина його пасивів деномінована в іноземній валюті, відповідно, значні курсові флуктуації негативно позначаються на його спроможності виконувати посередницьку та алокаційну функцію, що, зрештою, зумовлює звуження кредитного ринку та внутрішнього ринку капіталів; існує істотна залежність між девальваціями і дефолтами, а банкрутства у сфері фінансового посередництва поширюють хвилі невпевненості та кризи на всю економіку, через що загальні втрати добробуту різко підвищуються: наприклад, тягар по реструктуризації банківської системи може досягнути 10-20% ВВП; можливості хеджування валютних ризиків обмежені; зовнішні боргові зобов’язання також деноміновані в іноземну валюту. Зрештою, передавальний ефект — вплив змін валютного курсу на інфляцію — також є важливою передумовою “страху перед плаванням”, а відновлення рівноваги платіжного балансу за рахунок девальвацій є затяжним, хоча дані економісти окремо на цьому не наголошують.

Емпіричним підтвердженням того, що в сучасних умовах оголошені плаваючі режими валютних курсів в багатьох випадках не дотримуються, слугують наступні приклади:

як видно з табл. А.3. додатку А, представлені у ній країни, що розвиваються, і які оголосили про плаваючий режим валютного курсу, мають набагато вищий ступінь волатильності процентних ставок та валютних резервів, ніж розвинуті країни, які, на відміну, мають низький рівень волатильності процентних ставок. Це означає, що на рівні монетарної політики факт переваги зниження курсових флуктуацій у країнах, що розвиваються, над перевагою зниження волатильності процентних ставок стає системним, незважаючи на тенденцію до підвищення орієнтації центральних банків на забезпечення цінової стабільності. Згадувані Кальво та Рейнхарт на прикладі 154 валютних устроїв за період 1972-1999 рр. в 39 країнах, враховуючи динаміку грошових агрегатів, процентних ставок, товарних цін, валютних резервів та валютних курсів, доводять, що країни (в основному ті, що розвиваються), які оголошують про вільне плавання, насправді здійснюють політику керованого плавання,

а ті, які оголошують про кероване плавання, — реалізують політику прив'язки, яка, однак, не є експліцитною і не користується довірою¹⁶³;

реакція на зовнішні шоки у країнах, що розвиваються, має здебільшого характер зниження резервів та підвищення процентних ставок, що, власне кажучи і забезпечує їх більш високу волатильність порівняно з розвинутими країнами. На думку А.Лахірі та Л.Вегха, пристосування до зовнішніх шоків, які виводять платіжний баланс з рівноваги, за рахунок валютних резервів та процентних ставок є атрибутивною рисою саме країн, що розвиваються¹⁶⁴. В загальному, це відображає, що саме інструментарій монетарної політики застосовується для пристосування до зовнішньої нерівноваги та реакції на неї. Зокрема, на думку згадуваної К.Фронд, якщо в розвинутих країнах нерівновага платіжного балансу дуже часто зумовлюється дефіцитами публічних фінансів, які, у свою чергу, відображають процес автоматичної стабілізації фіскальної політики, то, відповідно, зниження дефіциту платіжного балансу у таких країнах набагато більш чутливе до зниження дефіциту бюджету, ніж у країнах третього світу. Отже, якщо в першому випадку реакція на валютно-курсові коливання є атрибутивними рисами поведінки центральних банків у країнах, що розвиваються, відображаючи факт того, що така реакція має функціональне значення для забезпечення цінової та макроекономічної стабільності (наприклад в світлі актуальності передавального ефекту), то даний випадок демонструє функціональне значення самої монетарної політики в системі відновлення макроекономічної рівноваги, в якій значення її зовнішньої складової залишається значним саме у країнах з середнім та низьким рівнем доходів;

корельованість процентних ставок з процентними ставками США в країнах, що оголосили про плаваючі курси, є подібною, або навіть вищою, порівняно з країнами, які підтримують фіксовані валютні курси. Теоретично мала би спостерігатись протилежна ситуація, адже, за визначенням, плаваючі курси створюють передумови для вищої автономії монетарної політики від екзогенних факторів. Так, Дж.Франкель, С.Шмуклер та Л.Сервен доводять, що еластичність зв'язку між ставками грошового ринку США та у країнах, що розвиваються, з плаваючими курсами практично ідентична з випадком, коли мають місце фіксовані курси¹⁶⁵. З одного боку, це говорить про трансформацію фінансових ринків в умовах глобалізації, а з іншого про те, що в країнах з плаваючим курсом рівень його коливань набагато нижчий, порівняно з тим, який мав би мати місце, що, з рештою, і є передумовою для

¹⁶³ Calvo G., Reinhart C. Fear of Floating // NBER Working Paper. — 2000. — №7993. // www.nber.org; Calvo G., Reinhart C. Fixing for Life // NBER Working Paper. — 2000. — №8006. // www.nber.org.

¹⁶⁴ Lahiri A., Vegh C. Living with Fear of Floating; An Optimal Policy Perspective // NBER Working Paper. — 2001. — №8391. // www.nber.org

¹⁶⁵ Frankel J., Schmukler S., Serven L. Global Transmission of Interest Rates: Monetary Independence and Currency Regime // Bank of Nederland's Conference Papers. — 2002. // www.dnb.nl.

практично однакової кореляції між ставками в США та ставками в таких країнах і в країнах з фіксованим курсом;

рівень процентних ставок в країнах, що розвиваються, з фіксованим курсом є дещо нижчим, порівняно з країнами з плаваючим курсом (згідно досліджень, що охоплюють період 1960-1997 рр.¹⁶⁶). В реальному вимірі, річні процентні ставки за указаний період в країнах з плаваючим курсом складають 2,3%, з проміжним — 1,8%, з фіксованим — 0,2%. З одного боку, дана ситуація суперечить теорії, згідно якої плаваючий курс дозволяє пристосовувати процентні ставки до внутрішніх циклічних потреб чи згладжувати їх, він не потребує підтримання високих ставок для захисту валютних резервів та девальвацій тощо, але з іншого боку така ситуація відображає ефект довіри, який привноситься фіксованими курсами.

Проте останню закономірність можна пояснити, виходячи з того, що плаваючі курси оголошуються з міркувань підвищення автономії монетарної політики від екзогенних факторів (тобто монетарна політика повинна більшою мірою реагувати на внутрішню рівновагу), але не підтримуються повною мірою внаслідок ефекту “страху перед плаванням”. Технічно така ситуація може забезпечуватись за рахунок стерилізованих інтервенцій, які дозволяють узгодити обидва режими монетарної політики, але підвищують невпевненість в економічних агентів щодо майбутнього характеру реакцій органів грошової влади на внутрішню інфляцію, ВВП-розрив та валютний курс. Через це процентні ставки будуть підтримуватись на завищеному рівні. Більше того, реакція процентних ставок в таких умовах і щодо інфляції і щодо валютного курсу завжди буде значною, або стрибкоподібною, породжуючи невпевненість ринків у характері майбутніх кроків грошової влади. З макроекономічної точки зору, така реакція завжди буде більш негативною щодо ВВП, ніж щодо валютного курсу, оскільки невпевненість ринків у можливостях його підтримання на оголошеному рівні, раз з’явившись, проявиться у відпливі капіталів з подальшою валютною та фінансовою кризою, що призведе до ще більших втрат у реальному секторі. Найбільш рельєфно цю ситуацію змальовують дослідники МВФ: “Для країн, які суттєво втягнуті в сучасні глобальні фінансові ринки, режими політики, які шукають шлях забезпечення високого рівня стабільності одразу процентних ставок та валютних курсів, і які заохочують ринки прийняти ризик презумпції того, що таке потенційно можливо, є запрошенням до лиха”¹⁶⁷. Зазначене явище відображає те, що стерилізація в умовах волатильних фінансових ринків стає потенційно неефективною. Проте, необхідно деталізувати: описана ситуація відображає перетворення стерилізаційних операцій на один з постійно діючих макроекономічних підсистем монетарної полі-

¹⁶⁶ Більш детальний огляд впливу валютно-курсного режиму на макроекономічну ситуацію в країнах, що розвиваються, див.: Базилевич В., Дорошенко І. Визначення режиму валютного курсу і його вплив на темпи інфляції та економічного зростання // Економіст. — 1999. — №12. — С. 44-49.

¹⁶⁷ Exchange Rates in the Increasingly Interdependent World // IMF Occasional Papers. — 2001. — №193. — P. 23.

тики, який дозволяє підтримувати певний баланс між політикою, зорієнтованою на внутрішню рівновагу, і підтриманням стабільності валютного курсу. Описана внутрішня крихкість такої ситуації опосередковано доводить і саму неефективність стерилізації як такої. Враховуючи те, що центральні банки, які здійснюють таргетування інфляції, приблизно порівну застосовують і не застосовують такі операції, К.Ху та Р.МакКулей вважають: стерилізація буде неефективною тільки тоді, коли неефективною буде сама макроекономічна установка монетарної політики¹⁶⁸. Звідси випливає, що ефективність чи неефективність стерилізаційних операцій зумовлюватиметься тим, наскільки реакція органів грошової влади на коливання валютного курсу буде вписуватись у транспарентні рамки експліцитного контролю за кінцевою інфляційною ціллю. Це, однак, не гарантує симетрії в розумінні ринками і центральним банком того, на скільки останній буде реагувати на курсову динаміку для того щоб змінити інфляційні очікування на більш консистентні з його оголошеними намірами щодо підтримання стабільності цін, що, в підсумку, не виключає фінансової дестабілізації. Для країн, які не здійснюють таргетування інфляції, зазначена дилема виглядає ще більш складною, оскільки інституціонально політика забезпечення цінової стабільності не закріплена, внаслідок чого ринки будуть більш схильні до недовіри до центрального банку.

Отже, саме з мобільністю капіталів та характером функціонування сучасних глобальних ринків пов'язана внутрішньо суперечлива ситуація. Розвиток реального, фінансового та зовнішнього сектора багатьох економік (в основному тих, що розвиваються, і які мають істотний рівень інтеграції у глобальні економічні процеси) потребує фіксовано орієнтованих валютно-курсів режимів, що не може бути забезпечено в зв'язку з високою мобільністю капіталів в умовах, коли монетарна політика здійснюється з прогресуючою орієнтацією на внутрішню рівновагу, передовсім на забезпечення стабільності цін.

2.3. Альтернативи плаваючим курсам: аспекти валютної ради та доларизація

Збереження проблеми довіри до центральних банків в країнах третього світу, затребуваність курсової стабільності на тлі зростаючої волатильності глобальних фінансових ринків ставить питання про пошук альтернативи плаваючим курсам. Проблема “страху перед плаванням” та його похідна — внутрішньо суперечлива монетарна політика, — потенційно провокуючи масштабні фінансові кризи, є сутнісним відображенням того, як не співпадають потреби у курсовій стабільності з вигодами від глобальної інтеграції, в першу чергу, фінансових ринків.

¹⁶⁸ Ho K., McCauley R. Living With Flexible exchange Rates: Issues and Recent Experience in Inflation Targeting Emerging Market Economies // BIS Working Papers. — 2003. — №130. — P. 31-32.

Модель “спорожнення середини” спектру валютно-курсів режимів в умовах глобалізації демонструє, ситуацію, коли життєздатними в епоху високої мобільності капіталів будуть тільки полярні устрої: плавання або фіксація. Але варто зазначити, що незалежно від розвитку процесів глобалізації, існує дві групи країн, для яких жорсткі курсові режими залишаються необхідними. Згідно МВФ, до першої групи належать такі, ВВП яких не перевищує 5 млрд. дол. США, а до другої ті, в яких стабілізація інфляції не можлива без здійснення політики фіксованого валютного курсу чи прив’язки. Стосовно першої групи країн, то, як демонструє табл. А.9. додатку А, більшість з них застосовують фіксований режим валютного курсу. Причому, для них властива ситуація з достатньо значною варіативністю рівнів торгівельної відкритості. У свою чергу, це відображає потенційно незначний вплив глобалізації на характер монетарного вибору, але, водночас, в цілому, для країн даної групи, що підтримують плаваючі курси, рівень торгівельної відкритості є вищим. Таку ситуацію скоріше можна пояснити тим, що в них рівень розвитку політичних інститутів також є вищим, що дозволяє забезпечити необхідний рівень незалежності центрального банку та стабільності монетарної політики без жорсткої курсової фіксації. Що ж стосується другої групи, то, в широкому розумінні, до неї входять ті країни, де політичний розвиток не дозволяє запровадити ефективні інституціональні механізми забезпечення стабільної монетарної політики, а військові конфлікти створюють перманентний фіскальний тиск на центральні банки. Зрештою, такі країни, за рахунок низького рівня інтеграції зі світовою економікою, в першу чергу з міжнародними фінансовими ринками, в багатьох випадках залишаються за межами глобалізаційної динаміки.

Проте, стосовно процесів глобалізації, то саме з нею пов’язана проблематичність підтримання фіксованих курсів в умовах високого рівня мобільності капіталів, але важливою залишається альтернатива плаванню. Так, Дж.Говкінз та П.Мейссон констатують, що такими альтернативами є валютні ради, доларизація, монетарні союзи. Вони стверджують: “... багато країн, що розвиваються, підтримували курси на основі прив’язки (формально чи неформально) ще дуже довго після того, як розвинуті країни перейшли до плаваючих курсів. Події останніх років показали, що фіксовані але коректовані прив’язки в країнах з ринками, що виникають, вразливі до спекулятивних атак і не можуть користуватись довірою у довгостроковій перспективі. Валютні ради, спільні валюти та запровадження валют інших країн часто презентуються як єдино можливі життєздатні альтернативи плаванню, допомагаючи пояснити поточний інтерес до таких режимів монетарної політики”¹⁶⁹. Оскільки кожна з таких альтернатив передбачає або тісну інтра регіональну інтеграцію, або

¹⁶⁹ Hawkins J., Masson P. Economic Aspects of Regional Currency Areas and the Use of Foreign Currencies // Currency Areas and the Use of Foreign Currencies. — BIS Paper. — 2003. — №17. — P. 4.

утворення зв'язків між країною, в якій запроваджується валюта іншої країни чи відбувається прив'язка до валюти такої країни, та останньою, то дані альтернативи, згідно згаданих економістів, можна вважати регіональними валютними зонами. А це, у свою чергу, відображає потенційний регіоналізаційний варіант реакції на виклики глобалізації.

Однією з найбільш радикальних альтернатив плаваючим курсам є режим валютної ради (*currency board*). На думку фахівців МВФ відновлення популярності даного монетарного устрою пов'язана з цілим рядом системних змін в політико-економічній системі країн третього світу на тлі процесів глобалізації. Робиться наголос, що якщо розвинуті країни та найбільш індустріально розвинуті країни третього світу пішли по шляху інституціонального забезпечення незалежності монетарної політики, реалізації її правило-орієнтованих моделей, необхідність чого напряму пов'язана з викликами глобалізації, то для більшості країн третього світу властива інша ситуація. «...демократизація третього світу, вкрай бажана сама по собі, кинула світло на конфлікт між цілями внутрішньої та зовнішньої політики... Тепер, коли та частина населення країн, що розвиваються, яка найбільшою мірою потерпає від безробіття на нерівномірного розподілу доходів, отримала можливість виявляти і захищати свої інтереси з допомогою бюлетенів, урядам стало набагато важче підпорядковувати усі інші політичні цілі завданням стабілізації своєї валюти. І коли політика стійкого валютного курсу вступає у конфлікт з іншими пріоритетами, вона втрачає передбачуваність і довіру. Але, здобуваючи досвід демократії, все більша кількість країн приходять до висновку, що політизація економічної стратегії... призводить до економічних негараздів. На цей ризик країни відповідають інституціональними реформами, наприклад посиленням незалежності їх центральних банків... Ще один приклад — валютні ради як альтернатива плинним валютним курсам, котрі набувають все більше прихильників і у певному сенсі можна вважати поверненням до режиму золотого стандарту...»¹⁷⁰. Особливий інтерес до даного монетарного устрою з'явився після того, як у 1983 р. він був запроваджений у Гонконгу і у 1991 р. в Аргентині. Причиною зростання такого інтересу було те, що до того часу вважалось, що валютні ради не можуть бути застосовані у достатньо великих країнах з високою мобільністю капіталів, які, незважаючи на те, що їх все одно можна віднести до малих відкритих економік, все таки за масштабами є набагато більшими, ніж такі держави як Джибутті, Кайманові острови чи Гібралтар.

Історично, валютні ради функціонували як монетарний елемент колоніальної адміністрації, що забезпечував фінансовий зв'язок підконтрольної території з метрополією. Специфікою такої системи було те, що, фактично, вона втілювала біль-

¹⁷⁰ Мировая экономика в XX веке: потрясающие достижения и серьезные проблемы // МЭиМО. — 2001. — №.1. — С. 15.

шість з класичних ознак золотого стандарту, в першу чергу, щодо саморегулюючого впливу валютних резервів на ділову активність. Основною передумовою для успішності функціонування такої системи була домінуюча роль сальдо торгівельного балансу у впливі на величину валютних резервів і, відповідно, обсяг грошової пропозиції. Проте, впродовж 1950-1960-х рр. процес здобуття незалежності багатьма колоніальними країнами позначився на ліквідації валютних рад. Наприклад, на території Африки у різний час до розпаду колоніальної системи функціонувало кілька потужних валютних рад. Валютна рада Західної Африки здійснювала емісію західно-африканського фунта, який дорівнював фунту стерлінгів. На території Камеруну (що тепер увійшла до складу Нігерії) вона існувала з 1916 р. по 1959 р. і після набуття незалежності у 1959 р. Нігерією не функціонувала жодного року; на території Гамбії, відповідно, — з 1913 р. по 1971 р., при цьому — 6 р. з дати набуття незалежності цієї країни; на території Золотого Берегу (тепер Гана) — з 1913 по 1958 р., у тому числі рік після здобуття незалежності; те саме на території Тоголенду (тепер Гана); у Сьєра Леоне — з 1913 по 1964 р., відповідно, 3 роки; у Нігерії — з 1913 по 1959 р., відповідно 1 рік. Валютна рада Східної Африки емітувала східно-африканський шилінг, який обмінювався за курсом 20 шилінгів за 1 фунт стерлінгів. У Британському Сомалі (тепер Сомалі) вона функціонувала впродовж 1942-1961 рр., у тому числі рік після здобуття незалежності; те саме стосується Італійського Сомалі; у Кенії, — відповідно, впродовж 1897-1966 рр. та 3 р.; у Танганьїці (тепер Танзанія) — впродовж 1920-1966 рр. та 5 р.; в Уганді — впродовж 1919-1966 рр. та 4 р.; у Занзібарі (тепер Танзанія) — впродовж 1936-1966 р. та 5 р. До складу даної валютної ради також входив Аден (тепер Йемен), де вона функціонувала впродовж 1951-1972 рр. та 5 р. після здобуття незалежності. Валютна рада Південної Родезії здійснювала емісію родезіанського фунта, який дорівнював британському фунту. Вона припинила своє існування у 1956 р. (до того як країни, що входили до її складу здобули незалежність), про функціонування на території Північної Родезії (тепер Замбія), Ньясаленду (тепер Малаві) та Південної Родезії (тепер Зімбабве) 16 р.

Варто зазначити, що ще після Першої світової війни Ліга націй пропагувала створення центральних банків як альтернатив жорстким монетарним системам, що ґрунтуються на курсовій прив'язці. Основними детермінантами занепаду валютних рад у країнах третього світу можна назвати:

зовнішньополітичні. Запровадження власної валюти та створення національного центрального банку розглядались як засоби забезпечення національної самоідентичності — своєрідні символи державності. Наприклад, С.Моїсеєв стверджує: “З середини ХІХ ст. по середину ХХ ст. домінували валютні ради. За всю свою історію система валютної ради існувала приблизно у сімдесяти країнах, включаючи Індію, Ізраїль, Ірак, Єгипет і так далі. Чому центральні банки виграли у конкурентній боро-

тьбі з іншими емісійними інститутами? В 1920-1950 рр. ряд відносно розвинутих держав (Аргентина, Ірландія, Філіппіни, Цейлон та Бірма) перетворили свої валютні ради у центральні банки. Їх керівництво слідувало існуючій на той час економічній теорії, згідно якої невід'ємним атрибутом незалежної держави є інститут центрального банку¹⁷¹;

внутрішньополітичні. Збройні конфлікти, перерозподіл територій, відсутність громадянської злагоди, реалізація популістської політики потребували значного фінансування, що було неможливим за функціонування валютних рад. Фіскально зумовлена потреба у сеньйоражі могла бути задоволена тільки через гнучку систему дискреційної грошової пропозиції без жодних екзогенних обмежень, інституціональної формою чого і є центральний банк;

економічні. Реалізація курсу на індустріалізацію, імпортозаміщення та створення і розбудову державного сектора економіки в умовах обмеженої мобільності міжнародних капіталів та практичної відсутності сфери фінансового посередництва затребували значних ресурсів, пропозиція яких повинна була забезпечуватись центральним банком. Стимулювання прискореного економічного зростання також потребувало гнучкої грошової пропозиції, що не могла бути забезпечена валютною радою.

Однак, як показав досвід, руйнація системи валютної прив'язки у багатьох слаборозвинутих країнах не призвела до очікуваних вигод у вигляді прискореного розвитку. Навпаки, вони опинились у стані хронічної інфляції, стабілізації і дестабілізації, що циклічно змінювали одна одну. Згідно досліджень С.Ханка та К.Шулера за останні 30 рр. у 5/6 усіх країнах, що розвиваються, річна інфляція перевищувала 20%; у 1/3 вона перевищувала 100%; найбільш важкі банківські кризи відбувались в країнах з центральним банком, попри те, що однією з його переваг перед системою валютної ради є можливість виконання ролі кредитора останньої інстанції; в більшості слаборозвинутих країн має місце низький рівень економічного зростання; фінансова інфраструктура залишається нерозвинутою¹⁷².

Ідея повернення до системи валютної ради в сучасних умовах в основному спирається на те, що: стабільний номінальний якір на сьогодні має набагато більше значення, ніж ще кілька десятиліть тому, вигоди від нього перевищують можливі вигоди від політики циклічного згладжування з допомогою монетарного інструментарію; валютні ради спроможні забезпечити ефективну стабілізацію в процесі ринкової трансформації, переходу від війни до миру в умовах, коли досвід функціонування центрального банку відсутній, а інституції макроекономічної політики не користуються довірою (наприклад, валютна рада тривалий час розглядається як мож-

¹⁷¹ Моисеев С. Доллар шагает по планете // Вопросы экономики. — 2003. — №3. — С. 79.

¹⁷² Моисеев С. Экономика долларизации // Дайджест-Финансы. — 2000. — №10. — С. 9-13.

ливий варіант побудови монетарного устрою в Іраку, Сомалі, Ліберії, Палестині; вона передувала доларизації в Еквадорі, Сальвадорі та на Східному Тиморі; Естонія, Болгарія та Боснія і Герцеговина — з поміж трансформаційних країн — дотримуються її досі). Незважаючи на те, що дана аргументація віддзеркалює загальні позитивні риси валютної ради у вигляді запобігання дискреційній грошовій пропозиції, підвищення стабільності монетарної політики, створення надійного номінального якоря для ринкових очікувань, основний наголос робиться на її монетарних перевагах як таких.

З точки зору аналізу глобалізаційних процесів перевагами валютної ради є те, що вона: забезпечує інфляційну стабілізацію на основі жорсткої курсової прив'язки та відсутність можливостей для дискреційних операцій; це, у свою чергу, робить макроекономічну політику прогнозованою, а довіра до неї зростає, зокрема, за рахунок обмежень на фіскальну експансію та пов'язані з нею флуктуації грошової пропозиції; дозволяє мінімізувати потенційні помилки прогнозування рівноважних рівнів інфляції в умовах високого рівня невизначеності щодо трансмісійного механізму монетарної політики та швидкої його трансформації; ліквідує коливання валютних курсів та реакцію на них з боку органів грошової влади, що запобігає виникненню конфлікту цілей між орієнтацією на внутрішню та зовнішню рівновагу, внаслідок чого вірогідність спекулятивних атак знижується — усувається їх головна макроекономічна передумова — конфлікт пріоритетів, який загострюється, не в останню чергу, через фіскальні проблеми. Останнє є особливо важливим з точки зору глобальної інтеграції фінансових ринків, оскільки створюються передумови для того, що на системному рівні потоки капіталів не спонукають розробників монетарної політики вирішувати дилему вибору щодо девальвації чи ревальвації за збереження тої чи іншої цільової установки щодо грошової пропозиції. За рахунок цього актуалізуються переваги інтеграції з глобалізованими фінансовими ринками, коли довіра до фіксованого курсу знижує надбавки за ризик, а фактор низької інфляції та бюджетних дефіцитів підвищує впевненість інвесторів у здоровій макроекономічній політиці. Досвід Гонконгу під час Азійської кризи 1997-1998 рр. довів спроможність системи валютної ради не тільки протистояти спекулятивним атакам, але й знижувати вірогідність передумов для їх здійснення.

Проте, сучасні валютні ради (характеристики яких в розрізі країн демонструє табл. А.10. додатку А) мають ряд особливостей, які відрізняють їх від тих, які сформувались історично і які більше відповідають їх автохтонному змісту.

По-перше, сам характер побудови сучасних валютних рад передбачає наявність механізмів, які би забезпечували гнучкість грошової пропозиції відповідно до потреб банківської системи. За рахунок цього вони мають елементи центральних

банків, зокрема щодо використання інструментів монетарної політики і виконання функції кредитора останньої інстанції (див. табл. 2.7.).

Таблиця 2.7.

Окремі характеристики сучасних валютних рад

	Боснія	Болгарія	Естонія	Гонконг	Литва	Аргентина *
Рік заснування	1997	1997	1992	1983	1994	1991
Валюта прив'язки	євро	євро	євро	долар США	євро	долар США
Зобов'язання, що покриваються	Грошова база	Грошова база	100% М0, виключаючи сертифікати Банку Естонії	105% банкот і монет	100% М0 та ліквідні активи Банку Литви	Грошова база
Можливі резервні активи	Усі активи в євро - 50% капіталу банку	Закордонні активи та золото	Закордонні активи та золото	Закордонні активи	Закордонні активи та золото	Закордонні активи
Резервні вимоги, ставка	10-15%	8%	3-10%	Немає	8%	20%
База резервних вимог	Усі пасиви	Усі депозити	Усі депозити	-	Депозити до 1 року	Усі депозити
Функція кредитора останньої інстанції	Ні	Так	Так	Так	Так	Так
Доступ уряду до кредитів	Ні	Так	Спочатку — так, потім — ні	Ні	Ні	Так
Вплив на процентні ставки	Ні	Ні	Ні	Деяка	Так	Так

Примітка: 1. * В Аргентині валютна рада профункціонувала до 2002 р., і після дефолту та фінансової кризи була замінена на систему плаваючого валютного курсу з переходом до таргетування інфляції.

Джерело: Hawkins J., Masson P. Economic Aspects of Regional Currency Areas and the Use of Foreign Currencies // Currency Areas and the Use of Foreign Currencies. — BIS Paper. — 2003. — №17. — P. 20.; Козюк В. Сучасні центральні банки: середовище функціонування та монетарні рішення. — Тернопіль: Астон, 2001. — С. 214.

Як видно з табл. 2.7., сучасні валютні ради набагато м'якші, ніж їх історичні попередниці. Це впливає з можливості: неповного покриття грошової бази і тим більше не покриття усієї грошової маси резервами; проводити операції з управління ліквідністю на міжбанківському ринку; визначати процентні ставки; в обмежених масштабах кредитувати уряд (що властиво Аргентині).

По-друге, функціональні зв'язки в макроекономічній системі суттєво відрізняються. Якщо в історичних валютних радах механізм зміни обсягу резервних активів визначав характер грошової пропозиції і, відповідно, ділової активності, то тепер

основна роль в трансмісійному механізмі відводиться процентній ставці. Остання щільно зв'язана з процентними ставками у країні, до валюти якої відбувається прив'язка, внаслідок чого валютна рада не може повною мірою виконувати роль номінального якоря для товарів, що не є предметом міжнародної торгівлі. Але, водночас, створюються позитивні стимули для припливу більш дешевого капіталу за рахунок арбітражних операцій, ефективність яких, порівняно з колоніальною добою, зросла. Тим не менше, волатильність короткострокових ставок в системі валютної ради є вищою, порівняно з системою центрального банку. Наприклад, волатильність одномісячних ставок грошового ринку, виражена у базових пунктах в Аргентині за період 1996-2000 рр. склала 52, у 2001 р. — 310, в Естонії за період 1996-2002, відповідно, — 139, в Гонконгу за період 1996-1997 рр. — 28, 1997-1998 — 65, 1999-2002 — 5, в Литві за 1996-2002 рр. — 88. При цьому, в Австралії цей показник за 1996-2002 р. склав 1, в Чилі, відповідно, 9, Латвії — 59, Великій Британії — 19, США — 12¹⁷³.

По-третє, незважаючи на те, що обсяг валютних резервів в умовах режиму валютної ради повинен виконувати провідну функціональну роль у забезпеченні грошової пропозиції, в сучасних умовах кореляція між їх динамікою і динамікою грошових агрегатів не є достатньо високою (див. табл. А.11. додатку А) і при цьому, обсяг таких резервів значно вищий (табл. А.12. додатку А) порівняно з країнами, де не функціонує режим валютної ради. Основна причина того, що зміна валютних резервів вже не повною мірою визначає динаміку грошової пропозиції обумовлена рядом факторів. До них можна віднести масштаби фінансово-банківського сектору, який спроможний здійснювати мультиплікацію грошей в умовах коли, пропозиція резервів центральним банком, зв'язаним зобов'язаннями по підтримці валютної ради, обмежена. Якщо в історичних валютних радах основний вплив на резерви справляла зовнішня торгівля, то в умовах нерозвинутого фінансового сектора це створювало передумови для щільного зв'язку між валютними резервами та внутрішньою макроекономічною ситуацією, тоді як розвинутий фінансовий сектор спроможний згладжувати шоки торгівлі та послаблювати обумовленість динаміки внутрішніх грошових агрегатів станом валютних резервів. Зрештою, можливість здійснювати операції по управлінню ліквідністю на міжбанківському ринку також забезпечують пом'якшення впливу зміни резервів на грошову пропозицію.

Однак, саме наділення валютних рад гнучкістю є потенційно небезпечним в умовах глобалізації. Приклад краху аргентинської валютної ради у 2002 р. є яскравим тому підтвердженням. Попри те, що дефолт в Аргентині був спровокований значною короткостроковою зовнішньою заборгованістю, певні детермінанти кризи

¹⁷³ Hawkins J., Masson P. Economic Aspects of Regional Currency Areas and the Use of Foreign Currencies // Currency Areas and the Use of Foreign Currencies. — BIS Paper. — 2003. — №17. — P. 34

за джерело походження мають як загальні макроекономічні недоліки устрою валютної ради, так і суто її аргентинський її варіант. Найбільшим недоліком даного устрою є те, що в умовах високої торгівельної відкритості зовнішні шоки не можливо компенсувати з допомогою важелів монетарної політики. Через динаміку резервних активів такі шоки передаються усій макроекономічній системі країни. Наприклад, з 1991 р. аргентинська валюта обмінювалась на долар США за курсом один до одного, але при цьому мала місце, хоч і не значна, інфляція, яка забезпечила суттєву її реальну ревальвацію. Девальвація бразильського реала у 1999 р. ще більшою мірою погіршила платіжний баланс Аргентини. Уповільнення темпів економічного зростання за рахунок стагнації в експортному секторі, значні зовнішні боргові зобов'язання та бюджетний дефіцит привели в дію механізм кризи. Разом з тим, аргентинська валютна рада була найбільш м'якою серед сучасних подібних устроїв, зокрема, фактор внутрішньої грошової експансії не був повною мірою елімінований за рахунок здійснення операцій з кредитування уряду та комерційних банків, отже інфляція живилась через бюджетні витрати, підтримувані доходами від сеньйоражу (зокрема, у 1998 р. Естонія теж опинилась у скрутному становищі в зв'язку з реальною ревальвацією крони та девальвацією російського рубля, але валютна рада не зазнала дестабілізації). З цього можна зробити висновок, що чим більшою мірою валютна рада інституціонально та операційно зберігатиме ознаки гнучкості, властиві системі центрального банку, тим більшою мірою вона буде ризиковою альтернативою плаваючим курсам в умовах високої торгівельної відкритості та мобільності капіталів.

Проте найбільшим ризиком валютних рад в умовах глобалізації є поєднання, з одного боку, переоцінки прив'язаної валюти і дефіциту платіжного балансу, а з іншого, — нагромадження значних зовнішніх короткострокових боргових зобов'язань, у тому числі приватним сектором, в зв'язку з прогнозованою вартістю обслуговування пасивів на тлі збереження, в загальному, валютного ризику. Так, наявність валютного ризику обумовлюється тим, що ринки усвідомлюють — валютна рада може бути замінена на інший монетарний інститут, але за іншого — нижчого — курсового співвідношення. Наприклад, країни зони французького франка, об'єднані у Західно- та Центральноафриканські валютні союзи, що працюють на основі системи, що аналізуються, були змушені вдатися до девальвації у 1994 р., після того як збереження паритету з 1946 р. перестало відповідати макроекономічним передумовам для забезпечення економічного зростання. Це саме стосується і Аргентини у 2002 р. За рахунок цього навіть така жорстка система прив'язки як валютна рада не гарантує цілковитої довіри до можливості підтримувати валютний курс особливо в умовах високої мобільності капіталів та масштабних фінансових потоків. Досвід боротьби зі спекулятивними атаками Гонконгу та Аргентини довів, що в умовах зовнішніх шоків (вразливість до яких підвищується в силу макроекономічної специ-

фіки самої валютної ради, а саме — до реальної ревальвації та дестабілізації платіжного балансу) витрати по підтриманню фіксованого паритету можуть бути значними. Це пов'язано із зростанням зовнішнього боргу для підтримання необхідного обсягу валютних резервів задля задоволення попиту на іноземну валюту у випадку впливу капіталів. Отже, система валютних рад не усуває повною мірою недоліків режимів валютних курсів, що базуються на різного роду прив'язках, і, попри свою ефективність в процесі реалізації програм з мінімізації інфляції, в умовах високої волатильності фінансових потоків не дозволяє забезпечити макроекономічну стабільність у довгостроковому періоді без суттєвих втрат у експортному та бюджетному секторах.

Найбільш радикальним способом усунення валютного ризику макроекономічної стабільності є офіційна (повна) доларизація, під якою розуміється запровадження в обіг грошової одиниці іншої країни, валюта якої є більш або визнано стабільною (тобто, цим терміном позначається і процес обігу доларів США у Панамі, і південноафриканського ренду в Лесото). Повна доларизація відрізняється від часткової тим, що в останньому випадку іноземна валюта виконує роль інструменту заміщення валюти чи заміщення активів або в окремих секторах, або в окремих операціях, або в частині загального обсягу трансакцій в економіці країни.

Теоретично, етимологія дискусій про повну доларизації і про часткову доларизацію є достатньо відмінною, що відображає зміну ролі процесів доларизації як таких в умовах глобалізації. Наприклад, Е.Берг та Е.Боренштейн стверджують, що виникнення проблеми доларизації за першоджерело мало крах Бреттон-вудської системи, коли країни, що розвиваються, втратили міжнародно визнані засоби прив'язки та фіксації курсів. Впродовж 1980-х рр., коли третьому світу була властива висока інфляція, доларизація почала розглядатись як наслідок недовіри економічних агентів до монетарної політики, неспроможної забезпечити збереження грошовими одиницями своєї вартості для ефективного обслуговування господарських та фінансових трансакцій. Впродовж 1990-х рр., коли глобальна інфляція знизилась, країни третього світу зіткнулись з новим видом загроз — мобільністю капіталів, плинністю ситуації на міжнародних фінансових ринках, значним припливом іноземних інвестицій, що, нерідко, детермінували погіршення платіжного балансу приймаючих країн. В таких умовах доларизація поряд з системою валютної ради почала розглядатись як засіб нівелювання валютного ризику, але самі прихильники доларизації, на думку Берга та Боренштейна, вважають систему валютної ради неспроможною протистояти викликам глобалізації¹⁷⁴.

¹⁷⁴ Берг Э., Боренштейн Э. Полная долларизация: преимущества и недостатки // Вопросы экономики. МВФ. Вашингтон. О.К. — Изд. на русс. яз. — 2000. — №24. — С. 4.

К.Рейнхарт, К.Рогофф та М.Савастано констатують, що, хронологічно, погляди на часткову доларизацію зазнали суттєвих змін. В рамках традиційного погляду доларизація розглядається під кутом зору валютного заміщення активів, тоді як більш сучасний погляд в основу дослідницького ракурсу ставить проблему валютного заміщення пасивів¹⁷⁵.

Можна стверджувати, що наведені позиції внутрішньо пов'язані між собою і відображають ситуацію одночасної трансформації монетарної політики і міжнародних фінансових ринків. Якщо переведення активів у більш стійку валюту відображає наслідки нестабільної інфляції та ризик гіперінфляційних потрясінь, то, природно, що початковий аналіз проблеми доларизації спирався на факт недовіри до монетарної політики, що проявився у такому поведінковому стереотипі як валютна субституція активів. Що ж стосується проблеми доларизації пасивів, то, з одного боку, вона відображає інерційне збереження явища недовіри до центральних банків, що, власне, і має місце на гносеологічному рівні її постановки, але з іншого боку, — валютна субституція зобов'язань демонструє якісні зміни в середовищі функціонування фінансових ринків. Отриманий доступ до глобальних потоків капіталу та інтеграція з світовим фінансовим простором відображає як можливість формувати пасиви у твердій валюті з міркувань того, що це більш надійно, так і можливість використовувати вигоди від глобалізації у вигляді запозичень з більш дешевих джерел. Внаслідок цього доларизація пасивів і на емпіричному і на гносеологічному рівні відображає трансформаційні процеси у глобальному фінансовому просторі, коли дедалі більша кількість країн може запозичувати з глобальних джерел. Підтвердженням того, що саме з ефектом інтеграції фінансових ринків в умовах глобалізації пов'язаний процес доларизації (в даному випадку доларизації пасивів) є те, що на фоні зниження інфляції у світі, інституціональних реформ центральних банків, послаблення проблеми бюджетних дефіцитів тощо рівень застосування іноземної валюти при формуванні зобов'язань наприкінці 1990-х початку 2000-х рр. зріс, порівняно з початком 1980-х рр., на які припали найбільші інфляційні негаразди у розвинутих країнах, третьому світі, криза зовнішнього боргу, плинні макроекономічні стабілізації, що змінювали одна одну (див. рис. 2.1. та табл. А.13. додатку А).

¹⁷⁵ Reinhart C., Rogoff K., Savastano M. Addicted to Dollars // NBER Working Paper. — 2003. — №10015. — P. 5.

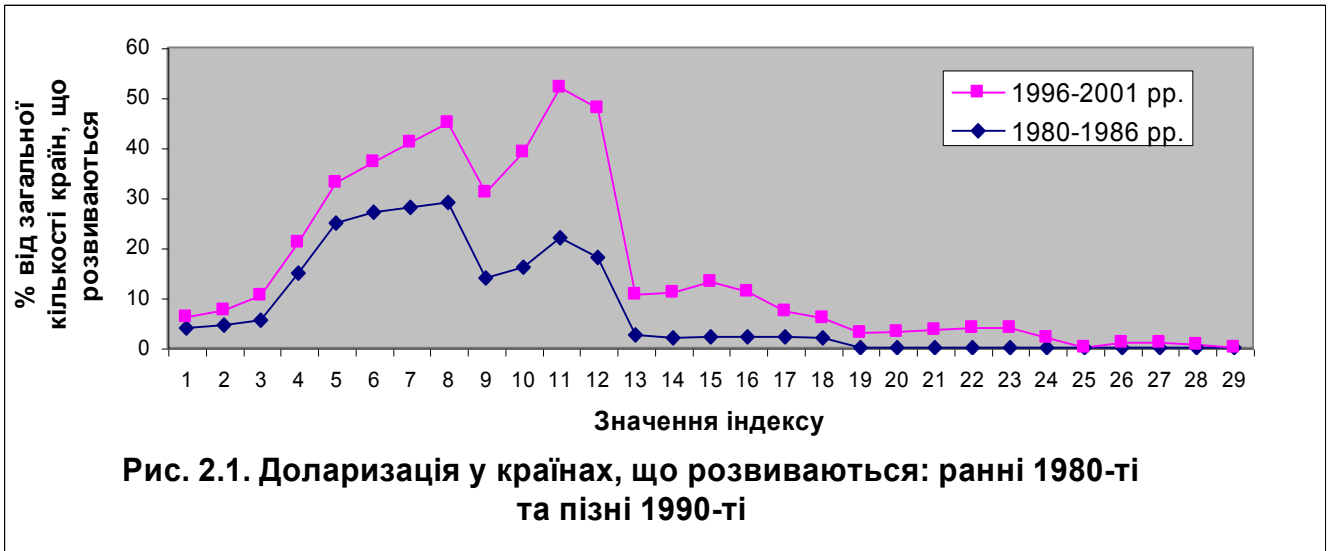


Рис. 2.1. демонструє розподіл індексу часткової доларизації (пасивів) в процентному відношенні до країн, що розвиваються, обрахованого згідно Рейнхарт, Рогофф та Савастано¹⁷⁶. Даний індекс складається з трьох компонентів: банківські депозити у іноземній валюті як частка широких грошей, загальний зовнішній борг в процентах ВВП, частка внутрішнього боргу, деномінованого або прив'язаного до іноземної валюти в структурі загального внутрішнього боргу. Зміщення індексу вправо, як видно з рис. 2.1., відображає ситуацію зростання рівня доларизації в світі. Табл. А.13. додатку А, у свою чергу, демонструє, що частка іноземної валюти в структурі грошової бази у країнах, що розвиваються, та трансформаційних економіках неухильно зростає впродовж 1980-2001 рр. При цьому, на тлі зменшення співвідношення загального зовнішнього боргу до ВВП за указаний період, частка боргу приватного сектора у зовнішніх боргових зобов'язаннях зростає, відображаючи нарощування залучення позик приватного сектора на зовнішніх ринках, що демонструє структурні наслідки глобалізації фінансових ринків.

Стосовно проблеми повної доларизації, то її теоретичне обґрунтування достатньо відрізняється в залежності від ракурсу аналізу. Наприклад, С.Моїсеєв в основі поділу теоретичних підходів до даної проблеми розглядає рівень аналізу — макроекономічний чи мікроекономічний¹⁷⁷. В результаті, макроекономічний аналіз включатиме підходи, які спираються на аналіз процесів: ефективності стабілізаційної політики, здійснюваної центральними банками, з огляду на ту чи іншу жорсткість цін в світлі дискусії про “правило чи дискреційність” (умовно його можна назвати підходом економістів монетарного напрямку); забезпечення довіри до монетарної політики через фіксацію валютних курсів (підхід економістів-міжнародників); формування оптимальних валютних зон (так само). Мікроекономічний аналіз спиратиметься на

¹⁷⁶ Reinhart C., Rogoff K., Savastano M. Addicted to Dollars // NBER Working Paper. — 2003. — №10015. — P. 13.

¹⁷⁷ Моїсеєв С. Доллар шагает по планете // Вопросы экономики. — 2003. — №3. — С. 84-87.

принцип “суверенітету споживача”, згідно якого економічний агент здійснює вибір тих інструментів трансакцій (в даному випадку — валюти деномінації), які приносять йому максимальну корисність. Природно, що в рамках даного підходу теоретично інтерпретація доларизації починає зближуватись з теорією “вільної банківської системи” та парадигмою приватних грошей, коли вибір валюти для господарських та фінансових операцій здійснюється економічним агентом безвідносно до функціонування інституціоналізованої грошової влади, яка має монопольне право на емісію.

Важливо відмітити, що даний підхід в принципі виключає можливість ідентифікувати роль процесів глобалізації у теоретичному обґрунтуванні доларизації, а також суміщає її розуміння, сформоване у 1980-х та 1990-х рр., впродовж яких зміна поглядів на роль інфляції та мобільності капіталів в системі валютної субституції вибудовує своєрідний поріг в поглядах на проблему. Відповідно, підходи, що спираються на суверенітет споживача й ринковий вибір грошей та їх деномінації (мікроекономічні), та підходи, в основу яких покладені принципи монетарної теорії, ефективність того чи іншого валютного курсу в процесі стабілізації інфляції (макроекономічні) тощо генетично впливають з розуміння доларизації як процесу, що відображає логіку внутрішнього розвитку макроекономічної системи на рівні окремої країни, і які не акцентують увагу на тому, що процеси глобалізації змінюють оточення монетарної політики якісно, зокрема, щодо самої можливості стабілізувати інфляцію з допомогою валютних прив'язок чи її інституціональних альтернатив у вигляді забезпечення незалежності центральних банків. При цьому, підходи, які відображають екзогенні детермінанти вибору щодо доларизації, генетично впливають з проблеми трансформації сучасних фінансових ринків та обмежень, які вони накладають на можливість здійснювати ту чи іншу монетарну політику, — отже етимологічно пов'язанні з ґносеологією процесів глобалізації¹⁷⁸.

Стосовно ролі доларизації в процесі формування оптимальних валютних зон, то даний підхід тільки частково можна ідентифікувати як такий, що пов'язаний з глобалізацією, оскільки він, з одного боку, відображає самодостатню роль запровадження іншої валюти для, наприклад, поглиблення регіональної інтеграції з метою протистояння викликам глобалізації, а з іншого боку, він не відображає, як необхідність самої регіоналізації впливає з викликів центральним банкам, що їх породжує глобалізація. Наприклад, як вже зазначалось, згідно Дж.Говкінза та П. Мейссона, доларизація може розглядатись як варіант монетарного аналізу регіональних процесів, оскільки, природно, запровадження спільної валюти передбачатиме, що ефективність такого кроку можна оцінювати виходячи з того, наскільки країна-емітент і

¹⁷⁸ Зауважимо, що Рейнхарт, Рогофф та Савастано вважають, якщо перші моделі доларизації (доларизація активів) констатують, що вона може розглядатись як наслідок монетарної політики і, потенційно не впливає на визначення її характеру, то в сучасних моделях (доларизація пасивів) напряду визначається, які наслідки має така доларизація для монетарної політики. Див. Reinhart C., Rogoff K., Savastano M. Зазн. праця. — С. 21.

країна, що запроваджує валюту, являють оптимальну валютну зону. Різниця між доларизацією і створенням нової валюти буде полягати тільки в інституціональних параметрах забезпечення її обігу, хоча це надзвичайно принципова різниця, яка має важливі макроекономічні наслідки, а тому не може ототожнюватись (як буде показано нижче). У свою чергу, К.Віллет, директор Кларемонтського центру досліджень економічної політики (США), стверджує, що теорія оптимальних валютних зон не може розглядатись як методологічний фундамент для обґрунтування процесів повної доларизації, наприклад, країн Латинської Америки¹⁷⁹. Звідси випливає, що вибір доларизації спирається на ті теоретичні позиції, які стосуються проблеми глобалізації.

Теоретичне обґрунтування доларизації в світлі процесів глобалізації спирається на кілька дещо відмінних підходів, хоча вони, в сукупності, відображають цілісну систему неспроможності або неефективності підтримувати обмежені коливання валютних курсів в умовах ущільнення зв'язків з високо інтегрованими фінансовими ринками.

По-перше, вибір на користь повної доларизації спирається на сукупність моделей, які описують циклічні процеси у країнах, що розвиваються, в умовах, коли стабілізаційні заходи на основі фіксації курсів не користуються довірою. Так, Г.Кальво одним з перших аргументував, що у випадку, коли стабілізація не користується довірою, то це призводить до виникнення специфічного ділового циклу, який розпочинається з першими успіхами стабілізації і закінчується валютно-фінансовою кризою¹⁸⁰. Основна причина цього полягає у міжчасовому перерозподілі на користь споживання у теперішньому періоді, коли рівень інфляції зменшується, оскільки очікувана девальвація та підвищення інфляції робитимуть таке споживання менш вигідним. У свою чергу, якщо споживання в основному переноситься на період, що слідує одразу після стабілізації, то це призводить до прискореного економічного зростання, нагромадження боргів (і в приватному секторі і державою) та, зрештою дефіциту платіжного балансу. Останній виникає в зв'язку з тим, що внутрішня пропозиція нееластично реагує на інтенсифіковане споживання, а інвестиційний імпорт, викликаний швидким зростанням, тільки поглиблює зовнішню нерівновагу. Рано чи пізно з'являється недовіра до спроможності підтримувати попередній курсовий паритет, оскільки зовнішній дисбаланс зріс, а валюта до цього часу вже є переоціненою. Спекуляція, вплив капіталів та дестабілізація призводять до девальвації, фінансових потрясінь, як наслідок — до колапсу споживання й економічного спаду. Після реалізації програми макроекономічної стабілізації ситуація повторюється.

¹⁷⁹ Willet T. Truth in Advertising and the Great Dollarization Scam // *Journal of Policy Modeling*. — 2001. — №23. — P. 279-289.

¹⁸⁰ Calvo G. Temporary Stabilization: Predetermined Exchange Rates // *Journal of Political Economy*. — 1986. — №94. — P. 1319-1329.

Г.Бланко та П.Гарбер обґрунтували, що ймовірність девальвації нагадує криву J (класичний ефект кривої J демонструє — всупереч теоретичним припущенням девальвація призводить до погіршення платіжного балансу, і лише потім до поступового покращення), тобто ризик відмови від прив'язки варіює в часі і причина цього — довіра до стабілізаційних заходів¹⁸¹. З одного боку, девальвація, яка щойно відбулась, призводить до зменшення валютного ризику, що тягне за собою зниження процентних ставок, яке спонукає перенесення споживання на період, що має місце після падіння валютного курсу. Проте, чим більшою мірою спливає час від минулої девальвації, тим більшою мірою починають підвищуватись процентні ставки, оскільки очікування нової девальвації індукують зростання валютного ризику. Внаслідок цього, споживання та економічне зростання починають корелювати з динамікою рівня валютного ризику у структурі процентних ставок. З іншого боку, динаміка валютного ризику відображає окремий аспект можливостей перенесення споживання на період, що слідує одразу за процесами стабілізації, як у підході Кальво.

Основним недоліком даних підходів є те, що перенесення негативної фази ділового циклу на період, що віддалений в часі від попередньої девальвації, максимізує функцію міжчасового вибору економічних агентів тільки *ex post*. У випадку, коли стабілізація, або користується довірою, або коли позитивні зовнішні шоки не призводять до виходу платіжним балансом зі стану рівноваги на стільки, що це індукує спекулятивні атаки, як передбачають дані моделі, в яких факт недовіри є своєрідною презумпцією, діловий цикл може не розвиватись за логікою “від кризи до кризи”. Проте, ймовірність таких позитивних зовнішніх шоків скоріше робить ситуацію з майбутньою девальвацією більше невизначеною, але аж ніяк не усуває центральну проблему — довіри до фіксованих курсів.

Слід зазначити, що дані підходи виникли в часи, що передували розгортанню другої хвилі глобалізації і не враховували особливості функціонування волатильних фінансових ринків. Спираючись на факт того, що характер довіри до політики визначає параметри ділового циклу, та враховуючи особливості глобальних ринків, згаданий Кальво модернізував свою теоретичну схему, запропонувавши так звану модель “раптової зупинки” (*Sudden Stop*), яка на сьогодні залишається своєрідним остовом дослідження монетарної політики в країнах, що розвиваються, зокрема процесів офіційної доларизації. Дана модель включає наступні гносеологічні елементи: проблема довіри до центральних банків як одна з передумов розвитку бізнес-циклу; фінансове інфікування (або фінансова інфекція, від англ. *financial contagion*) у вигляді блукаючих криз — від однієї країни до іншої. Основними рисами “раптової зупинки” є те, що стабілізаційні заходи та нормалізація інфляційної та валютно-

¹⁸¹ Blanco H., Garber P. Recurrent Devaluation and Speculative Attack on the Mexican Peso Journal of Political Economy. — 1986. — №94. — P. 148-166.

курсової ситуації призводить до припливу капіталу з-за кордону. Останнє може зумовлюватись як збільшенням зовнішніх запозичень у приватному секторі внаслідок прискореного споживання та зростання ВВП, так і збільшенням інвестицій нерезидентів (і прямих і портфельних), детермінованим відносно стабільною ситуацією на тлі вищих норм доходності у реальному чи фінансовому секторі. Експансія запозичень та приплив капіталу, у свою чергу, призводить до зниження процентних ставок, зростання капіталізації внутрішніх фінансових ринків, що, у свою чергу, через канали здешевлення споживання та інвестування та канали ефекту добробуту (адже капіталізація зросла) призводить до ще інтенсивнішого нарощування споживання та економічного зростання. Разом з тим, приплив капіталу ревальвує національну грошову одиницю, погіршує платіжний баланс, який і так знаходиться під дестабілізуючим впливом з боку розширення абсорбції, що, в підсумку, призводить до раптового відпливу капіталів, з огляду на появу невпевненості у майбутньому валютного курсу. Девальвація практично руйнує фінансово-банківський сектор країни (оскільки він на цей час виявився переобтяжений зовнішніми зобов'язаннями), відбувається колапс споживання і економічне зростання, так само раптом як і відплив капіталу, перетворюється на економічний спад¹⁸².

Наскільки важкими та руйнівними для економіки можуть виявитись фінансові кризи в умовах глобалізації свідчать наступні дані. Наприклад, якщо у 1994 р. в Мексиці зростання ВВП складало 4,4%, то у наступному (рік після кризи) — -6,2%; у 1997 р. в Таїланді, відповідно, -1,3% та -9,4%, Південній Кореї — -5,0% та -5,8%, Малайзії — 7,7% та -6,7%, Індонезії — 4,7% та -13,7%; у 1998 р. спад ВВП в Росії склав 4,6%¹⁸³. Такою самою, відповідно до логіки моделі “раптової зупинки”, є динаміка реального приватного споживання. Якщо у 1994 р. в Мексиці його зростання склало 5%, то у 1995 р. впало на 8%. В Аргентині, в якій в дані роки не було кризи, але яка зазнала спекулятивного тиску на валютний курс в зв'язку з подіями в Мексиці, за відповідні роки динаміка даного показника склала 5% та -4,7%. У Кореї впродовж 1993-1997 рр. середнє зростання реального приватного споживання складало 4,6%, а у 1998 р. впало на 10%. Волатильною є динаміка даного показника в Туреччині та Росії під час потрясінь 1994-1995 та 1997-1998 рр. Так, у Туреччині в 1994 р. споживання впало на 6%, при тому, що у 1993 р. його зростання складало 9%, а у 1995 р. 6%. У 1999 р. цей показник впав до 3,5%, тоді як середнє його зростання за період 1995-1998 рр. складало 4,8%. В Росії у 1994 р. цей показник впав на 4,5%, у 1995 р. — на 1%, у 1998 р. — на 3%, у 1999 — на 3%, при цьому його зростання у 1993 р. складало 8%, у 1996 р. — 4,5%, у 1997 р. 5%. Що стосується поточного рахунку платіжного балансу, то найбільш яскраво тенденція до його зниження

¹⁸² Calvo G. Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stop // Journal of Applied Economics. — 1998. — vol. 1. — P. 35-54.

¹⁸³ Луцишин З.О. Трансформація світової фінансової системи в умовах глобалізації. — К.: ДрУк, 2002. — С. 184.

до року кризи з подальшим покращенням і поступовим погіршенням простежується на прикладі Мексики, Кореї та Росії (максимальні значення дефіциту в % ВВП на роки криз, відповідно склали, 10, 7 та 3,2), тоді як в Аргентині та Туреччині динаміка зовнішньої нерівноваги є дуже волатильною з незначним погіршенням у роки криз на тлі загального дефіциту в Аргентині та спорадичних покращень у Туреччині. Так само, на роки криз припадає найбільше падіння обсягів капіталізації ринків акцій та найбільший розрив в показниках, що вимірюють ступінь валютного ризику — спред між доходністю річних казначейських векселів в США та доходністю облігацій країн з ринками, що виникають, (так званий спред + EMBI) різко зростає¹⁸⁴.

На думку Е.Мендози, практично усі кризи у країнах з ринками, що виникають, можна вважати емпіричним підтвердженням моделі “раптової зупинки”. Разом з тим, даний економіст вважає, що реальність ситуації, описуваної розглянутою моделлю Кальво, впливає зі складнішого явища, яке можна вважати імперфекціями глобальних ринків. Можна стверджувати, що проблема імперфекцій останніх породжується не тільки фактом довіри до політики валютних курсів, але й системною ознакою сучасних міжнародних фінансових потоків. Це впливає з того, що не всі уряди однаково не користуються довірою, а валютно-фінансові кризи 1990-х рр. відбулися в умовах зростаючої економіки, помірних бюджетних дефіцитів, нормалізованої ситуації із зовнішніми боргами (порівняно з 1980-ми, коли неспроможність нести тягар зовнішніх зобов’язань дуже часто розглядалась як фактор валютного ризику). Мендоза стверджує: “Чому економіки, що виникають, багато з яких реалізували довгострокові програми стабілізації та ринково орієнтовані реформи впродовж 1990-х, перебувають у поганому стані? Найпростішим поясненням є наявність “поганого уряду”, що проявляється у корупції, некомпетентності, дисфункціоналізації політичних та формальних інституцій. ... Але дослідження криз у таких економіках показали, що навіть “хороші” уряди виявляються вразливими до значних та раптових зворотних потоків капіталу... В основі такої вразливості знаходиться два фактори: брак довіри до інституцій, що здійснюють внутрішню політику та імперфекції глобалізованих ринків капіталу, доступ до яких такі економіки повинні мати щоб уможливити доступ до світової пропозиції заощаджень”¹⁸⁵.

Відповідно, по-друге, особливості інвестиційної діяльності на сучасних глобальних ринках стають додатковим аргументом на користь офіційної доларизації. Так, з одного боку, спрямування потоків капіталу у країни з ринками, що виникають, дуже часто не залежить від макроекономічної ситуації в таких країнах. Як показали дослідження Г.Кальво, Л.Лідермана та К.Рейнхарт, значний приплив капіталів у країни третього світу впродовж першої половини 1990-х рр. обумовлювався здебільшо-

¹⁸⁴ Mendoza E. Why Should Emerging Economies Give Up National Currencies: A Case for Institutions Substitution // NBER Working Paper. — 2002. — №.8950. — Fig. 1-3.

¹⁸⁵ Ibid. — P. 1.

го падінням процентних ставок у США¹⁸⁶. Відплив же наприкінці 1990-х зумовлений багатьма потрясіннями у таких країнах, зокрема внаслідок мексиканської, азійської, російської та бразильської криз. Звідси випливає, що вибір щодо інвестування у такі країни та вибір щодо відтоку капіталів скоріше відображає рішення глобальних інвесторів щодо вибору між ризиком та доходністю. Табл. 2.8. демонструє наведені тенденції.

Таблиця 2.8.

Приплив капіталів в країни з ринками, що виникають, млрд. дол. США

Рік	Прямі іноземні інвестиції	Портфельні інвестиції	Інші інвестиції	Загальний потік капіталу
1992	48,7	51,7	78,0	178,3
1993	71,7	89,5	39,7	200,9
1994	97,5	93,2	15,2	206,0
1995	127,8	35,2	128,1	291,1
1996	147,5	104,6	74,0	326,1
1997	183,3	82,9	45,3	311,4
1998	178,4	41,0	47,9	267,3
1999	205,1	52,6	-23,0	234,6
2000	196,2	31,0	-15,1	212,0
2001	202,3	-5,4	-35,7	161,2
2002	165,5	-23,3	42,1	184,4

Джерело: Global Financial Stability Report. — IMF: Washington. D.C., 2003. — P. 140.

Як видно з табл. 2.8., загальний обсяг вхідних потоків капіталу у країни з ринками, що виникають, за десятиліття практично не збільшився. Переломними були 1996-1997 рр., починаючи з яких обсяги припливу капіталів почали знижуватись. При цьому, за десятиліття збільшення ПІІ відбулось майже в чотири рази, але, якщо до 1997 р. вони зростали динамічно і постійно, то після — їх обсяги почали коливатись з року в рік. Що стосується портфельних інвестицій, то вони істотно зменшились за указане десятиліття, і зниження їх динаміки розпочалось у 1996 р. — році перед розгортанням азійської кризи, після чого їх обсяги почали систематично знижуватись.

Тобто, орієнтація на доходність у першій половині 1990-х рр. зумовлювала приплив на ринки з вищим рівнем ризику, тоді як кризи на ринках, що виникають, спонукали до вибору щодо низького ризику навіть за низької доходності. Зазначені тенденції у ставленні інвесторів до ризику та доходності, в світлі його кон'юнктурних змін, демонструє те, наскільки потоки капіталу не відображають зв'язку з динамікою фундаментальних макроекономічних змінних. Зокрема, азійські економіки після кризи зростають практично ідентичними темпами що і до кризи, проте за істотно нижчого рівня припливу капіталів ззовні, що, власне, стосується більшості країн з ринками, що виникають.

¹⁸⁶ Calvo G., Leiderman L., Reinhart C. Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s // Journal of Economic Perspectives. — 1996. — Spring. — P. 123-140.

З іншого боку, невідповідність між масштабами фінансових потоків в ті чи інші часи динаміці фундаментальних макрозмінних впливає з того, що самі фінансові ринки в умовах глобалізації ірраціоналізуються безвідносно до проблеми довіри до центральних банків чи урядів. Наприклад, модель Г.Вагнера та В.Бергера відображає, що волатильність фінансових потоків в умовах глобалізації зумовлюється тим, що інвестори стають надзвичайно чутливими до відхилення доходності на одному ринку від глобальної середньої, а збільшення кількості ринків, інтегрованих глобально, тільки підсилює таку волатильність внаслідок нових рішень щодо диверсифікації¹⁸⁷. Г.Кальво та Е.Мендоза причину волатильності глобальних ринків розглядають з позиції інформаційного підходу¹⁸⁸.

Так, існує три основні варіанти того, чому потоки капіталів в умовах глобалізації суттєво відхиляються від фундаментальних:

в умовах, коли ринок складається із значної кількості інвесторів, які мають однакове ставлення до відхилення доходності ринку від середньої, формується тенденція небажання платити за додаткову кількість інформації, що є специфічною для даної країни і яка би дозволила більш точно співвіднести ризик та доходність. При збільшенні кількості країн, інтегрованих у глобальний ринок, та за обмеженого розміру відкритих позицій на окремому ринку (з міркувань диверсифікації) з'являється ситуація, коли мотивація платити певну фіксовану суму за додаткову інформацію доходить до певної точки, а потім стає спадаючою функцією по фактору кількості країн, інтегрованих в глобальний ринок. При цьому, доходність "сліпого інвестування" стає доходністю, вільною від ризику, при зростанні кількості країн, тоді як переваги низької доходності, яка буде забезпечена напевне у окремій вивченій країні, не будуть виражені яскраво з огляду на необхідність нести додаткові витрати на збір інформації на концентрацію відкритих позицій саме на такому ринку. В результаті, існуватиме схильність до "сліпого" інвестування, яке менш витратне і більш диверсифіковане;

наявна структура заохочень до інвестування може визначатись перевагою ринків, що приносять доходність вищу, ніж середня, та покарань за протилежний випадок. Якщо гранична винагорода перевищує граничні покарання, то з'являються цілі регіони з мультиоптимальними портфелями. Як наслідок, може сформуватись така інвестиційна поведінка, яку можна назвати "перевагою певного портфеля на один день (*day preferred portfolio*). В результаті, збільшення кількості країн, інтегрованих у ринок, мультиплікує кількість оптимальних портфелів, внаслідок чого вола-

¹⁸⁷ Wagner H., Berger W. Financial Globalization and Monetary Policy // Bank of Netherlands's Conference Papers. — 2002. // www.dnb.nl.

¹⁸⁸ Calvo G., Mendoza E. Capital-Market Crises and Economics Collapse in Emerging Markets: An Informational-Frictional Approach // American Economic Review: Papers and Proceedings. — 2000. — May. — P. 54-72.

тильність потоків капіталу зростає, незалежно від масштабів самого глобального ринку;

на ринках може скластись ситуація, коли інвестори поділяються на групи за критерієм рівня інформованості (і, відповідно, за критерієм витрат на інформацію). Інвестори з нижчим рівнем інформації отримуватимуть її від інвесторів з вищим, але сигнал в такому випадку не буде чистий, порівняно з тим, якби отримання інформації оплачувалось, а буде змішаний з так званим шумом. За рахунок цього менш обізнані інвестори будуть реагувати не тільки на фундаментальні фактори, але й на характер поведінки більш обізнаних інвесторів, в результаті призводячи до випереджаючої волатильності ринку порівняно з випадком, коли інформаційна насиченість інвесторів була би однаковою, з причини того, що на них діють специфічні шоки¹⁸⁹.

Спільним усіх трьох випадків є те, що волатильність глобальних ринків не залежить від його масштабів, а є функцією виключно кількості країн-учасниць.

А якщо додати, що фундаментальні індикатори для країн, що розвиваються, в цілому, і для країн з ринками, що виникають, зокрема, є більш волатильними порівняно з розвинутими країнами (вища вразливість до умов торгівлі, встановлення процентних ставок з поправкою на курсову динаміку, а не на діловий цикл у чистому вигляді тощо), то, глобальні інвестори, користуючись раціональними міркуваннями, ірраціоналізують поведінку глобальних ринків загалом. На думку Мендози однією з причин того, чому роль інформації є визначальною у волатильності сучасних ринків капіталу, є відсутність економії на масштабі в умовах, коли кількість країн, інтегрованих у глобальні фінансові потоки зростає. “... збирання інформації про динаміку доходності ринку акцій в Кореї тільки частково допоможе передбачити доходності у Південно-Східній Азії, але вона не допоможе зрозуміти усі детермінанти поведінки доходності в Індонезії і зовсім не стане в нагоді для аналізу доходностей в Латинській Америці”¹⁹⁰. В сукупності, імперфекції глобальних ринків капіталу стають своєрідним спусковим гачком розвитку ситуацій, що описуються з допомогою моделі “раптової зупинки”, демонструючи крихкість фінансового сектора цілих регіонів світу.

По-третє, обґрунтування доларизації впливає з теоретичного узагальнення специфіки зв'язку між валютним устроєм та системними рисами фінансових ринків у країнах, що розвиваються. Так, Б.Ейченгрін та Р.Хаузманн стверджують: “Якщо і можна щось сказати позитивного про азійську кризу в продовження дискусії щодо посилення міжнародної фінансової архітектури, так це те, що вона надала життя давнім дискусіям про наслідки тих чи інших валютних устроїв. Курйоз, але рання посткризова література стосовно того, як зробити світ більш безпечним фінансовим мі-

¹⁸⁹ Mendoza E. Why Should Emerging Economies Give Up National Currencies: A Case for Institutions Substitution // NBER Working Paper. — 2002. — №.8950. — P. 9-13.

¹⁹⁰ Ibid. — P. 13.

сцем, нічого не сказала про вибір режиму валютних курсів, фокусуючи увагу на транспарентності, пруденційному нагляді, політиці щодо мобільності капіталу, реформі МВФ. Проте пізніше стало зрозуміло, що робити наголос потрібно на проблемі валютних курсів”¹⁹¹. Важливість саме валютних курсів, на думку даних економістів, обумовлюється тим, що саме валютний курс визначає обсяг потоків капіталу. Він є ключовою детермінантою процентних ставок та глобальних кредитних умов, а також він щільно пов’язаний з проблемою крихкості фінансових систем.

Стосовно останнього, то Ейченгріном та Хаузманном виділяється три фактори, які відображають зв’язок між валютними курсами та фінансовою крихкістю: проблема забезпечення фінансових зобов’язань; моральний ризик; гіпотеза “первородного гріху” (*Original Sin Hypothesis*)¹⁹².

Проблема забезпечення фінансових зобов’язань впливає з того, що час платежу по угодах є відмінним від часу виконання самих угод. В умовах, коли з’являються ризики у вигляді інфляції чи курсової дестабілізації, можуть виникнути стимули затримувати виконання угод. Основна причина — їх умови *ex ante* суттєво відрізняють від умов *ex post*. Внаслідок цього розвиток фінансових ринків та виконання сферою фінансового посередництва алокаційної функції може зазнати деформацій. Однак, вирішення даної проблеми не знаходиться у площині реалізації монетарної політики, а більшою мірою стосується питань ефективності функціонування інфраструктури фінансових та товарних ринків, банківського нагляду, дотримання контрактної дисципліни тощо.

Моральний ризик, як відомо, виникає тоді, коли учасники ринку усвідомлюють, що їхні інвестиції імпліцитно застраховані, отже вони приймають на себе ризик, який нижче, ніж фактичний. У більш широкому розумінні, моральний ризик властивий таким фінансовим системам, які відповідають наступним критеріям: банки (або інші фінансові інституції) вдаються до боргового фінансування; їхня відповідальність обмежена; на ринках має місце інформаційна асиметрія з приводу того, який рівень ризику приймають на себе банки; банки вдаються до надмірного ризику, коли має місце висока ймовірність, що у них є певні проблеми. Разом це підвищує крихкість фінансової системи, оскільки асиметрія інформації проковує появу так званого зворотного відбору, коли найбільша кількість інвестицій припадає на поганих позичальників. В аспекті валютно-курсвої проблематики, моральний ризик виникає у випадку, коли і інвестори, і позичальники усвідомлюють обмеженість коливань валютних курсів, внаслідок чого їхні операції здійснюються з таким рівнем доходності, який ігнорує, принаймні, частину валютного ризику. Така ситуація впливає з певної моделі поведінки центральних банків, яку можна ототожнити з феноме-

¹⁹¹ Eichengreen B., Hausmann R. Exchange Rate and Financial Fragility // NBER Working Paper. — 1999. — №7418. — P.

1.

¹⁹² Ibid. — P. 2-18.

ном “страху перед плаванням”. Відповідно, учасники ринку усвідомлюють, що неоголошена чи експліцитна прив’язка є своєрідною гарантією від настання валютного ризику, а самі органи грошової влади і породжують проблему морального ризику. Інакше, якби валютні курси коливались в широкому діапазоні, учасники ринку би вдавались до хеджування валютних ризиків. Відповідно, чим більшою мірою валютні курси є фактично плаваючими, тим більшою мірою фінансові трансакції здійснюються з хеджуванням валютних ризиків, і тим меншою мірою створюються передумови для настання фінансових криз. З огляду на те, що позичальники з країн третього світу усвідомлюють дилему центральних банків у вигляді “страху перед плаванням”, їхні зовнішні зобов’язання здебільшого виявляються не хеджованими. В результаті девальвація в умовах кризи і призводить до значних втрат в економіці у вигляді банкрутства банків та фінансових посередників і до відповідного розгортання ділового циклу за сценарієм від кризи до кризи.

Прикладом того, як незначні коливання валютних курсів можуть вплинути на відсутність мотивації до хеджування є порівняння спредів по процентних ставках, динаміки валютних курсів та їх волатильності у п’яти азійських країн, які зазнали кризи у 1997 р. з аналогічними даними по Японії і Німеччині. Так, відхилення ставки по депозитах від ставки LIBOR (спред) за період 1991-1997 рр. в Індонезії склало 11,5%, в Кореї 4,1%, в Малайзії 1,6%, на Філіппінах 6,5%, в Таїланді 4,0%, в Японії - 2,2%, в Німеччині 1,2%. Середньорічні темпи ревальвації проти дол. США за аналогічний період для відповідних країн склали -3,8%, -3,2%, 1,2%, 0,9%, -0,3% та 2,5% й -2,0%. А волатильність валютних курсів (відхилення фактичного значення від трендового) — 0,7%, 3,4%, 2,6%, 3,8%, 1,2%, 10,7%, 6,4%¹⁹³.

Так, якщо спреди процентних ставок в загальному є вищими для азійських країн, відображаючи потенційно вищий рівень суверенного ризику та відмінні монетарні умови (наприклад, рівень інфляції), середньорічна курсова динаміка — приблизно однаковою, то волатильність валютних курсів в азійських країнах набагато нижче порівняно з тою, яка має місце в Японії та Німеччині. Причому, саму волатильність можна співвіднести з масштабом кризи у відповідних країнах. Наприклад, для Філіппін цей показник є найвищим серед наведених, а криза у цій країні була найбільш м’якою. Відповідно, розширення коливань валютних курсів є самим простим засобом вирішення проблеми морального ризику.

Разом з тим, з одного боку, саме по собі розширення діапазону курсових коливань дуже часто не виявляється можливим по причині “страху перед плаванням”. Навіть якщо абстрагуватись від проблеми впливу змін курсового співвідношення на інфляційну ситуацію, обтяженість приватного сектора зовнішніми борговими зобов’язаннями внаслідок інтеграції з глобальними ринками капіталів нерідко призво-

¹⁹³ Ibid. — P. 43.

дять до того, що центральні банки в країнах, що розвиваються, всупереч припущенням теорії не застосовують інструментарій девальвації для компенсування шоків, пов'язаних зі змінами умов торгівлі. Навпаки, вони захищають валютний курс, підвищуючи процентні ставки. З іншого боку, спроможність таких країн забезпечити своєрідне винесення хеджованого ризику за межі національної економіки, як показують дослідження МВФ, є проблематичним¹⁹⁴. Така ситуація може обумовлюватись рядом причин. По-перше, регуляторна структура організації строкових ринків може не забезпечувати потрібне перекладання хеджованих ризиків на фінансові установи-нерезиденти з міркувань протидії тіньовому вивозу капіталів, хоча саме перекладання на нерезидентів тягаря по виконанню хедж-операцій є найбільш бажаним з міркувань стабільності національної банківської системи. По-друге, міжнародні ринки можуть з недовірою ставитись до фінансових інститутів з країн третього світу, вимагаючи додаткові комісійні чи надбавки до баз обрахунку форвардних чи ф'ючерсних курсів, внаслідок чого ціна хеджування для резидента буде занадто високою, зокрема, в світлі морального ризику, що приймається центральними банками. По-третє, найменша ціна на строкових валютних ринках складатиметься тоді, коли його учасники матимуть достатньо протилежні уявлення про курсову динаміку. У випадку, коли більшість учасників усвідомлюватиме ймовірність тільки одного напрямку поведінки валютного курсу, ціна хеджування різко зросте, що зробить його невивідним.

Зі специфікою системних ознак фінансових ринків у країнах третього світу пов'язаний наступний фактор, що відображає зв'язок між валютними курсами та фінансовою крихкістю, — гіпотеза “первородного гріху”. Дана гіпотеза відображає ситуацію, коли мотивуючою причиною здійснення запозичень у твердій валюті — на зовнішніх ринках — є неспроможність запозичувати ззовні у власній валюті (з огляду на відсутність її використання у міжнародних фінансових трансакціях та обігу за межами країни) та неможливість запозичувати всередині країни на тривалий строк та під низькі процентні ставки. З зазначеним явищем пов'язаний цілий комплекс як монетарних, так і фінансових проблем:

невідповідність між валютою фінансування і валютою, в яку деноміновані грошові потоки від здійснення господарської діяльності, призводить до того, що девальвація завжди призводитиме до дефолтів та банкрутств, оскільки вираз зовнішніх боргів в іноземній валюті різко зростає. Найпростіший захист національної валюти від девальвації — підвищення процентних ставок;

(в результаті) невідповідність між строковою структурою грошових потоків по активах та пасивах у випадку запозичень на внутрішньому ринку призводитиме до того, що підвищення процентних ставок різко здорожуватиме обслуговування коро-

¹⁹⁴ Exchange Rates in the Increasingly Interdependent World // IMF Occasional Papers. — 2001. — №193. — P. 15.

ткострокових боргів у національній валюті, що так само призведе до дефолтів та банкрутств;

підвищення процентних ставок (зокрема в наслідок запобігання девальвацій) може позначатись на банківських кризах. Це відбувається тому, що підвищення ставок призводить до зниження ліквідності і посиленні тенденції до оперування короткостроковими інструментами. Оскільки банківські клієнти мають довшу структуру активів, ніж це можуть дозволити собі банки, то платоспроможність останніх різко погіршується. Різке звуження кредитних спроможностей банківської системи зумовлює спад ділової активності. А якщо додати, що банки самі запозичують на зовнішніх ринках, то їхня вразливість загострюється ще більше. Як наслідок, процентні ставки стають надзвичайно волатильними, оскільки центральний банк завжди знаходиться перед дилемою — підвищення ставок чи девальвація, а банки не можуть чітко спрогнозувати характер поведінки органів грошової влади, зокрема, чи вдаватимуться вони до виконання функції кредитора останньої інстанції в разі кризи, чи необхідно перестраховуватись наперед шляхом підвищення власних ставок. Така невизначеність зумовлює ситуацію, коли неможливо визначити наперед вплив девальвації чи підвищення ставок на міжбанківський ринок, внаслідок чого фінансові посередники починають маневрувати відповідно до отриманих сигналів. В сукупності це призводить до розхитування ринку, через що ставки починають коливатись у широких діапазонах. Причому, у країнах з жорстким фіксованим курсом ставки можуть виявитись навіть менш волатильними (всупереч припущенню теорії), ніж у країнах, де оголошені плаваючі курси, але має місце “страх перед плаванням”;

значна волатильність ставок суттєво ускладнює розвиток внутрішнього ринку капіталів. Невизначеність щодо залежності між девальвацією та процентними ставками призводитиме до підвищення надбавок за ризик. У свою чергу, вартість депозитів, особливо довгострокових, буде занадто великою, щоб приваблювати банки формувати пасиви з таких джерел, а вартість кредитів чи облігаційних позик, так само довгострокових, — завищеною щодо спроможності позичальників їх обслуговувати, наприклад з міркувань відносно низької поточної інфляції;

в умовах, коли доходність визначається з огляду на характер її виразу у більш міцній валюті, мотивація до збільшення заощаджень у національній валюті може знижуватись. Основна причина — як девальвація, так і ревальвація не забезпечують страховки від ризику доходності. Так, можна стверджувати, що ревальвація кореспондує з періодами економічного зростання та підвищення доходів. Це позначається на посиленні схильності до заощаджень. Вартість акумульованих заощаджень, виражена у іноземній валюті, зростає. Девальвація, навпаки, кореспондує з падінням доходів, що знижує саму норму заощаджень та зумовлює потребу у використанні нагромаджених заощаджень. Але їхня вартість, виражена у іноземній валюті, знижу-

ється. Тяжіння до нагромадження заощаджень в іноземній валюті дозволить мінімізувати ризик коливання доходності в умовах курсових флуктуацій. Зазначена проблема має важливий макроекономічний аспект. Якщо припустити, що рішення щодо заощаджень та споживання зважуються на їх валютний вимір, як це видно з щойно сказаного, то, в такому випадку, заощадження не будуть виконувати роль автоматичного стабілізатора, з допомогою якого вирівнюватимуться обсяги споживання в часі, зокрема, в розрізі ділового циклу. А неспроможність згладжування споживання завжди позначатиметься на підвищенні волатильності обсягів виробництва та, зрештою, ВВП.

Емпіричним підтвердженням гіпотези “первородного гріха” є наступні дані. Так, строкова структура корпоративних боргів в азійських країнах за рік до кризи 1997 р. відображає, що можливість запозичувати на тривалий строк є незначною не тільки для внутрішніх боргів, але й для зовнішніх. При цьому, короткострокові борги є домінуючими (див. табл. 2.9.).

Таблиця 2.9.

Строкова структура корпоративних боргів в азійських країнах за рік до кризи, %

	Зовнішня заборгованість		Внутрішня заборгованість	
	КС	ДС	КС	ДС
Індонезія	20,5	19,6	31,4	28,5
Корея	29,4	17,0	27,7	25,8
Малайзія	32,1	11,0	35,7	21,2
Філіппіни	19,7	21,3	25,5	33,5
Таїланд	29,6	12,3	32,0	26,1

Примітка: КС — Короткострокові; ДС — довгострокові.

Джерело: Eichengreen B., Hausmann R. Exchange Rate and Financial Fragility // NBER Working Paper. — 1999. — №7418. — Р. 45.

Як видно з табл. 2.9., на 1996 р. склалась ситуація, коли і в структурі зовнішньої, і внутрішньої заборгованості домінували короткострокові зобов'язання. При цьому, виключенням є Філіппіни, в яких криза була найбільш м'якою, і як зазначалось вище, саме в цієї країни волатильність валютного курсу напередодні кризи була найвищою серед азійських країн. Разом з тим, подібна ситуація відображає не тільки факт недостатньо розвинутого фінансового посередництва в країнах з ринками, що виникають, а також і наявність морального ризику. І міжнародні і внутрішні ринки капіталу демонстрували невпевненість у бездоганній платоспроможності корпоративного сектора, інакше, в світлі гіпотези “первородного гріха”, частка довгострокової зовнішньої заборгованості мала би переважати. Домінування у структурі внутрішньої заборгованості короткострокових позик також не може повною мірою відображати валютний ризик, якщо прийняти до уваги низьку волатильність курсів азійських країн. Отже, невпевненість у корпоративному секторі спонукала до скорочення строкової структури його боргів, на тлі нарощування його обсягів, що можна

вважати поєднанням обох факторів фінансової крихкості. За даними року після кризи, частка короткострокового боргу в економіці в цілому також переважала в азійських країнах, становлячи в середньому 50,0%, тоді як в Латинській Америці цей показник становив 25,7% (серед Азійських країн найвищу частку короткострокової заборгованість репрезентує Корея — 68,5%, а найнижчу Філіппіни — 36,0%; в Латинській Америці, відповідно, Чилі — 46,1% та Венесуела — 14,9%)¹⁹⁵.

Що стосується іншого важливого аспекту гіпотези “первородного гріха” — неможливості запозичувати закордоном у власній валюті, то дані табл. 2.10. її підтверджують.

Таблиця 2.10.

Зовнішні запозичення у власній валюті: ринки, що виникають, та розвинуті країни, %

	Через облігації			Через банківські позики		
	1996	1998	2001	1996	1998	2001
Бразилія	0	0	0	0,83	4,25	4,23
Чилі	0	0	0	4,16	0,70	3,70
Мексика	0,02	0,01	0,15	-	0,67	3,17
Індонезія	2,22	0,85	0,26	4,78	1,25	2,67
Корея	0	0	0	1,70	1,01	5,53
Філіппіни	0,51	0,61	0,35	6,91	4,85	4,82
Таїланд	0,78	0,35	12,51	2,74	4,16	7,68
Чехія	0	0	0	13,83	13,97	18,5
Угорщина	0	0	0	-	2,70	6,52
Польща	0	0,82	0	4,34	5,75	10,21
Ізраїль	0	0	0	4,15	1,69	1,93
ПАР	0	13,46	6,18	7,52	19,23	18,85
Австралія	26,75	21,34	12,26	24,72	22,63	49,27
Канада	19,23	13,64	13,13	19,89	17,67	26,68
Нова Зеландія	3,71	2,93	0,96	28,42	27,04	29,34
Швеція	1,80	1,98	2,53	26,79	29,97	35,04
Швейцарія	17,28	19,26	13,22	29,63	33,96	26,72
Велика Британія	48,74	44,10	40,43	9,55	11,29	13,38
США	70,05	78,13	84,22	83,71	81,72	86,57
Японія	45,93	51,15	48,94	39,51	54,34	47,95
Зона євро	50,87	53,20	64,68	40,84	22,75	23,15
Країни з ринками, що виникають	0,29	1,34	1,62	3,86	5,02	7,32
Розвинуті країни не G-3	19,59	17,21	13,75	23,17	23,76	30,07
Країни G-3	55,62	60,83	65,95	54,69	52,94	52,56

¹⁹⁵ Eichengreen B., Hausmann R. Exchange Rate and Financial Fragility // NBER Working Paper. — 1999. — №7418. — P. 47.

Джерело: Ho K., McCauley R. Living With Flexible exchange Rates: Issues and Recent Experience in Inflation Targeting Emerging Market Economies // BIS Working Papers. — 2003. — №130. — P. 42.

Дані табл. 2.10., демонструють, що можливість країн з ринками, що виникають, запозичувати зовні у власній валюті як через облігаційні, так і через банківські джерела, суттєво поступається розвинутих країнам. В сукупності це позначається на тому, що рівень валютного ризику, який припадає на усю економіку, є набагато вищим у перших.

Окрім цього, самі масштаби фінансових ринків у країнах третього світу є набагато меншими, ніж у розвинутих країнах. Наприклад, співвідношення суми емітованих акцій, облігацій та банківських активів до ВВП за даними на 2002 р. в середньому в світі складає 467,7%. При цьому, для ЄС воно становить 610,7% (найбільше значення — Люксембург 3137,2% та Бельгії — 1233,0%; найнижче — Греції — 315,4% та Португалії — 390,8%), для зони євро — 591,0%, Великої Британії — 706,0%, США — 509,3%, Японії — 611,7%, а для країн з ринками, що виникають в середньому — 282,2%, з них для таких країн з Латинської Америки — 160,2%, Близького Сходу — 112,6%, Африки — 172,8%, Європи — 94,3%¹⁹⁶. Така ситуація відображає те, наскільки більш розвинута сфера фінансового посередництва в розвинутих країнах дозволяє більш ефективно: здійснювати мобілізацію позичкових ресурсів; уникати ризику зовнішніх запозичень, в першу чергу, валютного; амортизувати шоки споживання через міжчасовий перерозподіл заощаджень. Як наслідок, дилема монетарного вибору “процентні ставки-валютний курс” не стоїть так гостро для розвинутих країн, через що їх вразливість до імперфекцій глобальних ринків набагато нижче, а поведінка центральних банків більш передбачувана. В країнах, що розвиваються, залежність від глобальних ринків є набагато вища, оскільки внутрішні ринки нерозвинуті, а, разом, залежність від їх імперфекцій також набагато вища. Оскільки такі імперфекції безпосередньо зачіпають валютно-курсовий сегмент монетарної політики з її яскраво вираженою орієнтацією на підтримання валютних курсів з обмеженими коливаннями і з’являються на стику останньої зі специфікою сфери фінансового посередництва, то, за образним висловлюванням Ейченгріна та Хаузманна, “якщо плаваючі курси не можуть бути вирішенням проблеми, то найкращим вирішенням буде відсутність валютних курсів — доларизація, або її євро еквівалент”¹⁹⁷. Враховуючи проведений аналіз даних теоретичних підходів, можна виявити гносеологічну структуру обґрунтування вибору на користь доларизації в умовах глобалізації, що відображено на рис. 2.2.

¹⁹⁶ Global Financial Stability Report. — IMF. — Washington D.C. — 2003. — P. 143.

¹⁹⁷ Eichengreen B., Hausmann R. Exchange Rate and Financial Fragility // NBER Working Paper. — 1999. — №7418. — P. 3-4.



Рис. 2.2. Структура теоретичного обґрунтування доларизації в умовах глобалізації

Офіційне запровадження в обіг іноземної більш міцної валюти передбачає системну трансформацію оточення монетарної політики та ролі центрального банку в економіці, що має свої переваги та недоліки.

Стосовно трансформації оточення монетарної політики можна виділити наступні закономірності:

по-перше, розширення географічної зони обігу однієї валюти сприятиме посиленню глобалізації як процесу, що інтегрує та конвергує фрагментарний за національно-політичними ознаками гео економічний простір. Якщо в епоху першої глобалізаційної хвилі перехід до золотого стандарту та прихильність до нього як макроекономічного пріоритету розглядалися в світлі ущільнення торговельних та фінансових зв'язків в межах економік, що мають спільну — золоту — основу обігу національних грошей, то доларизація матиме такі саме наслідки для інтенсифікації міжнародних трансакцій та інтеграції ринків, тільки вже не на спільній основі обігу грошей, а на основі спільності самих грошей. За висловленням Е.Мендози, доларизація передбачатиме не тільки запровадження в обіг більш міцної валюти іншої країни, але й “інституціональну субституцію”¹⁹⁸. Проте, інституціональна субституція не обме-

¹⁹⁸ Mendoza E. Why Should Emerging Economies Give Up National Currencies: A Case for Institutions Substitution // NBER Working Paper. — 2002. — №.8950. — P. 5.

жуватиметься тільки цим, оскільки модифікуватиме усю систему монетарної та, зрештою, макроекономічної політики в цілому;

по-друге, доларизація забезпечить повну ліквідацію валютного ризику, на основі чого процентні ставки знижуватимуться, створюючи стимули для диверсифікації фінансово-кредитного забезпечення функціонування економіки. Внутрішні ринки отримуватимуть стимули для розвитку, оскільки проблема довіри до центрального банку не буде актуальною, отже ризик запровадження інфляційного оподаткування зводиться до мінімуму; відсутність необхідності вирішувати дилеми переваги волатильності процентних ставок перед волатильністю валютних курсів знижує невизначеність поведінки центрального банку, що зменшуватиме коливання процентних ставок і стимулюватиме розвиток внутрішнього ринку капіталів. Наприклад, в Панамі, в країні, де доларизація має місце з 1904 р., серед інших країн Латинської Америки має місце найвища монетизація економіки, що і відображає масштаби розвитку фінансових ринків у цій країні. Так, якщо середній показник монетизації у Латинській Америці впродовж 1990-х рр. склав 28%, то у Панамі — 58%. При цьому, дана країна за аналогічний період мала найнижчі темпи інфляції (1,2%), найнижчі спреди по довгострокових облігаціях та одні з найвищих темпів економічного зростання — 5,1%, проти 3,2% в середньому по регіону¹⁹⁹. Усунення валютного ризику спонукатиме до розвитку міжнародного кредиту. Валютний ризик усувається, необхідність додаткового аналізу ринків окремої країни відпадає, довіра до валюти забезпечується довірою до центрального банку країни-емітента. В сукупності, це призводить до зниження спредів між ставками в країні-позичальниці та на міжнародних ринках, внаслідок чого зовнішні запозичення стають більш дешевими, а можливості їх використання для фінансування економічного зростання розширюються. При цьому, зниження спредів не буде обумовлюватись тим, наскільки міжнародні інвестори сприймають вплив зовнішніх шоків (наприклад, шоків умов торгівлі) на спроможність країни підтримувати рівноважний платіжний баланс;

по-третє, перехід на валюту іншої країни теоретично означатиме синхронізацію ділових циклів, внаслідок чого макроекономічні важелі впливу на сукупний попит послаблюються, а чутливість до екзогенних шоків зростає. Останні вже не зможуть компенсуватись повною мірою за рахунок акомодативної політики. Однак, з огляду на те, що фінансові ринки отримають додаткові стимули для розвитку, вони більш ефективно зможуть виконувати функцію автоматичного стабілізатора за рахунок згладжування коливань заощаджень в часі та полегшеного доступу до глобальних заощаджень;

¹⁹⁹ Eichengreen B., Hausmann R. Exchange Rate and Financial Fragility // NBER Working Paper. — 1999. — №7418. — P. 50-52.

відповідно, по-четверте, переважаюче згладжування шоків за рахунок дії ринкового механізму (з допомогою фінансових ринків), а не за рахунок застосування тих чи інших інструментів державного регулювання (з допомогою відповідних інституцій) може позначитись на зміні функціональних меж між державним та приватним секторами економіки на користь останнього (з відповідним потенційним зниженням державного навантаження на економіку і створенням за рахунок цього додаткових переваг у глобальній конкуренції на ринках чи за приваблення капіталу).

Стосовно трансформації центрального банку та самої монетарної політики можна стверджувати наступне.

По-перше, доларизація практично виключає можливість застосування валютно-курсного інструментарію адоптації до макроекономічних шоків. Проте, дане явище за своїм макроекономічним змістом є набагато складнішим, ніж виключно втрата важеля пристосування до нових рівноважних умов.

А) Перехід на іншу валюту передбачає, що інфляційна ситуація повинна повністю наслідувати інфляційні процеси у країні-емітенті валюти. Відповідно, відбувається зниження рівня інфляції.

Б) У свою чергу, перехід до низьких значень інфляції та усунення можливості створення стимулів для сукупного попиту в умовах рецесій повинно передбачати, що економіка має мати достатній рівень гнучкості, щоб пристосування до нових рівноважних умов відбувалось не за рахунок реальних макроекономічних змінних, а номінальних. В певному розумінні, це означає своєрідний регрес у часи золотого стандарту, коли саме гнучкість цін дозволяла уникати значних втрат ВВП та зайнятості в умовах рецесій через гнучкість ціноутворення. З іншого боку, в умовах глобалізації економіка дійсно стає більш гнучкою. Проте, таке підвищення гнучкості зумовлюється швидким технологічним прогресом та інформатизацією, що властиво розвинутих країнам, і може не бути властиво країнам, що розвиваються, — потенційним претендентам на доларизацію, оскільки рівень технологічного розвитку у них продовжує відставати від рівня, властивого розвинутих країнам.

В) Важливість гнучкості також має значення з міркувань того, що валютний курс не може виступати засобом макроекономічного коректування. Зовнішній шок повинен поглинатись зниженням цін та зарплат, а не зниженням обсягів виробництва та зайнятості, інакше жорстка фіксація курсу, що випливає з доларизації, розповсюджуватиме рецесію у зовнішньому секторі на решту господарства.

Г) Доларизація і, як наслідок, довіра до монетарної політики повинні повністю вирішити проблему інфляційного зміщення та динамічної інконсистентності, за рахунок чого рівноважна інфляція повинна знизитись.

Д) У свою чергу, низька інфляція запобігає виникненню проблеми реальної ревальвації, і пов'язаної з нею кризи платіжного балансу. Ревальвація загрожувати-

ме платіжному балансу тільки у випадку, коли валюта країни-емітента різко здорожується щодо усіх інших валют. Оскільки доларизована країна і країна-емітент, як правило, не являють собою оптимальної валютної зони (наприклад, з огляду на те, що гносеологічна структура запровадження доларизації в умовах глобалізації (рис. 2.2.) будується за іншою логікою), то компенсація шоку ревальвації запровадженої валюти, з одного боку, повинна відбуватись за рахунок номінальної гнучкості, а з іншого, — за рахунок диверсифікації зв'язків з іншими країнами, інспірованими стабільним валютним курсом.

Е) З огляду на феномен “страху перед плаванням”, коли застосування валютно-курсового інструментарію відновлення макрорівноваги є і так обмеженим, його повна втрата може не принести значних негативних наслідків, оскільки економіка мала би адаптуватись до обмежених курсових коливань.

По-друге, сама техніка реалізації монетарної політики зазнає радикальних змін. Це впливає як з того, що центральний банк більше не є емітентом валюти, так і з того, що створення грошової бази може від нього не залежати, адже він не може збільшувати свої пасиви (гроші в обігу) відповідно до своїх емісійних намірів, а самі пасиви не можуть розміщуватись в активах. З останнього, зокрема, впливає те, що зовнішні та внутрішні активи органів грошової влади втрачають свій чіткий поділ, а макроекономічний зміст такого поділу вже не може мати функціональних ознак при реалізації грошово-кредитного регулювання.

А) Можливість змінювати кількість грошей в обігу через канали грошової пропозиції матиме місце тільки тоді, коли в центрального банку залишаться валютні резерви, що не були витрачені на обмін на національну валюту при переході до обігу іншої валюти. В такому випадку поділ на зовнішні та внутрішні активи зітреється, а зміна обсягів грошової бази буде ототожнена з динамікою таких резервів. Попри те, що наявність таких резервів може забезпечити згладжування коливань обсягів ліквідності на міжбанківському ринку, сама наявність може виявитись нереальною, оскільки передбачатиме звуження грошової маси, що перебуватиме в обігу, під час запровадження доларизації з відповідними рецесійними наслідками. Навіть якщо такі резерви збережуться, можна припустити, що їх обсяг не буде значним.

Б) Якщо такі резерви збережуться, то можливість стимулювання попиту за рахунок збільшення грошової пропозиції (тобто за рахунок втрати резервів) не матиме макроекономічного змісту, як з міркувань того, що сама величина резервів буде незначною, так і з міркувань того, що масштаби грошової маси тяжітимуть до стаціонарного стану, збільшуючись чи зменшуючись, з відповідними наслідками для реальних та, відповідно, номінальних змінних когерентно з динамікою платіжного балансу.

В) І наявність і відсутність резервів для згладжування коливань обсягів ліквідності на міжбанківському ринку актуалізує питання про роль інструментів монетарної політики в повністю доларизованій економіці. З одного боку, факт наявності резервів і можливість згладжування флуктуацій міжбанківських ставок передбачатиме наявність чи то операцій рефінансування, чи то операцій відкритого ринку, або одних і других. З іншого боку, якщо інфляція не буде повністю визначатись екзогенно, то постане питання про необхідність інструментів, які би забезпечували вилучення ліквідності (наприклад, операції відкритого ринку) чи стримували мультиплікацію грошей (резервні вимоги). Так, сам факт того, що інфляція в офіційно доларизованій економіці може не визначатись повністю екзогенно, в літературі з даного питання взагалі не розглядається. Внутрішня емісія відсутня, а мультиплікація грошей буде врівноважуватись через сальдо платіжного балансу. Але, водночас, можна припустити, що у випадку змін у сфері платіжних технологій наявність обмеженої кількості готівки в обігу (так само як наявність золота в умовах золотого стандарту), що врівноважувала грошову пропозицію через динаміку платіжного балансу, може вже не виконувати роль автоматичних рестрикцій на процес мультиплікації грошей. Звичайно, країни третього світу мають набагато нижчий рівень інформатизації господарських трансакцій, ніж розвинуті країни, але у довгостроковій перспективі розвиток електронних грошей та платіжних технологій на тлі розвитку внутрішніх фінансових ринків (які уможливають відхилення динаміки грошових агрегатів від кількості доларової маси, подібно до того, як це відбувається у випадку сучасних валютних рад — див. вище) може потребувати використання інструментів монетарної політики для вилучення грошей з обігу.

По-третє, з питанням про інструменти монетарної політики щільно пов'язана проблема виконання центральним банком ролі кредитора останньої інстанції. У випадку, коли останній не є емітентом грошей, то, відповідно, він не може здійснювати рефінансування (за виключенням, якщо у нього зберігаються певні резерви). У свою чергу, пом'якшення банківських криз унеможлиблюється. Варто зазначити, що сама доларизація не виключає повною мірою проблеми виникнення кризових ситуацій у банківському секторі. З одного боку, відсутність кредитора останньої інстанції знімає проблему морального ризику, внаслідок чого алокація фінансових ресурсів повинна покращуватись, а платіжна дисципліна й частка “хороших кредитів” в банківських активах зрости. З іншого боку, фінансова система країни та процес утворення процентних ставок опиняються в залежності від платіжного балансу.

Відповідно, по-четверте, якщо прийняти до уваги, що в умовах доларизації фінансування його дефіциту (у випадку, коли автоматичне дефляційне пристосування не відбулося, або коли з політичних міркувань створюються стимули для альтернативного вирішення проблеми) може відбуватись тільки у борговий спосіб — адже

зниження валютних резервів, як у випадку з ситуацією, коли має місце класичний центральний банк чи валютна рада, неможливе, то екзогенні процентні ставки можуть суттєво вплинути на платоспроможність фінансових посередників, особливо у випадку, коли їх клієнти з реального сектору зазнають втрат і не можуть вчасно розрахуватись за кредити, чи коли структура активів та пасивів у банківському та реальному секторах суттєво не співпадатимуть за настання тих чи інших кризових обставин.

По-п'яте, вигоди від доларизації у сфері процентних ставок є суперечливими. З вище наведеного аналізу випливає, що усунення валютного ризику та ризику інфляційної дестабілізації повинно знижувати вартість запозичень. Але зберігається суверенний ризик та ризик платоспроможності окремого позичальника. Якщо доларизація сприймається як передумова суттєвих рецесій у випадку, коли номінальної гнучкості для компенсації шоків буде не вистачати, то суверенні ризики можуть навіть зрости. Окрім цього, за рахунок доларизації відбувається домінування зовнішньої рівноваги у визначенні поведінки процентних ставок (випадок фіксованих валютних курсів). Більше того, центральний банк буде не спроможний їх згладжувати, хоча переважаюча реакція на девальвацію, ніж на рецесію, суттєво обмежувала таку можливість. Як і випадку з золотим стандартом, процентні ставки стануть більш волатильними. А можливість компенсувати негативні наслідки цього будуть залежати виключно від того, наскільки вдасться знизити вартість запозичень.

По-шосте, доларизація позбавляє можливості отримувати сеньйораж, який в країнах, що розвиваються, часто є суттєвим фіскальним ресурсом. Незважаючи на тенденцію до його зниження внаслідок орієнтації монетарної політики на цінову стабільність та послаблення проблеми бюджетних дефіцитів в цілому по світу, його обсяги залишаються вищими, порівняно з розвинутими країнами. Наприклад, впродовж 1999-2001 рр. в середньому як частка ВВП сеньйораж у Китаї склав 0,7%, у Індонезії — 0,3%, у Кореї — 0,2%, у Сінгапурі — 0,1%, у Таїланді — 0,1%, у Бразилії — 0,8%, у Мексиці — 0,3%, в Угорщині — 0,5%, у Польщі — 0,3%, в Росії — 1,4%, в ПАР — 0,2%. Причому, це країни, за виключенням Бразилії та Росії, які не мають значних фіскальних труднощів. Для порівняння, у розвинутих країнах цей показник склав 0,1%²⁰⁰.

Стосовно тенденцій у сфері офіційної доларизації, то буквально до кінця 1990-х рр. вона мала місце у ряді дуже малих-острівних економік, роль яких у світовому господарстві надзвичайно мала, а вплив такої доларизації на систему міжнародних фінансів не мав місця. Причому, в більшості випадків, як свідчать дані табл. 2.11.,

²⁰⁰ Hawkins J., Masson P. Economic Aspects of Regional Currency Areas and the Use of Foreign Currencies // Currency Areas and the Use of Foreign Currencies. — BIS Paper. — 2003. — №17. — P. 35.

запровадження іноземної валюти в таких економіках відбулося у повоєнний період або у 1970-ті.

Таблиця 2.11.

Країни, де має місце офіційна доларизація

Країна	Валюта	Рік запровадження	ВВП, млрд. дол. США	Населення, тис. чол.	Політичний статус
Країни, в яких запроваджено долар США					
Східний Тімор	Дол. США	2002	0,4	800	Незалежна країна
Еквадор	Дол. США	2000	37,2	13200	Незалежна країна
Сальвадор	Дол. США	2001	24,0	6200	Незалежна країна
Гватемала	Дол. США	2001	43,0	11400	Незалежна країна
Маршалові острови	Дол. США	1944	0,1	71	Незалежна країна
Мікронезія	Дол. США	1944	0,3	135	Незалежна країна
Панама	Дол. США	1904	16,6	2900	Незалежна країна
Пуерто-Ріко	Дол. США	1899	39,0	3900	Співдружність з США
Західне Самоа	Дол. США	1899	0,5	67	Територія США
Віргінські острови	Дол. США	1973	0,3	21	Британська залежність
Гуам	Дол. США	1898	3,2	160	Територія США
Північні Маріанські острови	Дол. США	1944	0,9	75	Співдружність з США
Палау	Дол. США	1944	0,1	19	Незалежна країна
Острови Піткерп	Дол. США	1800-ті	0,0	0,047	Британська залежність
Острови Теркс і Кайкос	Дол. США	1973	0,1	18	Британська колонія
Американські Віргінські острови	Дол. США	1934	1,8	120	Територія США
Країни, де має місце запровадження іншої валюти, відмінної від долара США					
Андорра	Євро	1278	1,0	67	Незалежна країна
Острови Кука	Новозеландський долар	1995	Менше 1	20	Самоврядна територія Нової Зеландії
Кокосові острови	Австралійський долар	1955	-	-	Австралійська зовнішня територія
Кірібаті	Австралійський долар	1979	Менше 1	91	Незалежна країна
Косово	Євро	2000	-	-	Частина Сербії
Лесото	Ренд ПАР	1974	5,0	2000	Незалежна країна
Ліхтенштейн	Швейцарський франк	1921	Менше 1	32	Незалежна країна
Монако	Євро	1885	Менше 1	32	Незалежна країна
Чорногорія	Євро	1999	4,0	700	Незалежна країна
Намібія	Ренд ПАР	1992	11,0	1800	Незалежна країна
Науру	Австралійський долар	1968	Менше 1	11	Незалежна країна
Ніуе	Новозеландський долар	1974	Менше 1	2	Самоврядна територія Нової Зеландії
Північний Кіпр	Турецька ліра	1974	Менше 1	190	Незалежна країна

					(фактично)
Сан Марино	Євро	1897	Менше 1	27	Незалежна країна
Свазіленд	Ренд ПАР	1974	5,0	1000	Незалежна країна
Тувалу	Австралійський долар	1978	Менше 1	11	Незалежна країна
Токелау	Новозеландський долар	1892	-	-	Територія Нової Зеландії
Ватикан	Євро	1929	Менше 1	1	Незалежна країна

Джерело: Hawkins J., Masson P. Economic Aspects of Regional Currency Areas and the Use of Foreign Currencies // Currency Areas and the Use of Foreign Currencies. — BIS Paper. — 2003. — №17. — Р. 22.; Моисеев С. Доллар шагает по планете // Вопросы экономики. — 2003. — №3. — С. 81-82.

Перехід у 2000-2001 рр. на американський долар у Сальвадорі, Еквадорі та Гватемалі ознаменував новий етап розвитку процесів доларизації, оскільки до цього часу з великих країн в обігу іншу валюту мала тільки Панама. В процесі запровадження офіційної доларизації у даних країнах спостерігається ряд спільних елементів. Перед переходом на долар у них мала місце глибока криза у фінансово-банківському секторі, активізація інфляційних очікувань, що разом загрожували підризом макроекономічної стабільності. Дані країни мають щільні фінансові та торговельні зв'язки з США (хоча, з огляду на відмінність структур не можуть утворювати з США оптимальної валютної зони). При цьому техніка переходу до обігу американської валюти є дещо відмінною, якщо у Сальвадорі та Еквадорі перед запровадженням долару як офіційного платіжного засобу функціонувала 2 роки система валютної ради з прив'язкою до долара, то у Гватемалі офіційний обіг доларів супроводжувався збереженням обігу місцевої валюти як розмінної монети.

Щодо подальших тенденцій у сфері доларизації, то, як зауважують згадані Берг та Боренштейн, даний процес втягуватиме ті країни з ринками, що виникають, які інтегровані у глобальні фінансові потоки, відчувають вплив з боку їх волатильності і які мають значний рівень доларизації (в даному випадку часткової) у фінансово-банківському секторі, внаслідок чого можливість використання гнучких валютних курсів обмежена²⁰¹. Зокрема, найбільш вірогідним наступним кандидатом на запровадження повної доларизації вважалась Аргентина після дефолту та кризи 2002 р. Передумовами для цього були: тривале використання прив'язки до долара США, один з найвищих рівнів неофіційної доларизації економіки і особливо сфери фінансів, більшість боргів деноміновані у доларах. Однак, дана країна пішла шляхом збереження власної валюти з переходом до таргетування інфляції і можливим створенням монетарного союзу з Бразилією. Також серед кандидатів на доларизацію розглядається Чилі та Мексика. Остання має одні з найтісніших економічних зв'язків з США і яка перебуває з останніми у зоні вільної торгівлі (НАФТА). Окремі пропозиції щодо доларизації були висловлені щодо іншого члена об'єднання НАФТА —

²⁰¹ Берг Э., Боренштейн Э. Полная долларизация: преимущества и недостатки // Вопросы экономики. МВФ. Вашингтон. О.К. — Изд. на русс. яз. — 2000. — №24. — С. 20.

Канади. Проте, на офіційному рівні указаних країн можливість переходу на обіг доларів США питання навіть не ставиться, залишаючись в руслі академічних дискусій. Це саме стосується таких країн як Таїланд та Філіппіни, а також країн-експортерів нафти, які щільно пов'язані з економікою США через здійснення розрахунків за енергоносії у доларах (хоча, починаючи з 2003 р. були окреслені перспективи послаблення такої залежності, зокрема, за рахунок можливого запровадження золотої основи нафтових розрахунків та розширення використання євро. Щодо останнього, то з найбільшими сировинними біржами країни Перської затоки у 2004 р. розпочали переговори про запровадження торгівельних майданчиків з котируванням вартості енергоносіїв у єдиній європейській валюті.).

Можна стверджувати, що досвід Аргентини та указаних країн демонструє глибокі протиріччя в процесі доларизації. Попри її теоретичне обґрунтування та потенційну вигідність в умовах глобалізації, найбільш болючою виглядає ситуація втрати монетарного суверенітету, як в політичному, так і в макроекономічному розумінні. Якщо перший випадок демонструє небажання розлучатись з ознаками державності, то другий — ширше коло проблем: підвищення залежності від монетарного курсу ФРС (в першу чергу стосовно курсоутворення щодо решти валют), неспівпадіння ділових циклів у США та в країні доларизації, неможливість протистояти рецесії у випадку, коли економіка виявиться недостатньо гнучка для пристосування до нових рівноважних умов з допомогою номінальних змінних тощо. В сукупності, зазначені явища актуалізують необхідність аналізу у іншій площині: наскільки валютні союзи можуть ефективно виконати роль альтернативи офіційній доларизації, і наскільки така альтернатива зумовлюється діалектикою відносин між необхідністю протистояти викликам глобалізації та формуванням оптимальної валютної зони для переходу на іншу валюту.

РОЗДІЛ 3. ЦЕНТРАЛЬНІ БАНКИ В ПРОЦЕСАХ РЕГІОНАЛІЗАЦІЇ

3.1. Теорія оптимальних валютних зон як класичний інструментарій аналізу монетарної уніфікації

Тенденція до формування валютних союзів відображає складне переплетіння різноякісних процесів у сфері еволюції центральних банків, сучасної інтеграційної та регіоналізаційної динаміки. Зокрема, остання може розглядатись і як варіант реагування на виклики глобалізації, і як наслідок реалізації політичної волі щодо зближення країн (наприклад, як відомо, процеси євроінтеграції розпочались з 1957 р., тоді як початок другої хвилі глобалізації датується серединою 1980-х рр.). При цьому, в обох випадках фактор монетарної уніфікації розглядається як один з щаблів загальної інтеграційної динаміки, а самі процеси регіоналізації, породжені інтеграційними зусиллями групи країн, вважаються невід'ємними елементами процесів глобалізації (хоча, як вже зазначалось у розділі 1, тенденція до регіоналізації може бути викликом глобалізації, оскільки більш високий рівень інтеграції в рамках певної території може позначитись на фрагментації простору міжнародної економіки, внаслідок чого розвиток глобалізації буде утруднений з огляду на відмінний рівень мобільності виробничих факторів та функціонування регуляторних систем в розрізі різних територій). Також слід зазначити, що перші загальнотеоретичні основи монетарної уніфікації також були сформовані за довго до середини 1980-х рр.

Так, теоретичне підґрунтя для аналізу процесів регіональної інтеграції було розроблене Б.Балассою у 1961 р. Саме Баласса запропонував широко відомі на сьогодні п'ять стадій розвитку інтеграційних процесів (зона вільної торгівлі, митний союз, спільний ринок, економічний союз, повна економічна інтеграція), кожна з яких передбачає посилення процесів дерегуляції щодо факторної мобільності та щільнішу уніфікацію національної макрополітики та регуляторних систем²⁰² (приклади чого представлені у табл. 3.1).

Таблиця 3.1.

Стадії та приклади регіональної інтеграції

Стадії інтеграції, згідно Баласси	Ознаки	Приклади
Зона вільної торгівлі	Тарифи і квоти між учасниками знижуються або скасовуються, але учасники мають право запроваджувати власні тарифні системи щодо інших країн	У 1992 р. країни АСЕАН оголосили про створення зони вільної торгівлі. 1.01.2002 р. 6 країн АСЕН знизили внутрішні тарифи до рівня 0-5%. У 1994 р. США, Канада та Мексика створюють зону вільної торгівлі. Більшість тарифів знижена, решта знижуватимуться впродовж наступних 5-15 рр.
Митний союз	Запровадження спільних тарифів щодо торгівлі з не-учасниками зони вільної торгівлі	Європейське економічне співтовариство з 1968 р. МЕРКОСУР з 2006 р.
Спільний ринок	Скасування нетарифних бар'єрів та обмежень на факторну мобільність	Європейське співтовариство з 1993 р., цілі формування якого були задекларовані

²⁰² Balassa B. The Theory of Economic Integration. — Irwin (Il.): Homewood, 1961. — 364 p.

		ровані ще у 1957 р., згідно Римського договору. Адське співтовариство повинно перетворитись на спільний ринок у 2005 р.
Економічний союз	Спільний ринок + координація національних політик та гармонізація відповідного законодавства	ЄС сьогодні
Повна економічна інтеграція	Економічний союз + делегування здійснення політики на наднаціональний рівень в розрізі відповідних напрямів та здійснення політики національними органами згідно принципу субсидіарності	Зона євро найбільшою мірою відповідає даному визначенню, хоча не повною мірою, оскільки тільки монетарна політика повністю делегована на наднаціональний рівень.

Так, в стадіях розвитку регіональної інтеграції Баласси таке явище як валютний (монетарний) союз у термінології теорії оптимальних валютних зон — класичної гносеологічної основи формування валютних союзів — безпосередньо не згадується, але факт того, що ідея монетарної уніфікації внутрішньо закладена в структуру природної еволюції такої інтеграції, впливає зі змісту її останньої стадії. З позиції сьогодення можна стверджувати, що теоретичний арсенал аналізу процесів формування валютних союзів перетворився на інструментарій аналізу регіональної інтеграції взагалі, про що, наприклад, стверджують фахівці ЄЦБ Е.Доруцци та С.Фірпо²⁰³. В сукупності, це відображає взаємообумовленість процесів регіональної інтеграції і формування валютних союзів, що відображає генетичні зв'язки в джерелах відповідного теоретичного забезпечення. Зокрема, теорія оптимальних валютних зон Р.Манделла, яка є гносеологічним фундаментом монетарної уніфікації, виникла в один рік з розробкою Баласси перших загальнотеоретичних положень з питань регіональної інтеграції.

Для виявлення глобалізаційних детермінант формування валютних союзів необхідно глибше проаналізувати досвід їх історичного функціонування та теоретичні принципи, які лягли в основу їх сучасного обґрунтування.

Стосовно історичного досвіду функціонування валютних союзів слід відзначити, що вони мали місце задовго до виникнення теорії оптимальних валютних зон. Наприклад, одним з перших валютних союзів була Ганзейська валютна ліга та Рейнська валютна федерація, які функціонували впродовж 1379-1814 рр. В даному випадку, в основу процесу монетарної уніфікації були закладені принципи стандартизації карбування монет та їх розмінності на золоті та срібні гроші. Германський та Австро-Пруський валютний союз (1838-1867 рр.), що складався з Бадена, Баварії, Франкфурта, Гессену, Нассау, Саксонії, Шварцбург-Рудольштадту та Вюртембергу, передбачав: північні країни переходять на обіг талера, а південні — флоріна, курс між якими фіксується. При цьому, використовуються срібні монети, емісія яких

²⁰³ Dorrucchi E., Firpo S. European Integration: What Lessons for Other Regions? The Case of Latin America // ECB Working Paper. — 2002. — №185. — P. 12.

здійснюється у відповідності з кількістю населення землі. У 1857 р. Германські учасники та Австрія домовились про фіксацію курсів між їхніми валютами та взаємне відкликання неконвертованих банкнот. У 1867 р. за рішенням О. фон Бісмарка валютний союз був розпущений, а згодом трансформований у Пруську грошову систему. Латинський валютний союз (1865-1914 рр.) об'єднував Бельгію, Болгарію, Францію, Грецію (приєдналась у 1868 р.), Італію та Швейцарію. Він передбачав обіг золотих та срібних монет за фіксованим курсом; в розрізі країн міг зберігатись національний дизайн монет, але їх вага та розміри повинні були бути ідентичні і прийматись як засіб платежу на території усіх учасників. Скандинавський валютний союз (1873-1913 рр.) включав до свого складу Данію, Швецію та Норвегію (приєдналась у 1875 р.) передбачав перехід на золотий стандарт з емісією спільної валюти — крони, яка в розрізі країн розмінювалась на банкноти та монети національної емісії. Після Першої світової війни дані країни перші назавжди відмовились від золотого стандарту, а валютний союз не підлягав відновленню.

Слід зазначити, що специфіка валютних союзів, які сформувались історично в епоху металевої основи обігу, полягала у домовленостях щодо технічних аспектів взаємодії грошових систем країн-учасниць. Сама система золотого стандарту це дозволяла і не потребувала додаткових інституціональних обмежень щодо характеру здійснюваної макроекономічної, зокрема, монетарної, політики. Остання здійснювалась автоматично, відповідно до внутрішнього саморегулюючого механізму золотого стандарту, який обумовлював грошову пропозицію станом металевих резервів центрального банку. При цьому, в країнах-учасницях таких союзів зберігалась спільна субстанціональна основа обігу, а взаємодія монетарних політик мала симетричний характер, що, знову таки, не потребувало додаткових домовленостей щодо заходів центрального банку, окрім технічних, пов'язаних з грошовим обігом. Більше того, система металевого стандарту сформувалась набагато раніше, ніж стали актуальними потреби монетарної уніфікації для покращення двосторонніх економічних контактів, які, зрештою, не передбачали регіональної інтеграції в сучасному розумінні. Внаслідок цього, принципові вигоди для розвитку міжнародних економічних відносин від валютних союзів забезпечувались за рахунок механізму функціонування золотого стандарту, але, у свою чергу, відображали важливість монетарного фактора інтенсифікації, перш за все, торгівельних взаємин.

У 1961 р., коли виникла теорія оптимальних валютних зон, міжнародне економічне оточення макроекономічної політики і характер функціонування центральних банків були радикально відмінними від тих, які мали місце за часів функціонування перших валютних союзів. При цьому, цікавим є той факт, що проблематика монетарної уніфікації постала на тлі функціонування Бреттон-вудської системи, яка передбачала фіксовані курси та прив'язку до золота через долар США і під час свого

створення втілювала ідею формування монетарних передумов для розвитку міжнародної торгівлі.

На думку американського економіста Б.МакКаллума, виникнення теорії оптимальних валютних зон на початку 1960-х рр. відображає кілька дещо відмінних явищ, пов'язаних з розвитком економічної теорії. По-перше, до 1950-х рр. і серед економістів монетарного напрямку, і серед економістів-міжнародників панувала думка, що металевий стандарт повинен бути прийнятий в усіх країнах (таку тезу, вперше висловив Дж.-С. Міль ще у 1848 р.). У випадку вільного переливу золота монетарна система буде уніфікована *a priori*, а відмінний вираз рахункових одиниць не суперечить принципам нівелювання його валютного компонента. По-друге, “великий удар по такій ортодоксії” був нанесений працею М.Фрідмена (“Випадок плаваючих валютних курсів”, яка є частиною його “Есе з позитивної економіки”, датованої 1953 р.) щодо переваг плаваючих валютних курсів та подальшою популяризацією “плавання” монетаристами. По-третє, з часів “Загальної теорії...” Дж.Кейнса монетарна політика почала розглядатись в контексті функціонального використання центрального банку в системі короткострокової макроекономічної стабілізації²⁰⁴. Можна додати, що внаслідок цього сам факт монетарної політики, зорієнтованої на забезпечення внутрішньої рівноваги, внаслідок чого виникає конфлікт з цілями підтримання цільових валютних курсів, є ключовим елементом гносеологічних принципів даної теорії, в основі якої знаходиться ідея вибору альтернативи між фіксацією курсів для підвищення добробуту в зв'язку з розвитком міжнародних відносин та можливістю здійснювати стабілізацію ВВП та зайнятості з допомогою інструментарію центрального банку.

Зокрема, слід додати, що можливість коректування валютного курсу в рамках Бреттон-вудського устрою та використання девальвацій для відновлення зовнішньої рівноваги, вихід з якої обумовлювався внутрішньою експансивною політикою, самі по собі ставили під сумнів ідею монетарної уніфікації *a priori*. Відповідно, спочатку академічний, а потім практичний, сумнів у необхідності дотримання фіксованих курсів всупереч внутрішнім пріоритетам на тлі прогресуючої орієнтації монетарної політики на внутрішню рівновагу та потреба у курсовій стабільності з міркувань стимулювання міжнародних економічних відносин створили передумови для виникнення теорії оптимальних валютних зон.

Так, перші ідеї щодо ефективності відмови від власної монетарної політики на певній території були висловлені у згаданій праці Фрідмена. У контексті ролі валютних курсів в політиці спільного ринку відомою є праця Л.Ігера, що датована 1959 р. Але на думку згадуваного МакКаллума, саме Р.Манделл найбільш чітко сформулював дану теорію, застосовуючи такі її наріжні елементи як аналіз втрат та вигод та

²⁰⁴ McCallum B. Theoretical Issues Pertaining to Monetary Unions // NBER Working Paper. — 1999. — №7393. — P. 7-9.

проблеми вибору альтернативи²⁰⁵. На думку Манделла, оптимальною валютною зоною може вважатись така географічна територія, на якій використання єдиної валюти не передбачає ніяких втрат у добробуті для всіх територіальних одиниць, що розташовані на ній²⁰⁶.

Розвиток даної теорії пройшов кілька етапів, які відображають достатньо відмінні підходи до інтерпретації її базових положень та пізнання функціональних аспектів. Проте, найбільш принциповим її елементом, особливо на першому етапі її розвитку, було виявлення критеріїв, які би дозволяли ідентифікувати певну географічну територію як оптимальну валютну зону. Так, Ф.Монгеллі, виявляючи джерела даного концепту в світлі формування критеріїв “оптимальності”, стверджує: “Ранні 1960-ті характеризувались бретонвудським режимом валютних курсів, контролем за рухом капіталу у багатьох країнах, початком процесів європейської інтеграції. Теорія оптимальних валютних зон виникла з дебатів щодо порівняння фіксованих та плаваючих валютних курсів та порівняння окремих ознак Американської та Європейської економіки. Різного роду критерії належності до оптимальної валютної зони виникли з цих дебатів”²⁰⁷. Перелік таких критеріїв, які впродовж розвитку теорії оптимальних валютних зон, пропонувались різними економістами та їх характеристика демонструє табл. 3.2.

Таблиця 3.2.

Критерії оптимальної валютної зони та їх характеристика

Критерій	Автор (рік публікації)	Зміст критерію
Гнучкість цін та заробітних плат	М.Фрідмен (1953)	У випадку, коли ціни та зарплати гнучкі в середині країн та між країнами, що мають спільну валюту, пристосування шоків не буде відбуватись за рахунок збільшення безробіття в одній чи інфляції в іншій країні. Така ситуація не потребує коректування номінального валютного курсу, оскільки пристосування до шоку відбуватиметься за рахунок коректування цін та зарплат. У випадку, коли ціни і зарплати негнучкі у бік зниження, а шок суттєвий і має перманентний характер, пристосування до нових рівноважних умов відбуватиметься за рахунок змін у реальних цінах та заробітних платах. Відповідно, відсутність гнучкості цін та зарплат відображає “втрати” для країни-учасниці валютної зони, оскільки неможливість використання валютного курсу для адаптації призводитиме до пристосування до нових рівноважних умов за рахунок ВВП та зайнятості.
Мобільність виробничих факторів, включаючи робочу силу	Р.Манделл (1961)	Висока інтеграція ринків між країнами-учасницями валютної зони, виражена у мобільності виробничих факторів, не потребує коректування реального виміру цін таких факторів та валютного курсу, оскільки фактори будуть мігрувати з ринку (сектору) відповідно до рівня попиту на ньому в розрізі країн, безвідносно до національної належності такого ринку. Даний критерій, конкретизує випадок позитивних алокаційних наслідків, що формуються зоною вільної торгівлі згідно теорій міжнародної торгівлі. У випадку, коли мобільність виробничих факторів обмежена, пристосування до шоків може потягнути за собою втрати у вигляді ВВП та зайнятості. При цьому, мобільність фізичного капіталу, як правило, обмежена в силу його речового характеру, прямі інвестиції часто прив'язані до фізичного капіта-

²⁰⁵ Ibid. — P. 7.

²⁰⁶ Mundell R. A Theory of Optimum Currency Areas // American Economic Review. — 1961. — Vol. 51. — P. 657-665.

²⁰⁷ Mongelli F. “New” Views on the Optimum Currency Area Theoty: What Is EMU Telling Us! // ECB Working Paper. — 2002. — №138. — P. 8.

		лу, а мобільність робочої сили обмежена трансакційними, фінансовими, соціальними витратами та мовними бар'єрами.
Інтеграція фінансових ринків	Дж.Інгрем (1962)	Інтеграція фінансових ринків послаблює дію шоків, оскільки створюються передумови для запозичень в країнах, де має місце надлишок у балансі "інвестиції-заощадження", та спрямування ресурсів у країни, що потребують додаткових ресурсів для фінансування інвестицій. У такій спосіб створюється ситуація, коли чисті зовнішні активи країн-учасниць варіюють в обсягах відповідно до того, яка з них в даному випадку зазнає впливу макроекономічного шоку. Фінансова інтеграція також нівелює різницю в процентних ставках, що полегшує фінансування зовнішнього дисбалансу та має сприятливі алокаційні ефекти всередині валютної зони. Проте, у випадку, коли шоки мають потужний структурний характер, фінансова інтеграція може тільки згладжувати процес довгострокового пристосування до нових рівноважних умов.
Рівень економічної відкритості	Р.МакКіннон (1963)	Чим вищою є торгівельна відкритість країни, тим більшою мірою зміна цін на товари, що є предметом міжнародної торгівлі, позначатиметься на якості життя. За рахунок цього знижуються передумови для появи "грошової ілюзії", оскільки ціни стають більш гнучкими. Через це девальвація та монетарна експансія дуже швидко ретранслюватимуться на зміну внутрішніх цін, що робить їх неефективним інструментом макроекономічної стабілізації. Відповідно, країни-учасниці повинні мати достатньо високий рівень взаємної торгівлі для формування вигод від втрати валютних курсів. Але при цьому, рівень торгівельної відкритості, отже частка товарів, що є предметом міжнародної торгівлі, у внутрішньому обігу, може не відповідати структурі їх споживання та відображення у композиції індексу цін, внаслідок чого вплив змін валютного курсу може справляти вплив на реальні макрозмінні.
Диверсифікація виробництва та споживання	П.Кенен (1969)	Чим більш диверсифікованими є виробництво та споживання, тим більшою мірою вплив шоку на країни-учасниці валютної зони буде слабким. Основна причина цього полягає в тому, що масштаб ВВП та зайнятості, який припадає на сектор, вражений шоком, знижується мірою диверсифікації виробництва та споживання. Внаслідок цього тільки окремі сегменти економіки будуть вразливі до специфічних шоків, відповідно "ціна" адаптації буде незначною, а потреби здійснення стабілізаційної політики знижуватимуться. Також, високий рівень диверсифікації знижує потребу зміни умов торгівлі за рахунок пристосування номінальних валютних курсів.
Фіскальна інтеграція	П.Кенен (1969)	У випадку, коли мають місце асиметричні шоки, отже в одній з країн-учасниць валютної зони спад ділової активності перевищуватиме аналогічний в інших частинах валютної зони, компенсувати неможливість застосування валютного курсу для відновлення рівноваги можуть спеціальні трансферти. Наявність механізму, який би перерозподіляв такі трансферти в розрізі країн потребує відповідної фіскальної інституціональної основи, який би діяв за логікою бюджетного федералізму. Але можливість цього визначається ступенем політичної інтеграції всередині валютної зони.
Подібність рівнів інфляції	Дж.Флемінг (1971)	Відсутність інфляційної гомогенності в розрізі країн-учасниць відображає їхню структурну неподібність (секторна структура, гнучкість ринків праці, інфляційні преференції, статус центрального банку, роль монетарної політики в системі макроекономічних регуляторів тощо). У свою чергу різні рівні інфляції негативно позначаються на коливанні умов торгівлі. Відповідно, чим більш подібними та низькими будуть рівні інфляції, тим меншою мірою умови торгівлі будуть визначатись під впливом монетарного фактора, платіжні баланси будуть більш врівноважені, а це у свою чергу не потребуватиме вирівнювання умов торгівлі та платіжних балансів з допомогою змін валютного курсу. У випадку, коли учасники валютної зони мають відмінний рівень доходів та продуктивності праці в експортному секторі, може з'явитись ефект Баласси-Самуельсона, відображаючи негативний вплив експортної експансії на зростання внутрішніх факторних доходів, і як наслідок цін, безвідносно до зростання їх продуктивності.
Політична інтеграція	Н.Мінтс (1970)	Політична воля допомагає забезпечувати кооперацію між учасниками валютної зони, формує передумови для позитивних інституціональних змін, які би дозволили прискорити економічну інтеграцію та актуалізацію позитивних алокаційних ефектів
Політична інтеграція	Г.Хаберлер (1970)	Політичні преференції повинні бути подібними, що, в цілому, відображатиме конвергенцію характеристик макроекономічних політик.

Джерело: Згруповано автором за: Mongelli F. “New” Views on the Optimum Currency Area Theory: What Is EMU Telling Us! // ECB Working Paper. — 2002. — №138. — P. 8-10.

З аналізу згрупованих теоретичних уявлень про критерії оптимальної валютної зони, представлених у табл. 3.2., можна зробити наступні висновки: не існує чітких уявлень про те, як емпірично верифікувати “оптимальність”; наявність достатньо відмінних за своїм макроекономічним та інституціональним змістом критеріїв не дозволяє з’ясувати, як дані критерії можуть взаємодіяти між собою, компенсуючи та взаємодоповнюючи один одного; незрозуміло, чи наявність критеріїв “оптимальності” повинна слугувати підставою для монетарної уніфікації, чи потрібні свідомі інтеграційні зусилля, для того щоб такі критерії наблизились до реальності; окремі критерії є суперечливими, якщо прийняти до уваги, що характер монетарного вибору та вплив екзогенних факторів на малі та великі економіки є відмінний. Щодо останнього, наприклад, ситуація виглядає взагалі курйозною. Малі економіки більш спеціалізовані та більш відкриті, але за рахунок цього вони стають менш диверсифіковані, тоді як великі економіки більш диверсифіковані та менш відкриті; з цього випливає, що принаймні два критерії “оптимальності” йдуть всупереч один одному. В світлі практики вибору валютно-курсowego режиму, практично усього повоєнного досвіду, можливості здійснювати політику, зорієнтовану на внутрішню рівновагу (розвинуті країни), та контролювати інфляцію (країни третього світу) великі диференційовані економіки завжди обирають плаваючий курс, а малі спеціалізовані — фіксований. П.Кенен, апологет критерію диверсифікації виробництва та споживання, несподівано приходить до іншого висновку. Згідно нього “головні промислові країни повинні... притримуватись Бретон-вудської системи, час від часу коректуючи свої курси. Слаборозвинуті країни, економіка яких практично недиверсифікована... повинні більш часто змінювати свої обмінні курси, а, можливо, перейти до вільного плавання”²⁰⁸. Слід зазначити, що така позиція *a priori* ґрунтується на тому, що незначні коливання рівнів інфляції у розвинутих країнах дозволяють уникати значних коливань валютних курсів, внаслідок чого від них можна відмовитись як від зайвого нашарування на розвиток торгівельних стосунків при формуванні валютної зони. Але, разом з тим, це не враховує те, що: у випадку розвинутих країн саме відмінності в темпах інфляції виступили передумовою для краху Бретон-вудської системи фіксованих паритетів, відображаючи прогресуючу орієнтацію монетарних політик на внутрішню рівновагу, навіть попри те, що антициклічні заходи індукували появу стагфляційної ситуації; у випадку країн, що розвиваються, фіксовані курси понад 30 рр. розглядались як єдино можливий засіб забезпечення контролю над інфляцією, а коректування валютних курсів часто не покращували платіжний баланс. На відміну від

²⁰⁸ Кенен П. Теория оптимальных валютных зон: эклектический подход // Евро дитя Манделла? Теория оптимальных валютных зон: Сборник статей: Пер. с англ. — М.: Дело, 2002. — С. 107.

Кенена, МакКіннон наголошував, що оптимальна валютна зона сама по собі повинна забезпечувати ситуацію, в якій монетарна політика орієнтується на підтримання стабільності цін як визначального фактору алокаційної ефективності ринкової економіки²⁰⁹, що згодом стане основою сучасного аналізу валютних зон та їх аналізу у контексті глобалізації.

Наступна фаза розвитку теорії оптимальних валютних зон відображає, скоріше пошук теоретичного консенсусу щодо взаємодії критеріїв, ніж щодо визначення передумов для прийняття рішень у сфері макроекономічної політики, які би ґрунтувались на висновках теорії. Наріжним каменем другої фази є визначення ролі тих чи інших критеріїв “оптимальності” та характер їх взаємодії при реакції на ті чи інші шоки (див. табл. 3.3.).

Таблиця 3.3.

Критерії оптимальності валютної зони: друга фаза

Критерій	Автор (рік публікації)	Зміст критерію
Можливість здійснювати політику “переключення витрат” та гнучкість цін і зарплат	В.Корден (1972)	Девальвація може не призвести до покращення ситуації, коли шок має структурний характер і позначається виключно на експортних секторах. В такій ситуації економіка перебуватиме у нерівноважному стані навіть при коректуванні валютного курсу. “Переключення витрат” може допомогти вирішити проблему зовнішньої нерівноваги, компенсуючи відсутність валютних курсів, або їх неефективність при відновленні рівноваги. Однак, “переключення витрат” передбачає інколи суттєві зміни в обсягах абсорбції, що не можуть статися автоматично, з огляду на їх фіскальний характер. Тому важливою є гнучкість цін та зарплат, які дозволять амортизувати негативний вплив шоку до того, як зміни в обсягах абсорбції спрямують економіку до рівноважного стану, та створять передумови для того, щоб зміни у фіскальній політиці не мали довгострокових негативних наслідків. При цьому, вибір на користь валютної зони повинен ґрунтуватись на визначеності щодо того, що краще: швидка ринкова реакція валютних курсів, чи повільні зміни в обсягах абсорбції, індуковані фіскальним втручанням уряду. Відповідно, домінуючим критерієм повинні вважатись номінальна гнучкість та подібність шоків.
Подібність шоків	Р.МакКіннон (1963), В.Корден (1972)	Подібність шоків створює передумови для того, що потенційна реакція країни на зовнішні збурення з допомогою пристосування валютних курсів буде подібною. Відповідно, якщо шоки однакові, то втрата валютного курсу в країнах-учасницях не призведе до значних втрат, оскільки разом вони однаково відреагують з допомогою коректування курсового співвідношення. При цьому важливим є забезпечення номінального якоря для валютної зони, особливо у випадку, коли країна з більш високим рівнем інфляції намагається отримати вигоди від монетарної уніфікації, прив’язуючись до валюти країни з нижчою інфляцією. Проблема полягатиме у тому, що країни з низьким рівнем інфляції можуть убезпечити себе від негативних зовнішніх шоків (більш висока інфляція за кордоном чи зростання імпорتنих цін) з допомогою ревальвації. Відповідно, країни з різною секторною структурою та відмінними умовами торгівлі не зможуть однаково реагувати на зовнішні шоки з допомогою пристосування валютних курсів. Через це, наприклад, експортери і імпортери енергоносіїв ніколи не становитимуть оптимальної валютної зони.
Інтеграція фінансових ринків, яка дозволяє компенсувати шоки	Р.Манделл (1973), Р.МакКіннон (2001)	Якщо країни-учасниці валютної зони інтегровані фінансово, то це дозволить компенсувати дію асиметричних шоків. В даному випадку, найбільш суттєвими є критерії, які стосуються мобільності виробничих факторів, в першу чергу, капіталу. Можливість диверсифікації ризиків в розрізі інтегрованих фінансових ринків також забезпечує еластичність амо-

²⁰⁹ МакКіннон Р. Оптимальные валютные зоны // Евро дитя Манделла? Теория оптимальных валютных зон: Сборник статей: Пер. с англ. — М.: Дело, 2002. — С. 78.

		ртизації секторних шоків, внаслідок чого вигоди від монетарної уніфікації зростають.
Кожна країна повинна здійснювати самостійний аналіз втрат і вигод від валютного союзу	І.Ішіяма (1975)	Оскільки критерії “оптимальності” можуть бути взаємовиключні, то вибір щодо монетарної уніфікації потрібно здійснювати на основі аналізу втрат і вигод з позиції добробуту окремої країни. Пошук національного інтересу у валютному союзі повинен домінувати щодо аналізу відповідності країн-учасниць критеріям оптимальності. Але, при цьому, величина інфляційного диференціалу у валютній зоні відображає відмінні соціальні преференції та характер політики “управління попитом”. Відповідно, для успішного функціонування моновалютної зони необхідна конвергенція рівнів інфляції та номінальна гнучкість.
Сумісність макроекономічних пріоритетів	І. Тауер, Т. Віллетт (1976)	Сумісність макроекономічних пріоритетів, особливо щодо інфляції, безробіття та характеру стимулів для зростання ВВП, створює передумови для того, що характер поведінки макроекономічних органів у відповідь на шоки буде подібним в розрізі країн, внаслідок чого не створюватимуться штучні переваги однієї країни над іншою, що, відповідно, не потребуватиме застосування валютного курсу для одержання таких переваг.

Джерело: Згруповано автором за: Mongelli F. “New” Views on the Optimum Currency Area Theory: What Is EMU Telling Us! // ECB Working Paper. — 2002. — №138. — P. 11-14.

Як видно з даних табл. 3.3., більшість досліджень, які можна віднести до другої фази розвитку теорії оптимальних валютних зон, відображають важливість таких факторів: симетричність шоків; гнучкість цін та зарплати; факторна мобільність та фінансова інтеграція; подібність макроекономічних пріоритетів. Проте, за висловом Б.МакКаллума, дана теорія і досі залишається “неопераційною”²¹⁰, що відображає неможливість безпосереднього обґрунтування макроекономічного вибору, спираючись на її постулати, безвідносно до політичної волі, на якій ґрунтується такий вибір. Також, не відбулося чіткої ідентифікації характеру взаємодоповнення та взаємодії критеріїв “оптимальності”, хоча на основі аналізу теорій, основні висновки яких згруповані у табл. 3.3., можна виявити ряд закономірностей. По-перше, факт симетричності шоків практично вийшов на перше місце в світлі того, які критерії “оптимальності” є найбільш важливими. По-друге, факт такої симетричності не може не розглядатись осторонь проблеми макроекономічного вибору та пріоритетів, на яких він ґрунтується. Це відбувається тому, що, можна припустити, — існує певний заданий характер реакції органів макроекономічної політики на динаміку таких фундаментальних макроекономічних змінних як інфляція та безробіття (динаміка ВВП), який у довгостроковому періоді відображає преференції суспільства або ж інституціонально закріплений. Оскільки шоки в більшості випадків справляють вплив на той чи інший сектор чи економіку в цілому, то його дія так чи інакше результуватиме в динаміці ВВП та зайнятості, на які реагують органи макрополітики, внаслідок чого рівень інфляції варіюватиме. Відповідно, наявність шоку скоріше буде окремим випадком більш загальної ситуації щодо характеру реакцій макроекономічних органів на інфляцію та безробіття. А це, у свою чергу, висуває на перший план проблему спільності макроекономічних пріоритетів взагалі, інакше відмінна реакція

²¹⁰ McCallum B. Theoretical Issues Pertaining to Monetary Unions // NBER Working Paper. — 1999. — №7393. — P. 5.

на шоки втілюватиметься у розширенні інфляційних диференціалів, фіскальній дивергенції, різноспрямованих коливаннях валютних курсів, внаслідок чого задаватимуться базові макроекономічні передумови для “неоптимальності” валютної зони, не кажучи про негативні наслідки для інтеграційних зусиль (вплив на міжнародну торгівлю, інвестиції тощо). По-третє, мобільність виробничих факторів та інтеграцію фінансових ринків можна вважати загальною передумовою алокаційної ефективності ринкової економіки, внаслідок чого їх забезпечення, хоч і є вкрай важливим з точки зору “оптимальності” валютної зони, проте повинно здійснюватись безвідносно до питання про монетарну уніфікацію, оскільки, зрештою, їх мобільність є фактором ефективності політики центрального банку, спрямованої на забезпечення стабільності цін. Так само, номінальна гнучкість може розглядатись з позиції того, що вона є складовим елементом спроможності монетарних органів здійснювати політику, зорієнтовану на цінову стабільність, без суттєвих втрат у ВВП та зайнятості на рівні окремої країни безвідносно до того, чи є для неї актуальним питання валютної уніфікації.

Третя фаза розвитку теорії оптимальних валютних зон якраз відображає аспекти реакції центральних банків на циклічні коливання в світлі проблеми валютної уніфікації. З одного боку, втрата монетарної політики як інструменту реакцій на шоки є найбільшою проблемою (адже курси, або зафіксовані всередині валютної зони, або вони відсутні внаслідок емісії спільної валюти) для національної макроекономічної політики. З іншого боку, монетаристська критика поведінки центральних банків, що за логіку своїх дій обирають методологію побудови кривої Філіпса, відображає — країна не може вибрати між рівнем інфляції та обсягами виробництва та зайнятості у довгостроковому періоді; вибір можливий тільки щодо рівнів інфляції, адже гроші є нейтральними. З даної позиції втрата монетарної політики в процесі валютної уніфікації не повинна становити значних проблем.

Варто відзначити, що прихильність раннього Р.Манделла до кейнсіанства багато в чому визначила характер підбору критеріїв для визначення оптимальності валютної зони. У випадку, коли мобільність факторів не є повною, наявність негнучких цін створює передумови для монетарної компенсації шоків. Тобто, у випадку, коли шок призводить до економічного спаду та підвищення безробіття, і не може бути повністю компенсований за рахунок мобільності факторів у коротко- чи середньостроковому періоді, центральні банки повинні створити додаткові монетарні стимули для нарощування сукупного попиту і відновлення зайнятості. З аналізу кривої Філіпса випливає, що це можливо виключно тоді, коли ціни не є гнучкими. У випадку ж коли не існує “грошової ілюзії”, можливості монетарної компенсації шоків в світлі кривої Філіпса, зводяться до мінімуму і призводять до зростання інфляції. В сукупності це демонструє обмеженість поглядів Манделла на роль

центрального банку в структурі формування оптимальної валютної зони. Врахування монетарних факторів формування оптимальних валютних зон відображає не тільки панування монетаризму з кінця 1970-х та впродовж 1980-х рр., але й проблему високої інфляції указанного періоду у світі та особливо у розвинутих країнах.

Здобуття популярності теорією раціональних очікувань посилює акцент на монетарних факторах переваг від валютної уніфікації. Зокрема, в світлі моделі динамічної інконсистентності та інфляційного зміщення, формування валютної зони почало розглядатись як спосіб підвищення довіри до центрального банку, на основі чого вдалося би стабілізувати чи знизити рівноважні рівні інфляції. Так, у випадку, коли серед країн учасниць існує центральний банк, який користується довірою більшою мірою (він ототожнюється з найбільш незалежним), ніж решта, то прив'язка валют решти країн до тої, яка емітується найбільш незалежним центральним банком, розглядається як імпорт довіри до монетарної політики, наслідком якої є цінова стабільність. Проте, слід відзначити, що логіка подібних аргументів багато в чому спирається на досвід Європейського валютного союзу, коли серед європейських центрального банків Бундесбанк ФРН займав позицію лідера, що визначалось його незалежним статусом та жорсткою орієнтацією на забезпечення цінової стабільності марки.

Зміна ракурсу досліджень проблеми “оптимальності” валютних зон в певному розумінні відображає втілення аргументів Ішиями, згідно яких країна повинна самостійно здійснювати аналіз втрат і вигод від монетарної уніфікації. В даному випадку, проблема боротьби з інфляцією та адоптація тих інституціональних форм монетарної політики, які би дозволили забезпечити підтримання стабільності цін, вийшла на передній план, всупереч традиційним аргументам про критерії “оптимальності”. Можна стверджувати, що зміщення акцентів з проблеми симетричності шоків чи з можливості ефективної їх акомодатії (перші дві фази розвитку даної теорії) на проблему ефективності монетарної політики, перед якою ставиться вимога забезпечення цінової стабільності, відображає і загальне посилення орієнтації центрального банків на внутрішню рівновагу, і тенденцію до використання вигод від монетарної уніфікації у функціональному та цільовому напрямку, який, як показує досвід ЄВС, безпосередньо пов'язаний з контролем за інфляцією. Причому, такий контроль передбачає підвищення довіри до монетарної політики, на основі якого створюється сприятливе підґрунтя для усунення нерівноважної ситуації, що виникає внаслідок того, що очікувана учасниками ринків праці інфляція та фактична не співпадають. Монгеллі стверджує: “Ревізія аналітичної структури “старої” теорії оптимальних валютних зон веде до виникнення “нової” теорії оптимальних валютних зон. Аналітичний апарат, увібравши питання даної теорії та досвід функціонування ЄВС, змінився, завдячуючи новим поглядам на короткострокову криву Філіпса, довіру до полі-

тики, важливості номінального якоря, міжнародним вигодам від низької інфляції, ефектам спільної валюти для ринків праці та поглядам на низьку ефективність змін валютних курсів”²¹¹. Як видно з даного аналізу, функціонування центральних банків виступило на передній план дискусій з приводу оптимальних валютних зон. Це впливає не тільки з проблеми нейтральності монетарної політики та необхідності підвищення довіри до неї, але й з міркувань того, що така політика відображає потенційний характер реакцій на шоки. В світлі розвитку монетарних теорій це не може не розглядатись безвідносно до її (політики) інфляційних наслідків, інтегруючи на функціональному рівні органів грошової влади актуальні питання критеріїв “оптимальності” валютної зони, перш за все, — симетричність шоків.

Щодо альтернативного напрямку аналізу валютних зон, який базується на так званому “погляді в перед” (*forward looking*), на відміну від вище розглянутих підходів, які асоціюються з так званим “поглядом назад” (*backward looking*), то можна побачити дві суперечливі концепції — спеціалізації та ендогенності.

Так, концепція спеціалізації спирається на відому гіпотезу спеціалізації П.Кругмана, яка коріниться у теоріях міжнародної торгівлі. Якщо монетарна інтеграція заохочує торгівлю між учасниками валютної зони, то це позначатиметься на підвищенні їх взаємної торговельної відкритості внаслідок того, що рівень спеціалізації відповідно до дії механізму порівняльних переваг буде зростати. Посилення спеціалізації, знижуватиме диверсифікацію виробництва країни, внаслідок чого вразливість до шоків зросте. Як наслідок, кожна з країн учасниць, стаючи більш спеціалізованою, буде більш вразливою до специфічних шоків, а це, у свою чергу, позначиться на дивергенції ділових циклів у них. Тобто, в світлі концепції спеціалізації наявність валютної зони має внутрішній механізм саморуйнування, коли одні критерії її оптимальності починають діяти всупереч іншим, призводячи до загального погіршення її якості.

Проте, на думку Дж.Франкеля, автора концепції ендогенності, гіпотеза спеціалізації, навіть якщо вона підтверджується емпірично, є своєрідним парадоксом (так званий парадокс Франкеля). Інтеграція призводить до підвищення спеціалізації; остання погіршує якість зони, внаслідок чого вона розпадається на кілька зон; в останніх відбуваються аналогічні процеси і так далі, потенційно призводячи до того, що навіть невелика країна гіпотетично може перестати відповідати критеріям оптимальної валютної зони чого не стається. На його думку, процес монетарної уніфікації, навпаки, має внутрішні механізми посилення критеріїв оптимальності (які, власне, і є ендогенністю)²¹². Тобто, якщо валютна зона не відповідає умовам оптималь-

²¹¹ Mongelli F. “New” Views on the Optimum Currency Area Theory: What Is EMU Telling Us! // ECB Working Paper. — 2002. — №138. — P. 17.

²¹² Frankel J. The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria // CEPR Discussion Paper. — 1997. — №1473. // www.cepr.org.

ності *ex ante*, то це не означає, що вона не буде відповідати їм *ex post*. З одного боку, таке явище відбувається завдяки тому, що монетарна уніфікація і ліквідація валютних курсів призводитимуть до поступового зближення ділових циклів, процентних ставок, рівнів інфляції між країнами-учасницями за рахунок більш тісної інтеграції, наприклад, фінансових ринків, розвитку взаємної торгівлі, прямих інвестицій, підвищення гнучкості ринків праці тощо. З іншого, — це відбувається тому, що єдина монетарна політика для всіх учасників валютної зони створює дисциплінуючий ефект, коли неможливе її застосування для акомодатії шоків, відмінна сила яких провокує, відповідно, відмінну реакцію на них, що посилюватиме макроекономічну дивергенцію. Найбільш сучасним альтернативним поглядом щодо цього є підхід, який в основу причин ризиків дивергенції валютної зони ставить не якийсь певний макроекономічний фактор, а технічний, а саме відмінності у трансмісійному механізмі монетарної політики. Як стверджують Б.Клементс, З.Контолеміс та Ж.Леві, виникнення даного підходу напряду пов'язано із запровадженням євро, а зміст його зводиться до того, що наявність однієї на всіх функції реакцій центрального банку при умові, що в розрізі країн ефективність тих чи інших каналів монетарної трансмісії (в даному випадку, це канал валютного курсу, процентних ставок та кредитний канал) відмінна, може призвести до циклічної дивергенції. Хоча, як стверджують дані автори, інтеграція та розвиток фінансових ринків дозволяють асимілювати відмінності у трансмісійних механізмах різних країн²¹³.

Варто відзначити, що глобалізація, в тенденції, справляє вплив на трансформацію критеріїв оптимальності валютної зони в напрямку створення передумов для того, щоб світова економіка більшою мірою відповідала таким критеріям, порівняно з попереднім періодом її розвитку.

По-перше, це впливає з того, що рівні відкритості економік зростають. Це актуально як для торгівельної відкритості, так і для відкритості за рухом міжнародного капіталу. Ущільнення торгівельних зв'язків між країнами світу, понад усе між найбільш розвинутими, відображає формування відтворювальної цілісності світової економіки та збільшення частки товарів, що є предметом міжнародної торгівлі, в структурі внутрішнього виробництва та споживання. Посилення тенденції до спеціалізації та зростання ролі інтрасекторної торгівлі також позначаються на тому, що коректування валютного курсу дедалі меншою мірою зможе бути ефективно використано як інструмент макроекономічної стабілізації поряд з монетарною політикою, яка стає дедалі більш нейтральною. Зокрема, в світлі проведеного аналізу впливу відкритості на монетарну політику можна стверджувати: підвищення частки товарів, що є предметом міжнародної торгівлі, відобразатимуть підвищення гнучкості цін

²¹³ Clements B., Kontolemis Z., Levy J. Monetary Policy Under EMU: Differences in the Transmission Mechanism? // IMF Working Paper. — 2001. — WP/01/102. — P. 3-5.

(що узгоджується з проаналізованим у табл. 3.2. критерієм оптимальності валютної зони МакКіннона), внаслідок чого стабілізація ВВП та зайнятості з допомогою монетарних стимулів буде неможлива; внутрішня сукупна пропозиція дедалі більшою мірою визначається глобальним попитом, внаслідок чого динаміка природного рівня безробіття також визначається глобальними факторами світової кон'юнктури.

Зокрема, слід зазначити, що розгляд оптимальності валютної зони Манделлом з самого початку здійснювався під кутом зору жорсткого кейнсіанського протиставлення інфляції безробіттю, відповідно до чого оцінювались вигоди від стабілізаційної політики за тих чи інших режимів валютних курсів. У своїй першій праці стосовно валютних зон він стверджував: “У валютному регіоні, який охоплює кілька країн з національними валютами, рівень зайнятості у дефіцитних країнах залежить від схильності профіцитних країн допускати у себе інфляцію. І навпаки, у валютному регіоні... темп інфляції визначається тим, якою мірою центральна влада схильна допустити безробіття у дефіцитних регіонах. ... безробіття може бути виключено з міжнародної економіки, якщо центральні банки погоджуються перекласти тягар інтернаціональної адаптації на профіцитні країни; останні у такому випадку повинні допустити у себе такий рівень інфляції, який дозволив би подавити безробіття у дефіцитних країнах... Але слід пам'ятати, що валютна зона будь-якого типу не спроможна запобігти одночасно інфляції та безробіттю серед своїх членів”²¹⁴.

Втім, на сьогодні глобалізація створює додаткові передумови для відсутності оберненого зв'язку між інфляцією і безробіттям на тлі того, що контроль за інфляцією стає яскраво вираженим макроекономічним пріоритетом, а це, у свою чергу, потребує зміни акцентів в аналізі формування валютних зон понад усе за рахунок виявленого підвищення нейтральності монетарної політики та інфляційних ризиків макроекономічної дестабілізації²¹⁵. Зокрема, якщо Манделл обґрунтовував потенційні вигоди від підтримання “грошової ілюзії” за рахунок негнучкості номінальних змінних, то глобалізація суттєво трансформує таку можливість саме з огляду на те, що і природний рівень безробіття, і внутрішня сукупна пропозиція дедалі більшою мірою задаються екзогенно, а гнучкість номінальних змінних за рахунок збільшення у виробництві та споживанні частки товарів, що є предметом міжнародної торгівлі, зростає. Отже, ті детермінанти, які визначають зростання нейтральності монетарної політики в умовах глобалізації, у свою чергу, трансформують і критерії оптимальності валютних зон у напрямку зниження ефективності (та вигод) використання монетарних та курсових інструментів для стабілізації.

²¹⁴ Манделл Р. Теория оптимальных валютных зон // Евро дитя Манделла? Теория оптимальных валютных зон: Сборник статей: Пер. с англ. — М.: Дело, 2002. — С. 65.

²¹⁵ Детальніше про проблему зв'язку між інфляцією і безробіттям див. у нашій праці: Козюк В.В. Зв'язок між інфляцією і безробіттям у світлі глобалізації та відкритості економіки // Журнал європейської економіки. — 2004. — Том 3 (№3). — С. 262-276.

По-друге, підвищення гнучкості економіки у протистоянні шокам та зниження рівня номінальної інерції також в багатьох випадках асоціюється з глобалізацією. Технологічна трансформація, софтизація, “конкурентний корпоратизм”, реформування інституцій ринків праці, зростання ПІІ та діяльність ТНК відображають структурні зрушення в економіці багатьох країн внаслідок впливу глобалізації. Природно, що зниження вразливості до шоків та підвищення номінальної гнучкості, а також потенційне підвищення мобільності робочої сили, наприклад, внаслідок дерегуляції у ЄС, створює передумови для того, що сучасна глобальна економіка більшою мірою відповідає критеріям оптимальних валютних зон Фрідмена-Кордена (номінальна гнучкість) та Манделла (мобільність факторів).

По-третє, глобальні фінансові ринки є складною високо-інтегрованою системою, забезпечуючи мобільність міжнародних капіталів та індукуючи вирівнювання процентних ставок. Корельованість ставок грошового ринку між США, зоною євро, Японією та рештою світу є значною, так само як і кореляція доходності ринків акцій. Виникнення глобальної рівноваги є підтвердженням цьому. Відповідно, фінансова інтеграція (критерій Інгрема) також підвищує рівень відповідності глобальної економіки критеріям оптимальності валютної зони.

По-четверте, підвищення рівня відрази до інфляції та її варіації у функції реакцій центральних банків, підвищення їх незалежності та інституціонального захисту політики підтримання цінової стабільності створюють передумови для того, що рівні інфляції у глобальній економіці гомогенізуватимуться, а реакції на шоки повинні стати більш симетричні в розумінні поведінки центральних банків. Відповідно, це безпосередньо зачіпає критерій Флемінга (гомогенність інфляції) та Тауера і Віллетта (симетричність реакцій на інфляцію та безробіття).

Проте, орієнтація монетарної політики на цінову стабільність підвищує значення автоматично стабілізуючої ролі фіскальної політики, через що повної уніфікації реакцій макроекономічних інструментів на шоки не відбудеться. Незважаючи на те, що роль інституціонально закріплених правил фіскальної політики зросла і їх характер відображає достатньо однорідне намагання обмежити бюджетні дефіцити та зростання державних боргів, фіскальна політика найімовірніше буде відображати збереження тенденції до дивергенції при реакції на шоки. Більше того, не існує жодних підстав розглядати глобальну економіку як таку, що функціонує на засадах фіскального федералізму, а політичної інтеграції на рівні усього світу не існує в принципі. В сукупності це відображає те, що світова економіка не відповідає критеріям оптимальної валютної зони, які ґрунтуються на фіскально-політичних засадах.

З вищесказаного випливає, що глобалізація набагато більшою мірою забезпечує відповідність світу умовам оптимальної валютної зони за рахунок тих критеріїв, які безпосередньо пов'язані з характером монетарної політики (орієнтація на стабі-

льність цін, зниження рівнів інфляції, що супроводжується її гомогенізацією) та факторами, які щільно пов'язані з ефективністю її здійснення в напрямку підтримання стабільної низької інфляції без суттєвих втрат ВВП та зайнятості (а саме — номінальна гнучкість, адаптивність до шоків, мобільність капіталу та підвищення гнучкості ринків праці тощо). Зокрема, це контрастує з тим, що фіскально-політичні критерії оптимальності практично повною мірою не відповідають передумовам валютної уніфікації. Такі висновки також підтверджується прикладом ЄВС. Так, згадувані Дорруці та Фірпо, розрізняючи номінальну інтеграцію, яка проявляється у інфляційній конвергенції, зближенні процентних ставок, зниженні волатильності двосторонніх валютних курсів та інтеграції фінансових ринків, та реальну інтеграцію — конвергенція бізнес-циклів та реальних доходів на душу населення, торговельна інтеграція (відкритість), виявляють наступну закономірність. Якщо реальна інтеграція на початку євроінтеграційних процесів суттєво перевищувала номінальну, то згодом ситуація змінюється. Номінальна інтеграція з 1999 р. починає випереджати реальну (див. табл. 3.4.).

Таблиця 3.4.

Динаміка економічної інтеграції в Європі: кількісна оцінка

Роки	ЄС-15	ЄВС-6	Решта ЄВС:	Не члени ЄВС
Економічна інтеграція загалом				
1957-1970	4,85	3,65	6,12	5,68
1971-1978	5,12	3,85	6,45	6,00
1979-1987	5,15	3,90	6,00	6,64
1988-1992	4,67	3,23	5,49	6,26
1993-1998	4,34	2,56	4,91	6,48
1999-2001	4,02	2,64	4,04	6,40
Реальна економічна інтеграція				
1957-1970	3,08	2,25	3,63	4,00
1971-1978	2,95	2,48	3,43	3,56
1979-1987	2,74	1,78	3,46	3,47
1988-1992	2,88	2,00	3,51	3,69
1993-1998	3,02	1,83	3,71	4,09
1999-2001	2,80	1,86	3,11	4,05
Номінальна економічна інтеграція				
1957-1970	3,84	3,05	5,07	4,04
1971-1978	4,23	2,95	5,60	4,85
1979-1987	4,32	3,35	4,95	5,58
1988-1992	3,63	2,33	4,35	4,93
1993-1998	3,33	1,93	3,71	5,10
1999-2001	2,62	1,38	2,57	4,59

Примітка: 1. ЄВС-6 — Бельгія, Люксембург, Франція, Німеччина, Італія, Нідерланди; Решта ЄВС — Австрія, Фінляндія, Греція, Ірландія, Португалія, Іспанія; не члени ЄВС — Данія, Швеція, Велика Британія.

2. Економічна інтеграція загалом об'єднує показники конвергенції бізнес-циклів, ВВП на душу населення, а також торговельну інтеграцію, конвергенцію процентних ставок, інфляційний диференціал, інтеграцію фінансових ринків, волатильність валютних курсів. Реальна економічна інтеграція об'єднує перших показника, а номінальна — решту.

3. Кількісна оцінка базується на обрахунку показника евклідової відстані, який відображає різницю (неподібність, довжину) між певним показником країни *i* та країни *j*.
Джерело: Doriguzzi E., Firpo S. European Integration: What Lessons for Other Regions? The Case of Latin America // ECB Working Paper. — 2002. — №185. — P. 22.

Як видно з табл. 3.4., зближення показників, що відображають інтеграційний процес, і які сутнісно пов'язані з діяльністю центральних банків практично впродовж усього періоду розвитку ЄС та ЄВС відставало від показників, що відображають динаміку реальних макроекономічних змінних — конвергенцію бізнес-циклів та ВВП на душу населення. І тільки з 1999 р. щільність зв'язку між показниками, які відображають номінальну інтеграцію, починає перевищувати аналогічну ситуацію щодо реальної інтеграції. Причому, навіть в розрізі Європейського валютного союзу ступінь інтеграції не є однорідною. Найбільш інтегровані між собою країни так званого базового ЄВС, або ЄВС-6. Також варто відзначити, що ступінь номінальної інтеграції країн-учасниць ЄВС перевищує ступінь їх реальної інтеграції, тоді як стосовно не-членів ЄВС простежується протилежна ситуація. Це можна вважати наслідком дисциплінуючого ефекту валютної уніфікації та проявом ендогенності валютної зони.

Порівняння кореляції між зростанням ВВП та інфляцією у розвинутих країнах та країнах, що розвиваються, також дозволяє виявити подібну закономірність. Так, рівень кореляції між зростанням ВВП у згаданих групах країн впродовж 1995-2004 рр. складає 0,41, а кореляція між рівнями інфляції за відповідний період — 0,67. На тлі реалізації політики стабільності цін та, відповідно, низької інфляції у розвинутих країнах та знижувального тренду інфляції у країнах, що розвиваються, (зокрема, внаслідок посилення орієнтації на підтримання цінової стабільності) це також свідчить про те, що номінальна конвергенція випереджає реальну, особливо у випадку, коли макроекономічні пріоритети щодо інфляції стають однорідними.

Прийнявши до уваги дисперсію рівнів інфляції та економічного зростання у розвинутих країнах можна прийти до подібного висновку. Так, за період 1995-2004 рр. середньоквадратичне відхилення темпів економічного зростання у розвинутих країнах практично в чотири рази перевищувало аналогічний показник по рівню інфляції, становлячи, відповідно, 0,80 та 0,21. Це також свідчить про те, що номінальна конвергенція відбувається швидше, ніж реальна. Зокрема, для прикладу, дисперсія бюджетних дефіцитів щодо ВВП у розвинутих країнах за аналогічний період становила 1,51, відображаючи те, що фіскальна конвергенція поступається не тільки монетарній, але й реальній. Проте подібна закономірність не підтверджується на рівні країн, що розвиваються, та трансформаційних економік. Для них дисперсія зростання ВВП, відповідно, складає 1,1 та 8,9, інфляції — 34,8 та 1396,4, бюджетних де-

фіцитів — 0,38 та 4,11²¹⁶. Але, приймаючи до уваги спадаючий інфляційний тренд, така ситуація відобразить більш високі початкові рівні цінової динаміки та бюджетної розбалансованості порівняно з розвинутими країнами, що статистично викривлює емпіричний прояв такої закономірності як випереджаючий характер номінальної конвергенції.

В розумінні монетарної теорії, випереджаючий характер номінальної інтеграції, порівняно з реальною (з певного періоду) є ще одним підтвердженням нейтральності монетарної політики, коли центральні банки фактично можуть ефективно забезпечити зближення тих показників, які безпосередньо стосуються їх діяльності з грошово-кредитного регулювання. Тобто це є підтвердженням того, що в рамках зони відповідальності центральних банків країна може зробити вибір щодо рівня інфляції, а не щодо параметрів реальної економічної активності (економічне зростання, ВВП на душу населення), які є основою реальної економічної інтеграції. Відповідно, для формування оптимальної валютної зони в аспекті активності центробанків набагато більше значення має факт вибору щодо конвергенції інфляції (критерій оптимальності Флемінга), ніж проблема зближення рівнів доходів на душу населення чи кореляції бізнес-циклів, що не можливо забезпечити з допомогою монетарного інструментарію.

Щодо аналізу світової економіки в цілому, то, приймаючи до уваги кореляцію бізнес-циклів та інфляції, шоків умов торгівлі, торгівельну відкритість, конвергенцію рівня доходів, можна стверджувати, що вона не може відповідати критеріям оптимальної валютної зони, відображаючи фрагментацію за рівнем наближення до відповідності таким критеріям в розрізі певних географічних сегментів.

Як видно з табл. Б.1. додатку Б, не існує спільної для більшості регіонів закономірності щодо кореляції бізнес-циклів. Так, в розрізі країн світу найбільш корельованими є коливання ділової активності у США та Канаді, малих економік Західної Європи та Західної Європи в цілому. Бізнес-активність у Латиноамериканських країнах дещо меншою мірою корельована між собою, але практично повністю не корельована з рештою світу. Це саме стосується країн Африки та Сходу, які представлені у даній табл. Зокрема, країни Африки вразливі до специфічних шоків, внаслідок чого в більшості випадків бізнес-цикли у них практично не корельовані між собою, а кореляція з найбільш розвинутими регіонами світу (Західна Європа, США, Японія, Азія, Латинська Америка) є варіативною в розрізі окремих країн. Звертає на себе увагу також той факт, що економічна динаміка азійських країн корельована бізнес-активністю у Японії, хоча рівень такої кореляції поступається тому, який властивий Західній Європі та Латинській Америці, але вона практично не корельована з рештою світу та з країнами Азії в цілому без врахування Японії. Відносно теорії оп-

²¹⁶ Обраховано автором за World Economic Outlook. — IMF: Washington D.C., 2004. — P. 173, P. 184, P. 192.

тимальних валютних зон, то можна зауважити, що найбільш корельовані між собою економіки (США та Канада) не мають спільної валюти.

Стосовно кореляції між рівнями інфляції можна стверджувати, що її динаміка в більшості випадків також не відображає формування оптимальної валютної зони. Наприклад, якщо впродовж 1995-2004 рр. кореляція між інфляцією у розвинутих країнах загалом та США складала 0,84, відповідно, зоною євро — 0,71, то щодо Японії даний показник становить 0,14. При цьому, за аналогічний період кореляція інфляції між США та Канадою складає 0,46, між зоною євро та Великою Британією — -0,04²¹⁷, хоча дані країни входять до інтеграційних блоків.

Як правило, щільність кореляції економічної активності забезпечується рівнем двосторонніх торговельних стосунків, внаслідок чого можуть виникнути переваги від валютної уніфікації. Однак, табл. А.6. додатку А, табл. Б.2. та Б.3. додатку Б демонструють, що не існує чіткої закономірності щодо вибору на користь валютної уніфікації та масштабів двосторонньої торгівлі. Найбільшою мірою інtrarегіональна торгівля розвинута у європейській інтеграційній зоні. Стосовно країн, що розвиваються, то масштаби двосторонньої торгівлі в основному визначають валюту прив'язки, але не вибір щодо валютної уніфікації, оскільки їх основними торговельними партнерами є або США, або ЄС (зона євро), або решта розвинутих країн в цілому. Тим не менше, дані табл. Б.3. додатку Б демонструють, що за 20 рр. (1980-2000 рр.) внутрішньо регіональна торгівля динамічно розвивається. Особливо це стосується таких інтеграційних зон як МЕРКОСУР та АСЕАН й частково НАФТА. Меншою мірою це стосується центральноафриканської зони франка, яка, водночас, об'єднана у валютний союз. В сукупності, це підтверджує припущення так званих гравітаційних моделей міжнародної торгівлі, згідно яких обсяги торгівлі між двома країнами пропорційні обсягам їхніх ВВП, внаслідок чого малі бідні країни не пов'язані між собою щільно зовнішньо-торгівельними зв'язками, і що, в підсумку, ускладнює регіональну інтеграцію (зокрема її валютний аспект) на засадах розвитку торговельних відносин.

Кореляція умов торгівлі в розрізі окремих країн світу (табл. Б.4. додатку Б) демонструє, що симетричність шоків повною мірою властива тільки країнам експортерам нафти Перської затоки. Для них динаміка умов торгівлі практично однакова, але при цьому, природно, абсолютно протилежна щодо США, зони євро та Японії. Відповідно, з огляду на такий критерій оптимальності валютної зони як симетричність шоків, вони відповідатимуть припущенням аналізованої теорії. Однак решта регіонів, в основному, не мають навіть подібної гомогенності кореляції умов торгівлі. Так, наприклад, даний показник для США та Канади відображає практично абсолютну некорельованість шоків, пов'язаних зі зміною умов торгівлі. Попри тісну зо-

²¹⁷ Обраховано автором за World Economic Outlook. — IMF: Washington D.C., 2004. — P. 184-185.

внiшньо-торгiвельну спiвпрацю та високий рiвень кореляцiї бiзнес-циклiв, США та Канада, в розумiннi симетричностi шокiв, не вiдповiдатимуть критерiям оптимальностi валютної зони. Еквадор, в даному випадку, демонструє протилежну ситуацiю. Маючи такий самий рiвень негативної кореляцiї умов торгiвлi з США, як i Канада, здiйснив перехiд на офiцiйну доларизацiю, тодi як Канада пiдтримує плаваючий валютний курс. Мексика також має протилежну з США динамiку умов торгiвлi, зберiгаючи високий рiвень торгiвельної iнтеграцiї з ними, але недостатньо корельований зi Сполученими Штатами бiзнес-цикл. У свою чергу умови торгiвлi Мексики та Бразилiї не корельованi, а Бразилiї i Аргентини й Болiвiї корельованi суттєво. Слiд вiдзначити, що у таких краiнах з повною доларизацiєю як Панама та Сальвадор кореляцiя умов торгiвлi з Мексикою практично протилежна, а з США, незважаючи на низьку кореляцiю бiзнес-циклiв, високою. Також звертає на себе увагу, що бiльшiсть краiн свiту не мають корельованих умов торгiвлi з Японiєю. Найбiльшою мiрою така кореляцiя властива Кореї, а найменше Малайзiї, при цьому данi краiни мають дiаметрально протилежну, але однакову за величиною, кореляцiю з динамiкою умов торгiвлi Китаю.

Стосовно проблеми конвергенцiї доходiв в системi монетарної унiфiкацiї, то вона впливає з логiки подiбностi прiоритетiв щодо розвитку економiки в тому розумiннi, що такi прiоритети в розрiзi краiн будуть тим бiльше спiльними, чим на бiльш подiбних стадiях розвитку будуть стояти такi краiни. Зокрема, це стосується вибору щодо рiвня iнфляцiї, взаємовiдносин органiв грошової влади з урядом (проблема сеньйоражу та фiнансування бюджетного дефiциту), ролi центральних банкiв в системi реалiзацiї дiвелопменталiстських стратегiй (селективна монетарна полiтика, використання iнструментiв фiнансової репресiї тощо). Однак, чим бiльшою мiрою краiна просувається по шляху iнтеграцiї зi свiтовим господарством i чим бiльшою мiрою фактори глобалiзацiї починають справляти на неї вплив, тим швидше вiдбувається вiдхiд вiд дiвелопменталiстських стратегiй та запровадження в практику функцiонування центральних банкiв схем та iнструментiв, якi властивi розвинутим краiнам (таргетування грошової маси чи iнфляцiї, ринковi iнструменти монетарної полiтики (операцiї вiдкритого ринку) тендерне визначення процентних ставок, зниження ролi обов'язкових резервiв тощо). Вiдповiдно, спiльнiсть прiоритетiв розвитку краiн, що розвиваються, у монетарнiй сферi дедалi активнiше визначатиметься не тим, як забезпечити чи стимулювати такий розвиток з допомогою штучних монетарних стимулiв, а як забезпечити iнфляцiйну стабiльнiсть та здорове макроекономiчне середовище для розвитку. В сукупностi, це означає, що з точки зору процесу монетарної унiфiкацiї, фактор дивергенцiї доходiв не має суттєвого значення, оскiльки глобалiзацiя визначає формування такого спiльного прiоритету як цiнова, фiнансова i, в пiдсумку, макроекономiчна стабiльнiсть.

Щодо досвіду функціонування регіональних валютних зон, то, як видно з даних табл. Б.5. додатку Б, в середньому має місце трьохразове перевищення доходів у найбагатшій країні доходів у найбіднішій країні. Виключення складає приклад країн Азії та країн, де офіційно запроваджена доларизація, де різниця в доходах може перевищувати 10 разів. Відповідно, це означає, що, з одного боку, різниця в доходах не може розглядатись як жорсткий фактор, дія якого унеможлиблює валютну уніфікацію, а з іншого, — проблемою є не дивергенція доходів, а стабільність грошей, що перебувають в обігу, тобто монетарна політика, актуальні питання підвищення ефективності якої у забезпеченні цінової стабільності можуть знаходити розв'язання через формування регіональних валютних зон. Наприклад, Дж.Говкінз та П.Мейссон стверджують, що “малі бідні економіки не отримують багато переваг від запровадження валюти іншої нерозвинутої країни; вони повинні тяжіти до запровадження валюти, яка би була стабільною щодо третіх валют. ... якщо різні національні валюти вже циркулюють всередині країн, що мають намір створити союз, то це допоможе у запровадженні спільної валюти. Наприклад, таким був досвід Скандинавського валютного союзу. При цьому, країни, які намагаються вступити в зону євро мають широкий обіг євро, а долар США широко використовується у Латинській Америці”²¹⁸. Подібне ствердження відображає потенційну прихильність даних авторів до офіційної доларизації. Але, запровадження в обіг валюти іншої країни далеко не завжди відбувається, не тільки з міркувань втрати частини національного суверенітету, але й з міркувань теорії оптимальних валютних зон.

Однак, можна стверджувати, що вибір між офіційною доларизацією та валютним союзом скоріше спиратиметься на інституціональне підґрунтя. По-перше, вже під час постановки теоретичної проблеми Р.Манделлом, Р.МакКінноном та П.Кененом про валютні зони як вкрай важливий висувався політичний аргумент монетарної уніфікації; дослідження розвитку регіональних валютних зон згаданими Говкінзом та Мейссоном, Дорущи та Фірпою, а також Монгеллі відображає, що в основі даного процесу знаходиться політична воля. Саме з фактором тісної політичної кооперації та співробітництва пов'язаний процес євроінтеграції, який в принципі уможливив монетарну уніфікацію, якій передувало зближення макроекономічних пріоритетів, понад усе — центральних банків. По-друге, координацію монетарних політик потенційно легше забезпечити, ніж фіскальних, з огляду на те, що органи грошової влади меншою мірою знаходяться під безпосереднім тиском учасників перерозподільчих коаліцій, які в умовах демократії ухвалюють рішення щодо бюджету. По-третє, вибір щодо валютного союзу також може втілювати ідею делегування суверенітету при запровадженні спільної валюти, тоді як доларизація означає втрату

²¹⁸ Hawkins J., Masson P. Economic Aspects of Regional Currency Areas and the Use of Foreign Currencies // Currency Areas and the Use of Foreign Currencies. — BIS Paper. — 2003. — №17. — P. 11.

суверенітету. З наявністю факту делегованого суверенітету пов'язані не тільки моральні переваги, а також і конкретні макроекономічні вигоди, оскільки це дає право щодо розробки та ухвалення рішень у сфері монетарної політики через представництво в органах центрального банку. По-четверте, баланс сил та політична вага, що спирається на економічний потенціал країни, також мають велике значення. Наявність серед країн-учасниць потенційного валютного союзу кількох рівновеликих держав, або держав, наближених за рівнем економічного розвитку, створює передумови для того, що вони скоріше погодяться на делегування монетарного суверенітету, ніж на відмову від власної валюти, за рахунок чого менші за економічним потенціалом та економічною вагою держави отримують переваги у вигляді приєднання до системи делегування монетарного суверенітету над запровадженням валюти однієї з великих країн-учасниць чи тільки однієї великої країни. По-п'яте, сама можливість щільної політичної координації та створення передумов для делегування монетарного суверенітету не можлива без інтеграційних зусиль. Відповідно, монетарна уніфікація як макроекономічний вибір може розглядатись в контексті інтеграційного процесу, який безвідносно до ступеня номінальної та реальної конвергенції створює рамкові умови для уможливлення політичного діалогу для забезпечення координації взагалі.

Наприклад, Б.Ейченгрін вважає, що запровадження спільної валюти в рамках інтеграційної зони є необхідним не само по собі. Вибір на користь валютних союзів повинно кореспондувати з кінцевим політичним виміром інтеграції. Так, він наводить три основні погляди на взаємообумовленість інтеграції і валютної уніфікації. По-перше, коливання валютних курсів негативно впливають на регіональну інтеграцію, понад усе на інтеграцію товарних ринків, з огляду на полівалютний вимір цін, що може призводити до алокаційної неефективності в межах певної інтеграційної зони. Відповідно, доктрина “єдиний ринок – єдина валюта” є максимом такого погляду, взятою у свій час на озброєння Європейською Комісією. По-друге, можливість використання валютно-курсового інструментарію з протекціоністських міркувань може негативно позначитись на політичному середовищі процесу інтеграції. Формуватимуться передумови для політичної корозії інтеграційних процесів. По-третє, валютні курси не справляють впливу на регіональні інтеграційні процеси. В сукупності, з вищезазначеного випливає, що затребуваність валютної уніфікації з'являється не сама по собі у чистому вигляді (що у чистому вигляді репрезентує теорія оптимальних валютних зон), а у відповідності з політичними намірами щодо глибини інтеграції. Зокрема, відмінні регуляторні режими та фіскальні процедури (наприклад, державні закупівлі) можуть знизити алокаційну ефективність зони вільної торгівлі, через що коливання валютних курсів по різному впливатиме на різні сектори економіки в різних країнах-учасниках торгівельної інтеграції. Згідно Ейче-

нгріна зона вільної торгівлі та митний союз взагалі не потребують координації макроекономічних політик для успішної регіональної інтеграції з глибиною, яка забезпечуватиметься ними. Проте створення спільного ринку змінює ситуацію якісно, внаслідок чого валютна уніфікація стане необхідною для його успішного функціонування і перетворення, власне, на єдиний ринок²¹⁹.

3.2. Теоретичні засади обґрунтування валютних союзів у контексті глобалізації

Як вже зазначалось, регіональна інтеграція та монетарна уніфікація знаходяться у певному семантичному зв'язку, зокрема, в світлі того, що критерії оптимальності валютної зони, що постулюються відповідною теорією, багато в чому передбачають якщо не пряму наявність інтеграційних зв'язків, то, принаймні, формування таких економічних процесів, які можуть бути інспіровані процесом інтеграції (наприклад, факторна мобільність, спільність макроекономічних пріоритетів, номінальна конвергенція, фіскально-політична взаємодія тощо). Разом з тим, попри належність ідеї формування валютних союзів до гносеології інтеграційних процесів, спільним знаменником чого є теорія оптимальних валютних зон, варто відзначити, що сама по собі дана теорія не може бути ефективним фундаментом для обґрунтування вибору щодо монетарної уніфікації, особливо в світлі глобалізації, яка створює власні передумови для необхідності останньої.

Зокрема, така неефективність впливає з характеру самої теорії. Так, вже зазначалось, що вона є неопераційною, тобто неможливо виявити кількісний вимір критеріїв оптимальності, який би став керунком до дії у сфері макроекономічної політики. Це саме стосується і проблеми протилежного характеру різних критеріїв оптимальності. Вищенаведений аналіз кореляції бізнес-циклів, рівня розвитку двосторонньої торгівлі, кореляції умов торгівлі у різних країн, відображає зазначений недолік даної теорії.

Щодо проблеми глобалізації, то на думку Б.МакКаллума теорія оптимальних валютних зон також не відображає ситуації довкола валютних курсів, коли дедалі більш нагально постає питання про вибір альтернативи їх фіксованим режимам. Якщо у параграфі 2.3. була розглянута така альтернатива, як доларизація (тобто повна відмова від валютних курсів), то згідно МакКаллума такою альтернативою можуть бути валютні союзи, необхідність формування яких потрібно розглядати під кутом зору теорії валютних криз²²⁰. Наскільки актуальний розгляд питання про таку альтернативу плаванню як валютні союзи, видно з доповіді урядника МВФ Е.Анінати на конференції, присвяченій викликам центральним банкам з боку глобалізації. Він стверджує: «Плаваючі курси не можуть бути застосовані у багатьох краї-

²¹⁹ Eichengreen B. Does Mercosur Need a Single Currency? // Center for International and Development Economics Research (University of California, Berkeley). — 1998. — Paper C98, 103. — P. 5-9.

²²⁰ McCallum B. Theoretical Issues Pertaining to Monetary Unions // NBER Working Paper. — 1999. — №7393. — P. 1.

нах, які не готові перейти повною мірою до таргетування інфляції і підтримують альтернативні йому монетарні режими. Часткова доларизація економіки робить проведення монетарної політики ще більш складним. Відповідно, такий варіант розв'язання проблеми як формування валютних курсів повинен стати дедалі більш популярним²²¹. На відміну від МакКаллума, Анінат основний наголос робить на тому, що глобалізація підштовхує до формування валютних союзів з огляду на те, що інтеграція фінансових ринків призводить до посилення ролі останніх у переливі капіталів, внаслідок чого звичні монетарні режими (наприклад, таргетування грошової маси чи процентної ставки) втрачають свою ефективність. Спільним знаменником в підходах МакКаллума та Аніната є проблема мобільності капіталів, хоча розглядається вона під різним кутом зору (валютні кризи у першого та питання функціонування монетарних режимів у другого). Проте, глобалізаційні детермінанти формування валютних союзів повинні розглядатись у більш широкому і, водночас, системному контексті, відображаючи тенденції на різних рівнях глобальної економіки, усю повноту проблеми валютно-курсової нестабільності, трансформацій у сфері функціонування центральних банків та інтеграційних процесів.

Можна констатувати, що такі глобалізаційні детермінанти формування валютних союзів актуалізуються у наступних зрізах, які відображають достатньо відмінні, але значимі для монетарної політики, структурні зв'язки між національною та світовою економікою:

відтворювальний зріз або інтеграційний варіант розвитку національної економіки в світлі трансформації джерел економічного зростання, отже і його моделей, та реагування на виклики глобалізації;

макроекономічний зріз, що відображає функціональні зміни в системі монетарної політики, викликані еволюцією центральних банків, та зміни у її валютно-курсовому сегменті, зумовлені процесами регіональної інтеграції та фінансовою глобалізацією;

інституціональний зріз, який відображає проблеми формування адекватного вимогам ефективного реагування на виклики глобалізації інституціонально-організаційного каркасу центральних банків.

Відтворювальний зріз детермінант вибору на користь створення валютних союзів в умовах глобалізації безпосередньо формується на стику процесів регіональної інтеграції та вибору оптимальної моделі економічного зростання в світлі ризиків та переваг, які створює глобалізація. Так, як вже зазначалось (розділ 1), занепад кейнсіанської парадигми управління попитом та переорієнтація на джерела економічного зростання, які пов'язані зі сферою пропозиції, так чи інакше зумовили потребу у лі-

²²¹ Aninat E. Opening Remarks. Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems. Conference at the IMF in Washington, D.C., September 16-17, 2002. // IMF Seminars and Conferences Paper. — 2002. — P. 1.

бералізації зовнішньоекономічних стосунків, які, відштовхуючись від лібералізації системи міжнародної торгівлі, започаткованої ще у Бретон Вудсі та валютно-фінансової дерегуляції у розвинутих країнах наприкінці 1970-х середини 1980-х рр., призвели до підвищення ролі екзогенних, зовнішніх (міжнародних) джерел розвитку економіки. Це, в підсумку, призвело до формування глобальної економіки на основі ущільнення інтеграції ринків та зближення форм, методів, інструментів та інституцій їх функціонування та регулювання. Разом з тим, посилення ролі екзогенних джерел економічного зростання, які під впливом глобалізації та інтеграції ринків відображають тенденцію до перетворення на процеси врівноваження глобальних попиту та пропозиції, що вже практично не залежать від виробництва та споживання на рівні окремої країни, суттєво підвищує залежність економіки країни від них. Така залежність формується як по каналах торгівельної відкритості, так і по каналах відкритості глобальним потокам капіталів. У першому випадку залежність відображатиме відтворювальні та циклічні аспекти впливу глобальної кон'юнктури на економічну активність на національному рівні. У другому — структурні та інституціональні зміни у сфері функціонування глобального фінансового посередництва; причому такі зміни можуть відображати зміни у глобальній кон'юктурі як такої, а можуть зумовлюватись переглядом усталених чи звичних поведінкових стереотипів у сфері управління активами та пасивами на глобальному рівні (наприклад, зміни ставлення до ризиків, внаслідок чого обсяги потоків капіталу у країни з ринками, що виникають, суттєво знизились наприкінці 1990-х початку 2000-х рр. чи підвищення чутливості до відхилення норми доходності на окремому ринку від глобальної середньої, що призводить до підвищення волатильності потоків капіталу незалежно від їх вихідного обсягу тощо).

Намагання розв'язати суперечність між вигодами від глобалізації і пов'язаною з нею відкритістю та алокаційною ефективністю та загрозами, що породжується такою відкритістю і які втілюються у підвищення залежності економічного зростання та національного добробуту від екзогенних факторів, простежується у процесах регіоналізації. Останні, по-суті, відображають формування своєрідного фрагменту глобальної економіки, який вміщує більшою мірою її позитивні риси, ніж вона сама в цілому може їх втілити (наприклад, з огляду на збереження обмежень факторної мобільності і ті чи інші інституціональні детермінанти та регуляторні бар'єри), та обмежує вплив її негативних проявів. Можна стверджувати, що внаслідок глобалізації такі підсистеми міжнародної економіки як великі відносно закриті економіки втрачають більшість своїх позитивних ознак, що прямо впливають з більш низької чутливості до змін глобальної кон'юнктури, вищого рівня диференціації виробництва і споживання та менш вираженої потреби реагувати на коливання валютних курсів. Тобто, такі ознаки можна сформулювати на рівні групи країн, які їх набувають в

процесі регіональної інтеграції, перетворюючись на велику відносно закриту економіку на якісно новому рівні. Такий рівень повинен передбачати, що інтегрований економічний простір стає спроможним протистояти викликам глобалізації, забезпечуючи акомодацию шоків за рахунок внутрішньої трансформації своїх власних складових елементів.

Як наслідок, на відтворювальному рівні процеси регіональної інтеграції якісно трансформують модель економічного зростання. Якщо кейнсіанськоорієнтовані моделі з акцентуванням на управлінні попитом та індустріалізацію в напрямку імпортозаміщення можна ототожнити з моделлю ендогенного економічного зростання, а відкриття економік для підвищення значення світогосподарських зв'язків у формуванні джерел розвитку — з моделлю екзогенного зростання, то глобалізація та регіоналізація детермінують своєрідний сплав обох моделей. З одного боку, важливість світогосподарських зв'язків у забезпеченні джерел економічного зростання зберігається, віддзеркалюючи актуальність системних елементів екзогенної моделі, з іншого боку, — регіоналізація формує економічний простір, який внаслідок свого меншого рівня відкритості та вищого рівня диференційованості виробництва та споживання стає відносно структурно стійким та самодостатнім, що призводить до відтворення системних елементів ендогенної моделі. Відповідно, чим більшим буде масштаб та економічний потенціал (зокрема ємність ринку, виміряна чисельністю населення та ступенем концентрації капіталів та локалізацією доходів) такого простору, тим більшою мірою в ньому будуть домінувати детермінанти ендогенного зростання, роблячи його стійким та менш вразливим до коливань глобальної кон'юнктури, хоча елементи екзогенного зростання зберігатимуть свою значимість в розумінні того, що ринковий характер вихідних принципів формування та функціонування такого простору зберігатиме зовнішні зв'язки, тобто торгівельну та фінансову відкритість. Російський економіст Л.Зєвін так описує трансформацію моделей економічного зростання в умовах глобалізації: “Глобалізація трансформує концепцію ендогенного економічного зростання, органічно включаючи у неї зовнішнє середовище. У доглобалізаційний період в ендогенних моделях... більший наголос робився на опору на власні сили. Тепер же відмічається необхідність активних дій за межами національної економічної території, але підкреслюється, що ці екзогенні фактори можуть бути ефективними лише у поєднанні з життєздатною внутрішньою господарською структурою, що дозволяє не тільки протистояти шокам, але й знайти нішу для збуту конкурентоспроможної вітчизняної продукції...”. Оцінюючи емпіричні параметри такого простору, Зєвін відмічає, що “економічний простір з ємністю ринку приблизно 300 млн. споживачів з середньою забезпеченістю природними ресурсами може забезпечити створення життєздатних за глобальними критеріями структур...

Опора на ендogenousні джерела росту робить такі великі структури достатньо стійкими навіть за високої відкритості зовнішньому світу”²²².

З цього випливає, що ендogenousний розвиток, який ототожнюється із закритістю, приречений; адаптація ендogenousного розвитку на тлі збереження інтенсивних зв'язків із зовнішнім економічним оточенням, що підвищуватиме його стійкість, можлива через формування цілісного масштабного диференційованого ринку з потужними відтворювальними структурами; такий ринок, якщо він не сформований в межах кордонів окремої держави, може сформуватись шляхом регіональної інтеграції. Наразі цим вимогам відповідає США, Китай, Індія, НАФТА, ЄС, МЕРКОСУР та АСЕАН.

За таких обставин створення валютних союзів відображатиме процес монетарної уніфікації в системі формування стійких до глобальних шоків структур, появу, цілісність, життєздатність та відтворення яких забезпечуватиме регіональна інтеграція. При цьому, валютні союзи виступатимуть в ролі функціонального інструмента цементування цілісності та інтегративності таких структур, і в аспекті їх генерації, і в аспекті їх подальшого існування. В цьому розумінні, вони відображатимуть утворення монетарного формату цілісності та інтегративності структури, що функціонуватиме в середовищі глобальних процесів. Власне, такий формат буде виконувати роль інструментального елемента, який буде не тільки забезпечувати інтегративність та цілісність, алей забезпечувати алокаційну ефективність у внутрішньому економічному просторі такої структури, що кристалізуватиме природну економічну ефективність її функціонування, отже відтворюватиме її на основі ринкової динаміки у координатах ринкової рівноваги. З іншого боку, валютний союз може розглядатись як засіб забезпечення ендogenousності в розумінні теорії оптимальних валютних зон, коли монетарна уніфікація каталізуватиме появу та утвердження таких структур.

Проте, одним з викликів формування таких структур на відтворювальному рівні є самі моделі ендogenousного/екзогенного зростання, які в різний час та в різних регіонах заклали фундаментальні принципи економічного розвитку окремих частин світу і визначили особливості характеру їх господарських систем та їхніх теперішніх світогосподарських зв'язків. Так, експортоорієнтоване зростання, властиве азійським країнам, відображаючи актуальність екзогенних факторів збільшення виробництва та споживання, зумовило ситуацію, коли таке зростання не враховувало розвиток внутрішньо-регіональної торгівлі. Орієнтація на світову економіку в цілому як на потенційно єдиний ринок збуту робило внутрішньо-регіональну торгівлю не актуальною, або не значимою. У випадку моделі зростання на основі імпортозаміщення, властивої Латиноамериканським країнам та окремим країнам Африки, стимули для розвитку внутрішньо-регіональної торгівлі також усувались за рахунок того, що

²²² Зевин Л. Национальные экономические системы в глобальных процессах // МЭиМО. — 2003. — 11. — С. 18-19.

сам факт імпортозаміщення виключав використання переваг регіональної спеціалізації. Наприклад, дані табл. Б.3. додатку Б яскраво ілюструє факт того, що розвиток регіональної торгівлі у Азійських країн (так звані Азія-5) та всередині таких інтеграційних блоків як АСЕАН та МЕРКОСУР суттєво поступається обсягам торгівлі, які мають місце у європейській зоні інтеграції. Незважаючи на те, що з 1980 р. по 2000 р. внутрішньо-регіональна торгівля в Азії та Латинській Америці суттєво зросла, вона все ще не досягла рівня європейського розвитку.

Відповідно, і у випадку експортоорієнтованого зростання, і у випадку зростання на основі імпортозаміщення спільним є те, що перехід до нової глобальної структури, яка відображала би нове розуміння ендогенного зростання, обтяжується низьким рівнем регіональної інтеграції, в першу чергу зовнішньо-торгівельної. Внаслідок цього формується специфічна ситуація: збереження переваг глобалізації та послаблення її негативного впливу за рахунок створення масштабного та ємного у глобальному розумінні ринку можливе в інтеграційному процесі, але, водночас, зовнішня торгівля, як найпростіший та найбільш дієвий спосіб ущільнення зв'язків між країнами (зокрема в розумінні формування оптимальної валютної зони) не може розглядатись як визначальне джерело акумулювання енергії для розвитку інтеграційних процесів, тому, що вона має орієнтацію на глобальний ринок загалом.

Макроекономічний зріз детермінант вибору на користь створення валютних союзів в умовах глобалізації, з одного боку, щільно пов'язаний з процесами, які відбуваються у відтворювальному зрізі, а з іншого — відображає специфічні закономірності розвитку самої монетарної політики та орієнтирів центральних банків. Можна виділити наступні аспекти макроекономічного зрізу.

По-перше, мобільність капіталів та інтеграція фінансових ринків стають викликом валютно-курсовій політиці, реалізація якої передбачає створення стимулів для розвитку внутрішньо-регіональної торгівлі. Важливість даного аспекту впливає як з усвідомлення того, що обмеження на коливання валютних курсів стають особливо важливими, коли країни, об'єднанні інтеграційними зусиллями переходять на рівень створення спільного ринку та прямують до економічного союзу, так і з досвіду функціонування Європейського валютно-курсового механізму (так звані ERM-I та ERM-II), який розглядався з позиції стимулювання розвитку торгівлі всередині Західної Європи та з позиції підвищення макроекономічної гомогенності економік країн-учасниць європейського інтеграційного об'єднання. Однак, в умовах високої волатильності потоків капіталу та їх відірваності від фундаментальних макроекономічних змінних підтримка взаємних фіксованих чи прив'язаних валютних курсів виглядає дедалі неможливою. Накладання обмежень на мобільність капіталів з метою підтримання фіксованих курсів суперечить засадничим принципам інтеграційного процесу — забезпечення мобільності товарів та виробничих факторів. Більше того,

спекулятивні атаки проти фіксованих валютних курсів розхитують усю систему політики обмеження курсових коливань, що здійснюється з метою стимулювання зовнішньої торгівлі. Якщо європейські країни не змогли подолати цю проблему під час кризи механізму “валютної змії” та турбулентності на валютних ринках 1992-1993 рр., то, найімовірніше процеси інтеграції у країнах третього світу будуть відбуватися шляхом набагато більш швидкої валютної уніфікації, без тривалої стадії підтримання взаємно фіксованих валютних курсів.

По-друге, поширення валютних криз має кластерний характер, в основу формування якого покладено зовнішньо-торгівельні зв'язки між країнами. На думку фахівців Центру досліджень економіки та політики Р.Гліка та Е.Роуза, валютні кризи здебільшого є регіональними. При цьому, макроекономічні та фінансові передумови поширення чи міграції криз від країни до країни дуже часто є не актуальними. Саме торговельні зв'язки є передумовою для кореляції валютних курсів різних країн впродовж кризових потрясінь на валютних ринках²²³.

Подібної думки притримуються і фахівці МВФ, які вважають, що одним з головних джерел ризиків для пов'язаних валютних курсів є торгівля²²⁴. Основна причина цього — недостатньо розвинутий національний фінансовий сектор та неспроможність запозичувати зовні у національній валюті, тобто те, що описується у категоріях гіпотези “первісного гріха”, розглянутої як одне з гносеологічних підґрунть доларизації.

Б.Ейченгрін наводить інший варіант взаємозв'язку між валютно-курсовою та торговельною політикою на прикладі Бразилії та Аргентини 1970-1980-х рр. Згідно нього, у випадку недостатньо жорстких інтеграційних обмежень на зміни захисних тарифних бар'єрів (в цілому це стосується загального світового режиму торговельної політики) спостерігається циклічний розвиток між девальвацією та підвищенням тарифів. Падіння валютного курсу у країні-контрагенті тягне за собою підвищення тарифів на її товари, і навпаки — підвищення захисних бар'єрів з боку країни-контрагента підвищує стимули для девальвації власної валюти. Як наслідок, внутрішньо-регіональна інтеграція унеможлиблюється²²⁵.

Однак, збільшення кількості країн-учасниць СОТ та реалізація регіональних інтеграційних процесів через створення зон вільної торгівлі, в принципі, звужують можливість для розвитку ситуації за алгоритмом “девальвація-підвищення тарифів”. Так само девальвація не може розглядатись як постійно діючий інструмент макроекономічної політики, оскільки переваги від інтеграції з глобальними ринками капіталу знижуються, а ризик макроекономічної дестабілізації внаслідок відпливу капі-

²²³ Glick R., Rose A. Contagion and Trade: Why are Currency Crises Regional // CEPR Discussion Paper. — 1998. — №1947. // www.cepr.org.

²²⁴ Exchange Rates in the Increasingly Interdependent World // IMF Occasional Papers. — 2001. — №193. — P. 15.

²²⁵ Eichengreen B. Does Mercosur Need a Single Currency? // Center for International and Development Economics Research (University of California, Berkeley). — 1998. — Paper C98, 103. — P. 2-5.

талів зростає. Відповідно, це призводить до того, що регіональна інтеграція створюватиме стимули для розвитку економіки, а підтримання стабільних курсів стимулюватиме розвиток такої інтеграції, зокрема, за рахунок позитивних стимулів для торгівлі. Але, водночас, підтримання стабільних курсів породжує цілий ряд інших проблем, а саме: доларизація пасивів, нарощування нехеджованих зовнішніх зобов'язань, підвищення ризику втрат від девальвації; тоді як нарощування регіональної торгівлі породжуватиме ризик поширення валютних потрясінь на усіх учасників інтеграційного об'єднання згідно такого явища як регіоналізація валютних криз, виявленого Гліксом та Роузом. За рахунок цього створюються передумови для того, що альтернативою підтриманню стабільних курсів для стимулювання регіональної інтеграції, яка через канали торговельних стосунків підвищуватиме ризик підтримання такої стабільності, виступатиме усунення самих курсів, або валютна уніфікація.

Слід зазначити, що питання валютної уніфікації в рамках інтеграційних процесів також слід розглядати під кутом зору гіпотези “страху перед плаванням”, висловленої К.Рейнхарт та Г.Кальво, і яка системно пов'язана з проблемою відкритості. Так, приклад еволюції Європейського валютного союзу демонструє імпліцитну прив'язку валют-країн членів до марки ФРН. Причому, як показують дослідження МВФ, чим більшою мірою такі валюти були жорсткіше прив'язані до марки, тим меншими були потрясіння впродовж кризи ЄВС у 1992-1993 рр. Так, курси валют Нідерландів, Бельгії, Австрії та Данії практично не вийшли за межі встановлених цільових паритетів²²⁶. Такий досвід дещо суперечить ствердженням Б.Ейченгріна та Р.Хаузманна про те, що чим більшою мірою коливається валютний курс, тим м'якшими будуть наслідки для країни в разі настання кризових обставин на валютних ринках, та випадку Азійської кризи, під час якої найменшою мірою постраждала економіка Філіппін, які мали найвищий рівень волатильності валютного курсу (див. параграф 2.3.). Найімовірніше така розбіжність обумовлюється відмінною довірою ринків до центральних банків та їх сприйняттям факту обмежень на коливання валютного курсу. У європейському випадку жорстка прив'язка асоціювалась з довірою до монетарної політики, оскільки жорстка прив'язка до марки забезпечувала низьку інфляцію, імпорт довіри до Бундесбанку та знаменувала більш здорову макроекономічну політику в цілому. В азійському випадку жорстка прив'язка сприймалась як прояв потенційної кризи, оскільки рівень довіри до центральних банків був набагато нижче, отже стабільність валютного курсу розглядалась під кутом зору морального ризику. За рахунок цього більш висока волатильність курсу філіппінської валюти меншою мірою сприймалась як щось провокуюче кризу. Попри відмінний азійський та європейський досвід, в світлі проблеми “страху перед плаванням” об-

²²⁶ Exchange Rates in the Increasingly Interdependent World // IMF Occasional Papers. — 2001. — №193. — P. 10.

меження на коливання валютних курсів мають дуалістичний вплив на процеси валютної уніфікації:

а) у випадку, коли “страх перед плаванням” не дозволяє коливанню валютних курсів суттєво відхилитись від цільового паритету (наприклад, щодо долара США), то, відповідно, валютний курс не може бути ефективно використаний як інструмент стабілізаційної політики. Це означає, що відмова від нього, як і у випадку з доларизацією, не позначиться суттєво на погіршенні монетарних умов розвитку економіки;

б) якщо кілька країн, потенційних учасників інтеграційного об’єднання, притримуються обмежених коливань валютного курсу, то “страх перед плаванням” виконуватиме роль прив’язки їхніх валют до однієї з провідних валют світу, через що номінально створюватиметься ситуація, подібна на ту, яка склалась в рамках функціонування ЄВС. Відмінність полягатиме у тому, що марка ФРН тоді була частиною самої системи, хоча фактично її коливання щодо решти валют визначали коливання щодо них валют країн-членів ЄВС. В даному випадку, провідна валюта, курсові коливання щодо якої обмежуються “страхом перед плаванням”, буде нагадувати випадок марки, але при цьому буде перебувати за межами союзної системи;

в) хоча “страх перед плаванням” створює стимули для інтеграційних процесів за рахунок обмежень на коливання валютних курсів, функція реакцій центральних банків на курсові флуктуації може відрізнятись, а відміні шоки, які вражають країни, можуть зумовлювати відмінний характер пристосувань валютних курсів до нових рівноважних умов, навіть за збереження ідеології обмежених курсових коливань. Внаслідок цього ефективність монетарних стимулів для регіональної інтеграції через неформальне забезпечення стабільності курсів країн-учасниць, отриману через крос-курси щодо спільної валюти прив’язки в рамках “страху перед плаванням”, може знижуватись, порівняно з випадком, коли існують формальні та емпіричні обмеження на коливання двосторонніх курсів, яка, у свою чергу, унеможлиблюється внаслідок глобалізації фінансових ринків та проблему довіри до монетарної політики. Як наслідок, модель поведінки — “страх перед плаванням” — може виступити фундаментом для просування процесів валютної уніфікації.

По-третє, валютна уніфікація створює додаткові стимули для розвитку регіонального фінансового ринку. Так, Б.Боссон та Ж.-К. Лі стверджують, що інтеграція у сфері фінансів призводить до якісних змін у вигляді того, що утворення спільного фінансового простору має кумулятивний ефект. У праці з промовистою назвою “У фінансах розмір має значення” вони стверджують, що інтеграція фінансових ринків значно перевищуватиме суму національних фінансових ринків, взятих окремо. Основна причина цього — поглиблення та диверсифікація ринку, підвищення його ліквідності та зростання економії на масштабі²²⁷. Наприклад, валютна уніфікація в Єв-

²²⁷ Bossone B., Lee J.-K. In Finance, Size is Matter // IMF Working Paper. — 2002. — WP/02/113. // www.imf.org.

ропі вже призвела до того, що в структурі процентних ставок фактор суверенного ризику зведено до мінімуму. Процентні ставки для позичальників відображають тільки специфічний ризик того чи іншого сектора економіки, а не країни. Так само зниження процентних ставок у Європі внаслідок запровадження євро та перетворення фрагментаризованого за валютним критерієм фінансового простору у єдине фінансове середовище відображає зниження ролі суверенного та індивідуального ризику, оскільки в обох випадках проблема коливання валютних курсів ліквідована.

За рахунок ущільнення фінансової інтеграції, інспірованої функціонуванням валютного союзу, усувається цілий комплекс проблем, які впливають з так званого явища “первісного гріха”, або нерозвинутого фінансового ринку. Інтеграційні стимули для розвитку останнього, розширюючи можливості для запозичень на тривалий строк та під нижчі проценти, порівняно з відокремленим національним ринком, зменшують ризик зовнішніх запозичень, деномінованих у інші валюти. Як наслідок, створюються передумови для підвищення загальної макроекономічної стійкості, а значимість валютно-фінансових детермінант “страху перед плаванням” послаблюватиметься, розширюючи поле для маневру центрального банку.

З валютною уніфікацією тісно переплітається проблема послаблення негативних наслідків імперфекцій глобальних ринків. Само по собі зменшення кількості валют звужує масштаби диверсифікаційних операцій у глобальному вимірі. Якщо імперфекції глобальних ринків відображають, що волатильність потоків капіталу не залежить від фундаментальних макроекономічних змінних та обсягу самого глобального ринку, а тільки від кількості інструментів та валют, що включені до нього, то формування валютних союзів зменшує кількість валют, які приймаються до уваги в процесі глобальної диверсифікації. За рахунок цього створюватимуться ендогенні передумови для зниження волатильності потоків капіталу, відображаючи зворотний процес щодо збільшення кількості доступних для диверсифікації валют внаслідок глобальної фінансової інтеграції. Наприклад, Д.Веннер, Керуючий Східно-Карибським центральним банком, прямо стверджує, що зменшення кількості валют робить світову фінансову систему менш складною, а за рахунок цього більш стійкою. Валютна уніфікація є ендогенним фактором зниження волатильності у сфері міжнародних фінансів²²⁸.

Незважаючи на те, що фінансова інтеграція є одним з критеріїв оптимальності валютної зони, глобалізація створює передумови для того, що очікування досягнення стану оптимальності вже не відповідають потребам ефективного функціонування економік та процесів регіоналізації в умовах, що змінюються. Навпаки, формування

²²⁸ Venner D. How can Monetary Policy be Conducted in the Union? // Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems. Conference at the IMF in Washington, D.C., September 16-17, 2002. // IMF Seminars and Conferences Paper. — 2002. — P. 2.

валютних союзів розглядається як засіб прискорення фінансової інтеграції в межах інтеграційного об'єднання.

По-четверте, валютний союз уможлиблює реалізацію монетарної політики, зорієнтованої на внутрішню рівновагу. Значимість цього впливає з наступних закономірностей. Впродовж усієї еволюції центральних банків орієнтація на внутрішню рівновагу, якщо вона не узгоджувалась з рамковими умовами реалізації монетарної політики, що задавались міжнародним валютним устроєм, призводила до нагромадження макроекономічних диспропорцій, які, зрештою, проявлялись або в погіршенні внутрішньої економічної ситуації (прискорення інфляції), або у посиленні дивергенції у світовій економіці (обмеження на рух капіталів).

Орієнтація на внутрішню рівновагу мала спорадичні прояви в епоху золотого стандарту, у міжвоєнний період та стала особливо актуальною після Другої світової війни. Проте остаточний перехід до домінуючого реагування з боку центрального банку на інфляцію та ВВП-розрив утвердився при запровадженні режимів плаваючих валютних курсів і став визначальною рисою монетарної політики розвинутих країн. Трансформація функцій реакцій центральних банків в умовах глобалізації в напрямку підвищення значення параметру відрази до інфляції та її варіації, підвищення їх незалежності та перехід до таргетування інфляції є зовнішнім проявом даного процесу.

Реалізація монетарної політики ЄЦБ також відображає суттєві зміни у його поведінці, порівняно з реакцією його попередників, зокрема Бундесбанку. Наприклад, фахівці ФРС Й.Фауст, Дж.Роджерс та Дж. Райт стверджують, що, якщо прийняти функцію реакцій Бундесбанку за основу функціонування ЄЦБ, то можна помітити, що функція реакцій останнього відрізняється від тої, яка була в його попередника. Як найбільш незалежний центральний банк світу, Німецький федеральний банк особливо жорстко реагував на відхилення фактичної інфляції від цільової. Така поведінка Бундесбанку відповідала не тільки змісту інституціональних факторів, які визначали характерні риси його політики, але й статус Німеччини як великої економіки, що уможливлювало домінуючу орієнтацію на внутрішню рівновагу, порівняно з іншими країнами-учасницями ЄВС. Згідно емпіричних досліджень згаданих економістів, на відміну від Бундесбанку, ЄЦБ більшою мірою реагує на показник ВВП-розриву²²⁹. І показник інфляції і показник ВВП-розриву є елементами внутрішньої рівноваги. Однак можливість підвищення значення орієнтації на останній в рамках мандату на забезпечення цінової стабільності, що є властиве статуту ЄЦБ, зумовлюється тим, що ЄВС є більш ємним та диференційованим ринком та більш масштабною в глобальному плані структурою, ніж економіка Німеччини, що і визначило

²²⁹ Faust J., Rogers J., Wright J. An Empirical Comparison of Bundesbank and ECB Monetary Policy Rules // Federal Reserve Board International Finance Discussion Papers. — 2001. — №705. // www.federalreserve.gov.

трансформацію поведінки Європейського центрального банку, порівняно з його попередником — Бундесбанком.

Стосовно країн, що розвиваються, то в них орієнтація центрального банку на внутрішню рівновагу або реакція на внутрішні циклічні проблеми в більшості випадків асоціюється з недовірою до монетарної політики взагалі. Попри те, що це дуже часто пов'язано з недостатнім інституціональним захистом їх незалежності, фіскальним домінуванням, наслідками реалізації дивелопменталістської моделі з властивою їй фінансовою репресією, орієнтація на внутрішню рівновагу, понад усім на такий її аспект як ВВП-розрив, сприймається як виклик політиці грошової стабільності через те, що така реакція суперечить потребам підтримання стабільності валютних курсів. Це створює передумови для того, що реакція органів грошової влади на внутрішні проблеми, попри свою закономірність в світлі майже столітньої еволюції центробанків, розглядається як таке, яке суперечить самій необхідності підтримувати внутрішню рівновагу у вигляді контролю за інфляцією.

Проте, така ситуація у випадку країн, що розвиваються, демонструє тільки найбільш радикальний випадок того, що у малій відкритій економіці орієнтація на внутрішню рівновагу є ускладненою через її більш високу відкритість. Внаслідок останньої зв'язок між змінами валютного курсу та інфляцією є вищим, ніж в більш закритих економіках, зовнішні шоки більш значимі для реального сектора, з огляду на вищу спеціалізацію, а вразливість фінансового сектора є сильнішою, оскільки внутрішній фінансовий ринок не забезпечує потреб у позичковому капіталі відповідно до потреб, через що ризик фінансової дестабілізації внаслідок девальвації значиміший. Регіональна інтеграція забезпечує створення більш закритої, великої економіки, в рамках якої негативні риси спеціалізації послаблюються, адже підвищується диференціація виробництва та споживання, а фінансова інтеграція з її кумулятивним ефектом для розвитку внутрішніх ринків капіталу дозволяє зменшити залежність від зовнішніх (щодо інтеграційної зони) запозичень. За рахунок цього формування валютного союзу створює внутрішні передумови для реалізації монетарної політики на внутрішню рівновагу, оскільки рівень відкритості знижується, а отже знижується залежність від валютно-курсних детермінант макроекономічних процесів.

Важливість останнього, зокрема, безпосередньо впливає з проблем, пов'язаних з глобалізацією фінансових ринків. Волатильність останніх та відірваність потоків капіталу від фундаментальних макроекономічних процесів, позначається на значних флуктуаціях валютного курсу, через що системна реакція на останній може суттєво дестабілізувати функціонування внутрішніх фінансових ринків та призводити до конфлікту монетарних цілей. Наприклад, у випадку прискорення інфляції внаслідок перегріву кон'юнктури боротьба з ревальвацією через збільшення

грошової пропозиції може тільки загострювати проблему цінової стабільності. У випадку ж спаду, реакція на девальвацію через проведення дефляційної політики тільки поглиблюватиме погіршення господарської активності. Якщо додати, що коливання валютних курсів не відображають фундаментальні процеси, то реакція на них призводить до не прогнозованості наслідків поведінки центрального банку та не прогнозованості реакцій на такі наслідки. І у випадку запізнілої реакції на прискорення інфляції внаслідок боротьби з ревальвацією, і у випадку боротьби з девальвацією в умовах спаду жорсткі заходи тільки посилюватимуть рецесію. В умовах недостатнього інституціонального захисту центрального банку це може мати більш значні негативні наслідки, а саме — інфляційне зміщення монетарної політики: чим більшим буде спад, тим більшим буде тиск на центральний банк з метою пом'якшення грошової пропозиції та створення монетарних стимулів для пожвавлення кон'юнктури. Підвищення недовіри та, як наслідок, підвищення інфляційного фону будуть справляти негативний вплив на глобальне позиціонування економіки в очах міжнародних інвесторів.

З позиції аналізу макроекономічного вибору в координатах “трилеми” можна стверджувати, що валютний союз відповідатиме вимогам автономії монетарної політики, що диктується закономірністю еволюції центральних банків, та мобільності капіталів, що є системним елементом глобалізації та процесів регіональної інтеграції. Вибір щодо плаваючих курсів в таких умовах є відображенням поєднання двох попередніх виборів в рамках “трилеми” з наслідками мобільності капіталів в глобальній економіці як такої, через що їх коливання втратили операційний характер при розробці монетарної політики, але зберегли свою значимість тою мірою, якою країна відповідає критеріям малої відкритої економіки. Відповідно, якщо на рівні останньої неможливо зробити вибір в системі “трилеми”, який диктується процесами глобалізації та еволюції центральних банків, то формування валютного союзу трансплантує можливість такого вибору на рівень регіональної інтеграції.

Інституціональний зріз детермінант формування валютних союзів в умовах глобалізації відображає створення інтеграційних стимулів для підвищення ефективності монетарної політики через розбудову відповідного інституціонально-організаційного каркасу функціонування центрального банку. Так, згадуваний Д.Веннер прямо стверджує, що формування валютних союзів повинно не обов'язково відображати відповідність критеріям оптимальних валютних зон. Це повинно втілювати принцип, що здійснення монетарної політики у відповідності до регіонального устрою, може бути більш ефективним, порівняно з національним устроєм²³⁰. У свою чергу функціонер ЄЦБ Г.Хогевег наголошує, що запровадження

²³⁰ Venner D. How can Monetary Policy be Conducted in the Union? // Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems. Conference at the IMF in Washington, D.C., September 16-17, 2002. // IMF Seminars and Conferences Paper. — 2002. — P. 5.

єдиної валюти в рамках інтеграційного об'єднання супроводжується широкомасштабними інституціональними трансформаціями, пов'язаними зі створенням нових органів грошової влади²³¹. Р.Купер та Х.Кемпф констатують, що централізація монетарної політики в рамках валютного союзу створює додаткові вигоди у вигляді стабільності цін. Оскільки між країнами існує певний рівень, наприклад, торгівельної взаємозалежності, то створення несподіваної інфляції в одній, індукуючи економічне зростання та підвищення цін, насправді позначається на зменшенні добробуту у країні-контрагенті, оскільки попит на товари з першої країни не є повністю еластичний. В результаті одна з країн буде мати короткострокові вигоди від зростання ВВП, але зіткнеться з проблемою інфляційного зміщення, а друга з країн постане перед проблемою імпорту інфляції та економічного спаду. Дані економісти стверджують, що “в умовах монетарного союзу центральний банк буде інтерналізувати взаємозалежність між країнами і оптимально вибирати нижчий рівень інфляції”²³².

Аргумент Купера та Кемпфа можна було би вважати скоріше суто макроекономічним, ніж інституціональним. Але, оскільки в умовах глобалізації втрати від інфляції зростають, а можливість отримати вигоди у короткостроковому періоді від створення не передбачуваної інфляції знижуються, то орієнтація на стабільність цін стає своєрідним принципом макроекономічних пріоритетів країни, які закріплюється на рівні поведінки національних органів макроекономічної політики, а отже стають своєрідним інститутом. З огляду на те, що глобалізація загострює вразливість країни, в якій має місце інфляційне зміщення, та підвищує загальні втрати від інфляції, необхідність підвищення ефективності монетарної політики у боротьбі з останньою втілюється у конкретні інституціональні трансформації, пов'язані зі статусом центрального банку, а саме — у підвищення його незалежності. Власне, останнє і створює безпосередні рамкові умови для того, щоб здійснення політики цінової стабільності та низької оптимальної інфляції стало реальністю. Можна стверджувати, що підвищення ефективності монетарної політики у валютному союзі за рахунок її централізації не відбувається само по собі, оскільки дії центральних банків визначаються тими чи іншими інституціональними факторами. Д.Веннер прямо зазначає, що існує певний консенсус — валютний союз буде тоді ефективний, коли забезпечуватиметься незалежність центрального банку та фіскальна дисципліна²³³, які мають безпосередній інституціональний вимір.

²³¹ Hogeveg G. Regional Monetary Arrangements – Lessons from the Euro Area // Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems. Conference at the IMF in Washington, D.C., September 16-17, 2002. // IMF Seminars and Conferences Paper. — 2002. — P. 6.

²³² Cooper R., Kempf H. Establishing a Monetary Union // NBER Working Paper. — 1998. — №6791. — P. 3.

²³³ Venner D. How can Monetary Policy be Conducted in the Union? // Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems. Conference at the IMF in Washington, D.C., September 16-17, 2002. // IMF Seminars and Conferences Paper. — 2002. — P. 3.

Приклад Європейського валютного союзу демонструє, що в рамках політики інституціональної конвергенції підвищення рівня автономії національних монетарних органів розпочалось після підписання Маастрихтського договору, а інституціональна модель ЄЦБ багато в чому ґрунтувалась на позитивному прикладі функціонування Бундесбанку.

З одного боку, даний приклад демонструє, що одним з інтегральних факторів трансформації інституціонального каркасу монетарної політики виступає підвищення незалежності центральних банків країн-учасниць інтеграційного об'єднання, а єдиний центральний банк валютного союзу здобуває високий рівень автономії. Попри те, що у багатьох країнах ЄС відбулися реформи національних центральних банків саме в даному напрямку, рівень автономії ЄЦБ скоріше буде перевищувати рівень автономії кожного з них. Відповідно, принцип незалежності єдиного центрального банку в зоні валютної інтеграції стає визначальним в процесі формування та функціонування будь-яких інших інтеграційних об'єднань, оскільки він втілює інструментальну роль. Зміст останньої полягатиме у тому, що більш високий незалежний статус єдиного монетарного органу забезпечить: вищий рівень ефективності у проведенні політики стабільності цін, потреба у якій багато в чому обумовлюється глобалізаційними процесами; підвищення рівня довіри до нього та транспарентності, порівняно з тим, якби монетарна політика країн-учасниць визначалась виключно національним інституціональним каркасом. Модель Бундесбанку, взята за основу, окрім цього, відображає те, що з інституціональними змінами пов'язаний процес конвергенції рівнів інфляції. Тобто, принцип стабільності цін та імпорту низької інфляції стає доцентровою силою формування валютного союзу. Даний принцип втілює ідею, що валютна інтеграція сама по собі бере за основу низьку інфляцію і створює передумови, коли інституціональні зміни відбувались в напрямку тих, які дозволять це забезпечувати. Сильний інституціональний захист незалежності центрального банку та низька інфляція, а не навпаки, стають фокусом доцентрових сил інтеграційних процесів. З іншого боку, приклад Європейського валютного союзу відображає, що делегування вищої незалежності єдиному центральному банку та очікування на підвищення ефективності монетарної політики пов'язані саме з наднаціональним інституціональним каркасом, акцептування якого може бути набагато простішим, порівняно з тим, якби реформи центрального банку відбувались на рівні окремої країни.

Для пояснення цього феномену необхідно більш детально розглянути процес інституціональної динаміки у категоріях теорії суспільного вибору як такої, що відображає принципи ухвалення політичних рішень (якими в даному випадку є зміни, що стосуються статусу центрального банку, отже його інституціонального каркасу) у економічних категоріях. Так, легітимізація статусу центрального банку в світлі

процесів валютної уніфікації може відбуватись на двох рівнях: національному та наднаціональному, або інтеграційному. У першому випадку визначення статусу монетарного органу буде задаватись на конституційному рівні, де є чинними правила голосування на основі кваліфікованої (конституційної) більшості, та на рівні, де є чинними правила голосування на основі простої більшості (рівень спеціального або функціонального законодавства). Відповідно, політичний вибір щодо чіткої формалізації незалежного статусу центрального банку буде важчим, відповідно до рівня ухвалення рішення, з точки зору правил голосування. Зрозуміло, що наявність вимог до конституційної більшості суттєво ускладнює запровадження усіх атрибутів інституціонального захисту незалежності центрального банку на конституційному рівні, але дозволяє це зробити на рівні чинності правил більшості. Отже динаміка інституціональних змін на національному рівні буде визначатись гостротою політичного моменту в розумінні того, як реформи центрального банку, які би призвели до здійснення політики низької інфляції та унеможливлення маніпулювання ним з міркувань розгортання електорального циклу, будуть привабливими для політичних гравців²³⁴.

Іншим варіантом легітимізації незалежного статусу центрального банку є підписання міждержавних угод на кшталт Маастрихтських чи окреслення рамкових вимог до макроекономічної політики по прикладу з Пактом про стабільність і зростання. В даному випадку, зверхність міжнародних договорів щодо національного законодавства є потужним засобом розв'язання проблеми калібрування юстибельних норм інституціонально-організаційного каркасу центрального банку у внутрішньополітичному процесі. Базовою передумовою цього варіанту є наявність інтеграційного об'єднання з потужним правовим апаратом та договірною базою.

Проте, забезпечення процесу визначення характеру автономії національного центрального банку з допомогою міжнародних зобов'язань в рамках інтеграційного об'єднання актуалізує дещо інші проблеми, відомі з теорії координації міжнародної політики. По-перше, для реалізації даного напрямку посилення незалежності центрального банку потрібна принаймні згода більшості учасників об'єднання (як в кількісному розумінні, так і в розумінні їх ваги та ролі) та наявність інтенцій щодо цього на концептуальному рівні інтеграційної парадигми. Можна стверджувати, що в світлі досвіду ЄВС та затребуваності політики стабільності цін в умовах глобалізації такі інтенції в принципі є реальними.

По-друге, характер згоди кожного окремого учасника залежатиме від домінуючих внутрішньополітичних тенденцій щодо ролі монетарної автономії в системі макроекономічних регуляторів на національному рівні. Якщо інтеграційна доктрина

²³⁴ Детальніше див. нашу працю: Козюк В. В. Політико-конституційний аналіз організації центральних банків // Незалежність центральних банків. — Тернопіль: Карт-бланш, 2004. — С. 122-138.

та політичне схвалення монетарної автономії на національному рівні в цілому будуть гомогенними, то повноважні представники країни у такому об'єднанні скоріше погодяться на ухвалення таких норм, які підвищують рівень незалежності національних центральних банків, або визначають вищий рівень незалежності єдиного центрального банку, навіть всупереч існуючій правовій чи функціональній практиці чи короткостроковому кон'юнктурному консенсусу політичних гравців. Якщо ж вони гомогенними не будуть, то наявність внутрішньо інтеграційного тиску дозволить схилити країну до підписання таких угод, але ймовірність такого підписання та ефективність тиску залежатимуть скоріше від комплексного балансу втрат та вигод окремої країни, яких вона може зазнати/здобути в рамках інтеграційного об'єднання. Чим більшими будуть інші вигоди, тим більш ефективним буде внутрішньо інтеграційний тиск на користь підвищення монетарної автономії. Власне кажучи, приклад Європейського валютного союзу доводить, що країни з історично більш м'якими монетарними режимами погодилися на посилення статусу центральних банків під впливом інтеграційного тиску.

Отже, інтеграційні стимули можуть бути достатньо ефективним спонукальним мотивом для забезпечення монетарної автономії, навіть у випадку, коли на внутрішньополітичному рівні бракує достатніх сил для досягнення консенсусу з цього питання. Своєрідна екстерналізація політичних засобів забезпечення монетарної автономії, в даному випадку, виступить фактором трансформації національних рамкових умов визначення інституціонального каркасу центрального банку в тому розумінні, що національні регулюючі норми повинні бути приведені у відповідність до норм, обумовлених інтеграційними рішеннями. Тобто, формування внутрішньополітичного консенсусу, з одного боку, посилюватиметься з огляду на зобов'язальний характер домовленостей на рівні інтеграції, з іншого, — наявність вигод у інших інтеграційних аспектах позначатиметься, якщо не на повній реструктуризації внутрішньої коаліції, що опонує підвищенню монетарної автономії, то, принаймні, до часткового розмивання її монолітності та ймовірності утворення альтернативних груп, інтереси яких збігаються. Це саме стосується і характеру визначення конкретних засобів забезпечення незалежності центральних банків й подальшої трансплантації домовленостей на національний рівень. Адже відсутність таких домовленостей на інтеграційному рівні створює потенційну небезпеку вихолощення загально інтеграційних принципів на національному рівні. А це вже може позначатись на формуванні асиметричного розподілу вигод і втрат від цього, з одного боку між країнами, а з іншого, — у коротко- та довгостроковому періоді в розрізі країн, що не сприятиме посиленню гомогенності національних економік, з яких складається інтеграційна зона. Подібна логіка стосується і національної політичної підтримки створення єдиного центрального банку з високим незалежним статусом.

Для демонстрації того, як інтеграційні стимули погодження на більш високий рівень незалежності центрального банку можуть позитивно вплинути на переформування коаліції для ухвалення такого рішення скористаймося наступним модельним прикладом. Хай парламент країни, яка є учасником інтеграційного об'єднання і перед якою стоїть дилема погодитись на валютний союз, який передбачає сильний інституціональних захист жорсткої політики, зорієнтованої на стабільність цін, складається з 100 членів. При цьому, у випадку, коли би питання про підвищення автономного статусу центрального банку з відповідними очікуваними наслідками для зниження інфляції та підтримання цін стабільними розглядалось виключно у внутрішньо національному контексті розподіл голосів має наступний характер: 33 — за; 33 — проти; 33 — не визначились. За таких обставин ухвалення позитивного рішення матиме випадковий характер. У випадку, коли проблема інфляції стоїть більш гостро, а політична привабливість боротьби з нею висока, достатньо половини групи, що не визначилась, + 2 голоси для ухвалення позитивного рішення. У випадку, коли загострилась проблема безробіття, навіть якщо падіння зайнятості зумовлено структурними шоками і ця проблема не може бути вирішена з допомогою експансивної монетарної політики, вірогідність позитивного рішення зводиться до мінімуму, оскільки практика показала, що інфляційні стимули підвищення зайнятості ще довго залишаються привабливими в очах політиків, навіть якщо економісти визнають це неприпустимим.

У випадку, коли погодження на незалежний центральний банк з сильним статусом розглядається в пакеті з іншими інтеграційними пропозиціями, реалізація яких може підвищити добробут в цілому у довгостроковому періоді, але у короткостроковому матиме дистрибутивний характер, хоча і з перевагами для економіки країни, позитивне рішення може бути ухвалене (див. табл. 3.5.).

Таблиця 3.5.

Варіанти розподілу голосів при ухваленні рішення про статус центрального банку

Розподіл голосів при розгляді питання у внутрішньо національному контексті	За 33 голоси		Проти 33 голоси		Не визначилися 33 голоси	
	За 28	Проти 5	За 10	Проти 23	За 16	Проти 16
Розподіл голосів при розгляді питання в інтеграційному контексті						

Як видно з табл. 3.5., розгляд даного питання у контексті можливості отримання додаткових інтеграційних бонусів для економіки країни змінює структуру коаліції, внаслідок чого рішення може бути ухвалене навіть у випадку, якщо за песимістичним припущенням групу, що не визначилась, поділити пополам, а від групи, яка “за”, відняти 5 голосів “інтеграційних скептиків”. Якщо ж припустити, що серед даної групи таких не має, то кількість голосів за ухвалення рішення ще додатково

зростає. Тобто, факт інтеграції може трансформувати політичний вибір у напрямку погодження на жорстку монетарну політику, навіть якщо у внутрішньонаціональному політичному процесі для цього не було яскраво виражених передумов.

Також, підвищення ефективності монетарної політики у валютному союзі може пов'язуватись з самим характером взаємовідносин між наднаціональними інституціями, якою в даному випадку є єдиний центральний банк, та національними органами макроекономічної політики. Природно, що у випадку національного центрального банку рівень його неформальної комунікації з національними урядом та парламентом є вищим, порівняно з випадком, коли монетарна політика делегується на централізований інтеграційний рівень. Усунення передумов для такої неформальної комунікації створює передумови для того, що фактична незалежність органів грошової влади буде вищою. Проте, з формальної точки зору незалежність єдиного центрального банку буде все одно забезпечуватись на рівні його інституціонального каркасу, який з точки зору характеру побудови та статусу і повноважень його органів управління, так чи інакше буде втілювати ідею національного представництва, аналогічно до того, як керівні органи національних центральних банків втілюють ідею представництва гілок влади (президентської та парламентської в залежності від політичної моделі країни) в розумінні того, що члени таких органів призначаються певною гілкою влади або в цілому, або у певній пропорції.

Відповідно, це створює передумови для того, що навіть попри глобалізаційні передумови формування валютних союзів необхідність політичних елементів регіональної інтеграції все одно залишалась чинною. Так, аналізуючи характер ухвалення рішень Європейським центральним банком, А.Каселла стверджує, що такі рішення ухвалюються скоріше політичним консенсусом, аніж формальною більшістю, як це передбачає статут ЄЦБ²³⁵. З одного боку, це є суттєвим позитивним моментом європейського інтеграційного досвіду, коли спільність позицій національних представників у керівних органах ЄЦБ в принципі уможлиблює такий консенсус. З іншого, — відображає більш складні діалектичні зв'язки між формуванням валютного союзу, політичною інтеграцією та реалізацією монетарної політики, ефективність якої на імплементаційному рівні буде визначатись тим, наскільки країни-учасниці відповідають критеріям оптимальних валютних зон, навіть всупереч затребуваності валютної уніфікації з метою протистояння викликам глобалізації, відповідно до чого теорія оптимальних валютних зон не може розглядатись як гносеологічний фундамент монетарної інтеграції.

Так, по-перше, як стверджує згадана дослідниця, “фундаментальним резонансом, чому спільна економічна політика повинна асоціюватись з політичним союзом, є те,

²³⁵ Casella A. Games for Central Bankers: Markets v/s Politics in Public Policy Decisions // NBER Working Paper. — 2000. — №8026. — P. 9.

що політика — це суспільне благо, таке саме, як у традиційному випадку ним є національна оборона. Рішення економічної політики є ідентичними для усіх регіонів чи індивідуальних членів — спільні процентні ставки та грошова пропозиція, що забезпечується спільним центральним банком у валютному союзі... Але ефекти від політики поширюються не рівномірно, викликаючи ситуацію, коли одні отримують більше вигод, ніж інші. Тобто політичні рішення є суспільним благом, яке викликає перерозподіл добробуту. У випадку монетарної політики, інтервенції та встановлення процентних ставок справлятимуть відмінний вплив на різні географічні території, сектори та індивідів. ... Як видно з публічних дебатів щодо ЄЦБ, простежується можливість того, що країни не погодяться на ідеальну монетарну політику”²³⁶. Відповідно, як відомо з теорії суспільного вибору, перерозподільчий характер централізованих (колективних) рішень буде тим менший, чим одноріднішою буде група. В розумінні інтеграційної зони, політична інтеграція і буде виміром однорідності преференцій країн-учасниць, внаслідок чого процес централізації монетарної політики буде успішний.

По-друге, однорідність преференцій багато в чому зумовлюється тим, наскільки вдасться досягнути приблизно рівномірного розподілу втрат і вигод від валютної уніфікації. А їх рівномірний розподіл, у свою чергу, багато в чому визначається тим, на скільки країни-учасниці відповідають критеріям оптимальних валютних зон. А. Каселла наводить приклади, коли такий рівномірний розподіл може мати місце: перше, коли економіки є більш гомогенними; друге, коли фінансові ринки інтегровані на стільки, що диверсифікація портфелів дозволить компенсувати шоки, але мобільність фізичного капіталу крізь кордони все таки є обмеженою; третє, коли за наявності політичного союзу створюється система різного роду компенсуючих трансфертів, що дозволяє згладжувати асиметричні шоки; четверте, коли існує гомогенність поглядів, внаслідок чого сама по собі політика як суспільне благо матиме менше перерозподільчих наслідків²³⁷. Зазначене відображає, що передумови для рівномірного розподілу втрат і вигод формуються відповідно до того, чи відповідає валютний союз таким критеріям оптимальності валютних зон як однорідність структур економіки, фінансова інтеграція, наявність фіскального механізму розподілу трансфертів. В сукупності це те, що дозволяє не тільки розподіляти вигоди і втрати рівномірно, а те, що зумовлює передумови для того, щоб такий розподіл взагалі мав місце, — симетрична реакція на шоки, яка є базовою економічною передумовою для рівномірного розподілу вигод і втрат. Зрештою, це також потребує відповідності ширшому колу самих критеріїв оптимальності валютних зон, порівняно з тим, які містяться в аргументі Каселли.

²³⁶ Ibid. — P. 4.

²³⁷ Ibid. — P. 6-7.

Важливість відповідності (або наближення) простору валютної інтеграції критеріям оптимальності валютних зон також визначається праксеологією монетарної політики. Остання може зводитись до проблеми політичного консенсусу як наслідку однорідності політичних преференцій, але скоріше на рівні ухвалення рішень з монетарної політики, які, у свою чергу, можуть бути як оптимальними для окремих країн, так і неоптимальними для інших, що і породжує дилему перерозподілу втрат і вигод від валютної уніфікації. Централізоване встановлення процентних ставок, приросту грошової маси, вибір курсового співвідношення до валют третіх країн в даному випадку вже буде ігнорувати потреби пристосування до фази ділового циклу чи інфляційної динаміки в окремих країнах-учасниках валютного союзу. Водночас наявна циклічна дивергенція так чи інакше повинна враховуватись при здійсненні єдиної монетарної політики, оскільки вона справляє вплив на фундаментальні критерії зміни тих чи інших операційних монетарних величин. Важливою також є проблема симетричності трансмісійного механізму, який забезпечує передачу імпульсів рішень центрального банку на грошовому ринку на макроекономічну динаміку в цілому, отже проходження таких імпульсів по трансмісійних каналах монетарної політики не повинно викривлюватись особливостями національного фінансового сектора та структури економіки країн-учасниць. Інакше, ефективність єдиної монетарної політики буде низькою. Проте, якою би не була важливою її ефективність в цілому, її макроекономічні результати зберігатимуть свою значимість на рівні окремих країн, з відповідними наслідками щодо тиску на єдиний центральний банк, з огляду на регіональний характер представництва його керівного органу, що знову повертає нас до інституціональних факторів монетарної політики та політичної конвергенції, які надбудовуються над принципом відповідності критеріям оптимальності валютних зон.

За рахунок цього виникає суперечлива ситуація. Теорія оптимальних валютних зон, в світлі свого гносеологічного характеру, не може розглядатись як методологічне підґрунтя формування валютних союзів. Останнє є одним з варіантів реагування на виклики в умовах глобалізації і вибір щодо них на рівні теоретичної аргументації не стосується аргументів теорії оптимальних валютних зон. Але, водночас, можливість здійснення ефективної монетарної політики, яка би супроводжувалась мінімізацією негативних наслідків перерозподілу втрат та вигод від валютної уніфікації, і на політичному рівні, і на операційному рівні визначатиметься тим, наскільки країни відповідатимуть критеріям оптимальності валютних зон. За рахунок цього з'являються передумови для небезпечної тенденції, коли процеси регіональної інтеграції вже потребують валютної уніфікації з огляду на виклики глобалізації, але політичний вибір щодо такої уніфікації може не мати місце з огляду на проблему відповідності зони інтеграції критеріям оптимальності валютних зон. Найімовірніше,

ущільнення регіональної інтеграції у світі та процес координації монетарної політики з метою обмеження валютних коливань буде відбуватись набагато швидше, порівняно з європейським досвідом, при цьому фаза обмежень на коливання валютних курсів або буде зведена до мінімуму, або не існуватиме взагалі, оскільки глобальна мобільність капіталів унеможливить здійснення такого типу монетарної політики.

Важливим аспектом інституціонального виміру функціонування валютних союзів є фіскальна конвергенція та наявність формальних обмежень на зростання бюджетних дефіцитів. На думку Г. Хогевега, наявність фіскальної дисципліни в умовах валютного союзу є таким же самим принциповим елементом ефективності його функціонування як і незалежність єдиного центрального банку. Він стверджує: “У відповідності до запровадження спільної надійної валюти важливо щоб це відбувалось за дотримання принципу незалежності центрального банку з наділенням його мандатом на підтримання стабільності цін та створення такого інституціонального каркасу публічних фінансів, який би забезпечив можливість захисту місії центрального банку, якою є політика підтримання стабільності цін”²³⁸. Такий каркас публічних фінансів будується за принципами фіскальної конвергенції у вигляді встановлення обмежень на зростання бюджетного дефіциту та державного боргу. Він виконує складну функціональну роль в процесі формування та активності валютного союзу.

По-перше, з політичної точки зору сам факт накладання формальних рестрикцій на фіскальну політику у вигляді погоджених показників фіскальної конвергенції відображає достатню політичну гомогенність країн-учасників процесу валютної уніфікації. Так, бюджетні рішення безпосередньо пов’язані з дистрибутивною активністю уряду та парламентсько-політичних груп. Відповідно, обмеження у сфері публічних фінансів, продиктовані інтеграційними процесами, так чи інакше зачіпають можливості та преференції учасників політико-бюджетних переговорів. При цьому перерозподільчі наслідки інфляції є менш явні, ніж наслідки фіскальних рішень, втрати від неї на макроекономічному рівні, тим більше в умовах глобалізації, є очевидними, тоді як наслідки ухвалення та виконання бюджету є перерозподільчі за своїм змістом, а їх прямий макроекономічний негатив в більшості випадків не так помітний, як у випадку з інфляцією. Отже, сам факт, що в межах інтеграційного об’єднання досягається згода на фіскальні рестрикції, є свідченням певної політичної гомогенності, яка є необхідною для ефективного функціонування валютного союзу.

По-друге, фіскальна конвергенція забезпечує зближення економік в тому розумінні, що не дозволяє за рахунок важелів дефіцитного фінансування глибоко згла-

²³⁸ Hogeveg G. Regional Monetary Arrangements – Lessons from the Euro Area // Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems. Conference at the IMF in Washington, D.C., September 16-17, 2002. // IMF Seminars and Conferences Paper. — 2002. — P. 12-13.

джувати діловий цикл. За рахунок цього формуються передумови для того, що цикли ділової активності ставатимуть більш корельованими, оскільки будуть індукованими природною реакцією економіки на шоки чи інші автономні зміни рівноважних умов, а вирівнюючий вплив з боку фіскальних дій урядів буде послаблено. Зокрема, відмінності у поточній обтяжливості країни державним боргом зумовлюють відмінні надбавки за ризик та відмінні можливості щодо рівня бюджетного дефіциту, який може бути профінансований без суттєвих негативних наслідків для макроекономічної стабільності та подальшої збалансованості бюджету, створюють передумови, коли кожна з країн-учасниць має диференційований масштаб впливу на сукупний попит, що, природно, посилюватиме дивергенцію ділової активності. Наявність фіскальних рестрикцій вирівнюватиме такий масштаб, спонукаючи до вищої гомогенності національних політик у сфері дефіцитного фінансування, наслідком чого стане підвищення корельованості ділових циклів.

По-третє, фіскальна конвергенція справляє позитивний дисциплінуючий вплив на макроекономічну політику в цілому, що стимулює до реформування системи публічних фінансів в напрямку підвищення їх алокаційної нейтральності та ефективності в умовах глобальної конкуренції, зокрема, зниження державного навантаження на економіку, розширення зони ринкової пропозиції суспільних благ, приватизації тощо.

По-четверте, з накладанням обмежень на дефіцитне фінансування пов'язана функціональна місія мінімізації можливостей перерозподілу добробуту в середині валютного союзу одними за рахунок інших. В теоретичній літературі це явище відоме як проблема “безбілетного пасажира” (“безбілетника”). Джерелом даної проблеми є наступні макроекономічні закономірності:

в умовах валютного союзу національні органи не можуть обирати цільовий рівень інфляції, а монетарна політика не може бути використана як засіб стабілізації ВВП. Таку роль буде виконувати фіскальна політика. Використання дефіцитного фінансування призводитиме до підвищення процентних ставок відповідно до ефекту витіснення. Оскільки ставки одні для всіх, то негативний вплив на сукупний попит через підвищення процентних ставок розповсюджуватиметься на всіх, а вигоди від підвищення сукупного попиту за рахунок підтримання бюджетного дефіциту локалізуватиметься на рівні однієї країни;

зрушення у сукупному попиті, індуковані дефіцитним фінансуванням в одній країні, можуть позначитись на ціновій динаміці в інтеграційній зоні, особливо, якщо експорт до неї з останньої є еластичний по доходу, а в більшості країн-учасниць має місце наближення до повного завантаження виробничих потужностей. “Перегрів кон'юнктури” у більшості країн та поживлення цін у країні з фіскальною експансі-

єю потребуватиме протилежних дій єдиного центрального банку. В результаті країни, які перебувають на негативній фазі циклу зіткнуться з погіршенням ситуації;

фіскальна експансія може позначитись на зміні відносних цін всередині інтеграційної зони, які не можуть бути компенсовані шляхом коректування валютних курсів. За рахунок цього характер спеціалізації окремих країн може дозволити отримати додаткові вигоди від фіскального дисбалансу у решті країн, в яких погіршиться зовнішня рівновага тощо²³⁹.

По-п'яте, одним з позитивних наслідків наявності критеріїв фіскальної конвергенції, що діють як обмеження на позикову активність урядів країн-учасниць валютного союзу є зниження вразливості до зовнішніх потрясінь. За наявності стабільної макроекономічної ситуації та відсутності хиткої кон'юнктури на ринках державного боргу створюються передумови для того, що волатильні потоки міжнародного капіталу не погіршують ситуацію у сфері валютних курсів та процентних ставок. Тобто приплив та відплив спекулятивних капіталів на боргові ринки, що перебувають у вразливому стані внаслідок недовіри інвесторів до дій урядів, не позначаються на коливаннях валютного курсу. Останнє не детермінує збільшення кількості факторів мотивації щодо встановлення процентних ставок і не погіршує поточну цінову ситуацію, у випадку коли відплив капіталів позначається на девальвації єдиної валюти, та зовнішню конкурентоспроможність, у протилежному випадку.

По-шосте, в умовах реалізації політики, зорієнтованої на підтримання цінової стабільності, що так важливо в умовах глобалізації та життєздатного функціонування валютного союзу, обмеження фіскальних чинників інфляції стає вкрай актуальним. Відповідно, формалізовані конвергенційні критерії обмежень на дефіцитне фінансування створюють рамкові передумови для полегшення діяльності єдиного центрального банку. У випадку, коли фіскальні дії детермінують зміну рівня цін, центральному банку необхідно проводити більш жорстку монетарну політику, що впливає з необхідності реалізації його мандату та протистояння негативним макроекономічним наслідкам інфляції. Це призводить до того, що протилежний вплив на сукупний попит з боку фіскальних та монетарних макрорегуляторів так чи інакше позначиться на підвищенні процентних ставок з негативними наслідками для кожного з них. Так, згідно нової — фіскальної — теорії інфляції цінова динаміка зумовлюється не стільки змінами в грошовій пропозиції, скільки змінами у величині акумульованих бюджетних дефіцитів відповідно до підтримання довгострокової плато-

²³⁹ Зауважимо, що наведені приклади є найбільш загальними. Спеціальні теоретичні дискурси з питань проблеми "безбілетника" у валютному союзі розширюють спектр та характер можливих наслідків відсутності чи, навпаки, наявності фіскальних рестрикцій відповідно до того, чи підтримується рикардова еквівалентність щодо державного боргу, чи здійснюється монетарна політика відповідно до очікувань, чи має місце проблема динамічної інконсистентності у сфері монетарної та фіскальної політики тощо. В залежності від рамкових умов кожної з моделей, що тестує феномен "безбілетного пасажира", і виявляються конкретні прояви даного феномену та структурні взаємозв'язки між монетарними та фіскальними змінними.

спроможності уряду. Якщо прийняти до уваги висновки фіскальної теорії зміни рівня цін, то випливає, що підтримання цінової стабільності в основному забезпечуватиметься за рахунок визначених фіскальних обмежень у вигляді відповідних критеріїв конвергенції. З огляду на важливість цінової стабільності в умовах глобалізації та функціонування валютного союзу таким фіскальним обмеженням буде відводитись важлива інструментальна місія. Однак, попри те, що невтішні висновки фіскальної теорії інфляції розглядаються в контексті функціонування валютних союзів, існує скепсис щодо її гносеологічної та емпіричної валідності²⁴⁰. На наш погляд найбільш ймовірним є менш радикальний варіант, порівняно з висновками фіскальної теорії інфляції, негативного впливу дефіцитного фінансування на політику стабільності цін. Його зміст полягає в тому, що визначення цільової інфляції, наприклад у зоні євро, є таким, що потребує врахування усіх можливих факторів впливу на цінову динаміку. В умовах, коли при здійсненні політики, зорієнтованої на очікувану інфляцію, та низького рівня останньої значимість монетарних детермінант зміни рівня цін у короткостроковому періоді знижується, хоча і зберігається, а інших, зокрема, фіскальних, підвищується. Відповідно, це і створює передумови для того, щоб інституціональні обмеження у сфері публічних фінансів були затребуваними в системі макроекономічного регулювання, в якому орієнтація центральних банків на цінову стабільність стає панівною рисою.

Запропоновані теоретичні аргументи на користь створення валютних союзів, як шляху монетарного реагування на виклики глобалізації, та проведений аналіз гносеологічного фундаменту їх формування дозволив виявити суперечливі тенденції, які проявляються у актуальних процесах монетарної інтеграції, що потребує додаткового аналізу практики організації та функціонування сучасних регіональних валютних зон.

3.3. Глобалізаційні фактори формування та функціонування сучасних валютних союзів

Формування та функціонування сучасних валютних союзів зумовлено багатьма факторами, домінування яких є відмінним втому чи іншому випадку. В світлі актуальних проблем аналізу глобалізаційних процесів можна стверджувати, що сучасні валютні союзи в більшості своїй виникли раніше, ніж розпочалась друга хвиля глобалізації, але її вплив на їх розвиток, становлення та еволюцію організаційно-функціонального механізму є чинним у кожному конкретному випадку. Тобто, з методологічної точки зору, внутрішньо інтеграційні детермінанти процесів валютної

²⁴⁰ Наприклад, Б.МакКаллум, розглядає фіскальну теорію інфляції як один з важливих методологічних аспектів гносеологічного забезпечення формування та функціонування валютних союзів, але наголошує, що зміна рівня цін все таки відбувається згідно монетаристської, а не фіскалістської, логіки. Див.: McCallum B. Theoretical Issues Pertaining to Monetary Unions // NBER Working Paper. — 1999. — №7393. — P. 18-26.

уніфікації є значимим, або ж домінуючими, оскільки відображають еволюційність поступу інтеграційних стосунків, але глобалізація справляє вплив на те, щоб такі інтеграційні процеси розглядались не тільки як самодостатні з точки зору самого факту інтеграційного поступу, але й як важелі реагування на виклики самої глобалізації. Остання, відповідно, в даному контексті може розглядатись і як фактор, що стимулює інтеграційні процеси для підвищення функціональної ефективності валютного союзу в умовах високої мобільності капіталів, і як фактор, що робить процес валютної уніфікації необхідною формою реагування на глобалізаційні виклики. Це саме стосується тенденції до формування валютних союзів в системі тих регіоналізаційних процесів, які ще не вийшли на рівень системного втілення валютної уніфікації, але які можна розглядати з позиції потенційного їх розвитку в напрямку валютної інтеграції.

Так, на сьогодні функціонує 4 валютних союзи: Європейський, Східно-Карибський, та 2 Західно-Африканських, які утворюють так звану зону франка. Окрім цього, потенційними валютними союзами є практично усі зони регіональної інтеграції у світі, перш за все країни Перської затоки. Для виявлення глобалізаційних детермінант їх формування та функціонування необхідно провести системний аналіз процесів їх створення та еволюції їхніх організаційно-функціональних структур.

3.3.1. Європейський валютний союз.

У грудні 1969 р. на гаазькій зустрічі лідерів Європейського співтовариства було прийнято рішення про створення комітету по розробці конкретних кроків з ліквідації системи внутрішньо-європейських коливань валютних курсів та централізації монетарних рішень в рамках спільної макроекономічної політики країн-членів об'єднання. А вже у 1971р. П.Вернер виступив з доповіддю, в якій містився проект комплексної імплементації рішень з уніфікації валютно-курсних коливань та переходу до створення Європейського валютного союзу, в основі якого була б побудована система центральних банків на федеральних засадах. Як наріжний камінь уніфікації векторів макроекономічних рішень розглядалась система фіксації валютних курсів, а, отже, монетарні рішення національних центральних банків автоматично мали би підпорядковуватись принципам пріоритетності зовнішніх цілей грошово-кредитної політики.

Вибір на користь системи фіксованих валютних курсів на обмеженій інтеграційними процесами території відбувався на тлі істотних зрушень у царині внутрішньо-інтеграційної та світової торгівлі, ускладнення механізмів спільної структурної політики у Європі, появи ознак кризи Бреттон-вудської системи²⁴¹ та посилення мо-

²⁴¹ У цей період США мали значний дефіцит торгівлі з Європою. Підтримання золотого вмісту долара за одночасного значного дефіциту вимагало від країн Європи значних односторонніх трансфертів на користь США.

більності капіталів. Так, після того, як у 1958 р. західноєвропейські країни повернулись до вільної конвертованості своїх валют по поточних операціях, загальний рівень мобільності капіталів зріс, що вже унеможливило здійснення кейнсіансько-орієнтованої монетарної політики та, зрештою, виконувати бретон-вудські зобов'язання на тлі експансивної політики США та орієнтації на внутрішню рівновагу в середині національних економік.

Аналізуючи причини, що спонукали європейців до пошуку шляхів створення механізму фіксованих валютних курсів, П.Кругман та М.Обстфельд пишуть: “Чим було зумовлено прагнення країн ЄС до більшої координації кредитно-грошової політики та більшої стабільності валютних курсів наприкінці 1960-х? Існувало три спонукальних мотиви. Один відображав політичні зміни у світовій економіці, другий — надії на еволюцію ЄС, третій — адміністративні проблеми, які ставлять перед ЄС зміни валютних курсів”²⁴².

Якщо криза валютного механізму золото-доларового стандарту Бретон-вудської системи яскраво проявила егоїстичність намірів США щодо одноосібного користування перевагами положення країни-емітента резервної валюти, то формування потужної зони з об'єднаними макроекономічними перевагами мало забезпечити країни Європи від імпорту інфляції та екзогенних шоків. Саме проблема імпорту інфляції в умовах макроекономічної експансії у США, посиленої діями Федеральної резервної системи, викликала крах режиму фіксованих валютних курсів у світовому масштабі. Перехід до режиму плаваючих валютних курсів мав за мету вивільнити національні монетарні політики від поведінки ФРС і тим самим забезпечити сприятливе підґрунтя для можливості фіксації валютних курсів в межах координованої із спільного центру та із спільною метою макрополітики. Вихід європейських валют із зони інтенсивного впливу ФРС та спільна валютна стратегія якісно оновила баланс сил у міжнародній валютній системі через посилення ролі Європи у регіональній макроекономічній стабільності. Все це сприяло переосмисленню ролі європейської інтеграції у глобальних механізмах формування системи міжнародних фінансів та підвищенню авторитету Європи, що, однак, заклало фундамент для довгострокового руйнації цілісності світової валютної системи, забезпечуваної використанням спільного загальноновизнаного резервного активу.

Ущільнення інтеграційних зв'язків та посилення ролі детермінант європейської торгівлі в системі формування довгострокових траєкторій економічного зростання окремо взятих країн ЄЕС об'єктивно підштовхувало уряди до пошуку інструментів усунення перепон розвитку товарообмінних операцій. Це пов'язано із актуалізацією статичних та динамічних ефектів інтеграції. Актуальність для європейської

²⁴² Кругманн П., Обстфельд М. Международная экономика. Теория и практика / Пер. с англ. — М.: Экономический факультет МГУ, ЮНИТИ, 1997. — С. 622.

інтеграції ефектів створення торгівлі і визначила напрям стимулювання цих процесів з допомогою макроекономічних інструментів. Країни-члени ЄЕС віддали перевагу системі обмеження курсових коливань.

Значні курсові флуктуації створювали також значні адміністративні труднощі за проведення спільної структурної політики. Фактично вони виступили джерелом ускладнення реалізації, в першу чергу, спільної аграрної політики, через асиметричність виразу субсидій національним виробникам у єдиному вартісному еквіваленті та односторонні трансферти одних країн (з більш стійкими валютами, або з валютами, які ревальвують відносно еквівалента) на користь інших (тобто таких, де мають місце знижувальні тенденції в утворенні курсового співвідношення національної валюти щодо еквівалента).

Дещо відмінною є позиція Р.Манделла з цього питання. Як фундаментальну передумову необхідності запровадження єдиної валюти у Європі він відзначає трансформацію фінансових ринків та ролі долара у міжнародних потоках капіталу. Розглядаючи фактори, що мали стимулювати процес монетарної інтеграції у Європі, він стверджує, що “до 1970 р. вони створили таку обстановку, яка повною мірою підходить для того, щоб “вступивши у воду, поспробувати глибину броду”. Справді, напевно чи був такий момент, коли оволодіння інформацією, новою технологією, досягнутий рівень глобалізації і інтернаціоналізації корпорацій та банків перетворив Атлантику, попросту кажучи, у американське озеро. Пора, нарешті, визнати, що дружелюбність фінансового імперіалізму Сполучених Штатів справляє потужний вплив на партнерів не завдяки його потворності, а завдяки його привабливості, перед якою неможливо встояти”²⁴³. Звертає на себе увагу той факт, що Манделл одним з перших визнав неспроможність окремо взятих європейських центральних банків протистояти наростаючим потокам капіталу, і це при тому, що операції з руху капіталів на той час не були лібералізовані ні в США, ні в Західній Європі. Визначна роль у цьому ним відводиться формуванню ринку євродоларів, який функціонував за власним саморегульованим законом і не був підконтрольний ні ФРС, ні іншим центральним банкам. З одного боку, його поява не могла не відображати панівної ролі США у світовій системі фінансів, яка відтворювалась через алгоритм функціонування Бреттонвудської системи з центральної роллю долара та зумовлювала залежність стану міжнародної ліквідності від монетарної політики США. З іншого боку, формування євrorинку заклало передумови для майбутнього тренду глобалізації та інтеграції фінансових ринків в цілому, що остаточно утвердило зверхність ринкових сил щодо впливу на валютні курси, порівняно з можливостями центральних банків впливати на них.

²⁴³ Манделл Р. План создания европейской валюты // Евро дитя Манделла? Теория оптимальных валютных зон: Сборник статей: Пер. с англ. — М.: Дело, 2002. — С. 177.

Отже, згідно логіки Манделла необхідність валютної уніфікації в Європі випливає з ряду системних передумов (які можна розглядати з позиції світової системи фінансів, тобто вони виходять за рамки, власне, процесів євроінтеграції) які відображають, по-перше, необхідність виходу із зони монетарного диктату з боку ФРС, по-друге, можливість врівноважувати американський дефіцит платіжного балансу через створення альтернативного резервного активу, внаслідок чого американська макроекономічна політика стала би більш дисциплінованою, по-третє, неспроможність центральних банків Європи протиставити свої валютні резерви оборотам транснаціональних банків, по-четверте, вже існуючу залежність внутрішньої грошової пропозиції у Європі від динаміки доларових, а не золотих резервів, по-п'яте, послаблення зв'язку між грошовою пропозицією у Європі та сукупним попитом через функціонування транснаціональних банків та розвиток ринку євродоларів тощо. В цілому, створення єдиної європейської валюти перетворить євро інтеграційну зону на достатньо потужну структуру, яка буде стійкою і яка не набагато менш вразлива до спекулятивних операцій на міжнародних фінансових ринках в силу масштабу монетарно об'єднаної європейської економіки. Манделл пише: “Навряд чи хто повірить у оголошення дефолту одним з найбільших американських банків або одним з його філіалів у Європі. А ось спекулятивні атаки проти валют, які випускаються європейськими центральними банками, здійснюються досить часто. І причина тут не тільки у величині. Можна не сумніватися, що найкрупніші американські комерційні банки більше центральних банків Європи і будь-який економіст або банкір, який не визнає цього нагадує страуса, який ховає голову у пісок. ... Оголошення дефолту заморським філіалом крупного американського банку менш ймовірно, ніж оголошення девальвації національним банком”²⁴⁴. “Уніфікація — єдиний шлях до того, щоб остаточно покінчити з хаотичними неконтрольованими спекуляціями на валютних курсах, які терзали європейські ринки між 1967 і 1969 рр. ... Валютні курси не повинні бути підконтрольними ні національним, ні інтернаціональним політикам Європи”²⁴⁵. З цього випливає, що однією з найпотужніших передумов, які детермінували процес валютної інтеграції у Європі, є ті процеси, які згодом лягли в основу другої хвилі глобалізації — розвиток міжнародних фінансових ринків.

Зазначимо, що створення Бреттон-вудської системи фіксованих, але коректованих валютних курсів, само по собі передбачало стимули для розвитку міжнародної торгівлі. Так, фактично, курси європейських валют були фіксовані між собою через посередництво прив'язки до долара США, розмінного на золото. Однак, попри те, що такі фіксовані курси були наріжним каменем функціонування світової системи фінансів та торгівлі в цілому, на підґрунті європейської інтеграції виявилось, що

²⁴⁴ Манделл Р. План создания европейской валюты // Евро дитя Манделла? Теория оптимальных валютных зон: Сборник статей: Пер. с англ. — М.: Дело, 2002. — С. 162-163.

²⁴⁵ Ibid. — С. 156.

процеси валютної уніфікації необхідні не тільки з метою унезалежнення від монетарної політики центру резервної валюти — ФРС та зниження вразливості до наростаючої мобільності міжнародних капіталів, але й з метою подолання внутрішньо-європейських валютно-курсових коливань (девальвації британського фунта, французького франка, італійської ліри та ревальвації німецької марки). З цього можна зробити висновок, що сам по собі бретонвудський устрій виявився неефективним підґрунтям розвитку регіональної інтеграції, оскільки не створював передумов для монетарної дисципліни та субординації внутрішніх монетарних пріоритетів потребам створення стимулів для розвитку торгівлі та інвестицій на основі забезпечення курсової стабільності. Відповідно, ініційований процес координації макроекономічних політик на засадах фіксації валютних курсів відображав, що внутрішньо-інтеграційні зобов'язання з підтримання курсової стабільності можуть бути більш ефективними, порівняно з тими, які випливають з міжнародних зобов'язань та рамових умов функціонування тогочасної світової валютної системи.

Однак потужні екзогенні шоки початку 1970-х рр. проявили себе як детермінанти небажання окремих європейських країн істотно обмежувати власну монетарну політику, скеровуючи її на досягнення зовнішніх цілей за рахунок внутрішніх. Крім того, об'єктивний характер переваг монетарної політики у гасінні багатьох екзогенних шоків зумовив появу більш м'якої форми імплементації пропозицій, що містилась у амбітних планах комісії Вернера. Не зважаючи на це, середовище функціонування західноєвропейських центральних банків істотно змінилось, а на їхні монетарні рішення почали накладатись суттєві обмеження, зумовлені функціонуванням угоди про обмеження коливань валютних курсів.

Реалізація на практиці складного механізму взаємної фіксації валютних курсів потребувала істотних трансформацій у сфері, по-перше, макроекономічного регулювання зовнішніх щодо тенденцій у ЄЕС процесів, по-друге, побудови специфічної Європейської валютної системи.

Щодо першого, то процеси трансформації механізмів зовнішньої стосовно ЄЕС монетарної регуляції пов'язані з факторами, що породили так звану теорію довіри до Європейської валютної системи. Домінування Німеччини у процесах формування загальної макроекономічної, монетарної та валютної політики визначило появу об'єктивних параметрів такої координації. Зважаючи на панівну економічну роль Німеччини у європейській економіці та визначальну роль її центрального банку у забезпеченні макроекономічної стабільності з'явилась ситуація, коли монетарні рішення Бундесбанку почали справляти вплив на монетарні політики інших центральних банків країн-членів інтеграційного об'єднання. Цей вплив був дещо схожим на той, який справляла Федеральна резервна система на грошово-кредитну політику у Європі за умов фіксованих валютних курсів бретонвудської доби. Однак, у випад-

ку Бундесбанку на аналогічні процеси спостерігається істотна відмінність. Її зміст полягає у тому, що марка не зафіксована щодо інших валют світу (не західноєвропейських), як долар, і її коливання щодо інших валют, зокрема долара та єни, автоматично визначали тренд коливання купівельної спроможності та динаміки валютних курсів у Європі щодо інших світових валют. Крім того, формування механізму взаємного обмеження коливання курсових співвідношень в межах зони інтеграції створило об'єктивні рамки для інших країн у боротьбі з інфляцією. Однак, саме це і дозволило сформуванню тренди мінімізації та зближення рівнів інфляції у Європі. Причиною цього є активна антиінфляційна політика самого Бундесбанку, який, маючи найвищий у світі рівень незалежності та концентрації власних монетарних рішень на політиці підтримання стабільних цін, забезпечив розповсюдження процесів мінімізації інфляції на більшість країн Західної Європи. Практично побудова системи обмежених коливань валютних курсів та домінування Німеччини у визначенні центральних паритетів таких коливань створило феномен імпорту стабільності. Так, П. Кругман та М.Обстфельд зауважують, що “еволюція у практиці валютних інтвенцій ЄВС підтвердила думку про те, що партнери Німеччини по ЄВС прагнули імпортувати довіру до її спроможності протистояти інфляції”²⁴⁶. Однак, така система хоч і була більш гнучкою ніж та, що сформувалась за часів визначальної ролі ФРС у світовій валютній системі, але зберегла основні риси асиметричного положення країни-емітента резервної валюти. Практично цінова стабільність у Європі почала розглядатись як функція грошової пропозиції Бундесбанку та його спроможності стерилізувати зростання грошової маси, спрямованої на реалізацію як внутрішніх цілей, так і вирівнювання курсів слабких щодо марки валют країн, що об'єднані зобов'язаннями взаємної фіксації валютних курсів. На дану стабільність накладались обмеження у вигляді спроможності окремих країн дотримуватись взаємної фіксації курсів у випадку, коли її інфляційні преференції та Німеччини розходились.

Оцінюючи зміни у системі макроекономічної координації та монетарної політики, що відбулись у Європі після фактичного переходу Німецького Федерального банку у режим домінування у зоні фіксованих валютних курсів, М.Бурда та Ч. Виплош констатують появу нових тенденцій функціонування механізму інтервенцій не тільки у цій країні, але й у інших, центральні банки яких у своїй монетарній політиці стали обмеженішими. “По-перше, Бундесбанк здійснює більшість своїх інтервенцій у доларах США, тоді як інші центральні банки-члени все частіше використовують валюти країн ЄВС та свої рахунки в ЕКЮ. По-друге, Німеччина здійснює інтервенції здебільшого для коректування курсу власної валюти відносно американського долара, залишаючи центральним банкам інших країн коректувати курси своїх валют

²⁴⁶ Кругманн П., Обстфельд М. Международная экономика. Теория и практика / Пер. с англ. — М.: Экономический факультет МГУ, ЮНИТИ, 1997. — С. 609.

відносно марки. Втручаючись часто до того, як курси їхніх валют досягнуть граничних відхилень, центральні банки інших країн рідко ставлять Бундесбанк перед необхідністю його власної інтервенції. Ці крупіці інформації вказують на особливу роль, відведену... Бундесбанку, який успішно керує співвідношенням між національними валютами ЄВС та валютами інших країн світу, тоді як інші центральні банки займаються станом своїх валют щодо німецької марки. Це нас й приводить до гіпотези про асиметрію...”²⁴⁷, що виникла у подібній інтегрованій системі. Фактично Німеччина отримала можливість підпорядковувати валютну політику в Європі власним цілям господарської політики, а події 1990 р.²⁴⁸ продемонстрували необхідність обмеження масштабів домінування Німеччини у ЄВС, хоча б у спосіб більш щільної монетарної інтеграції.

Створення Європейської валютної системи пройшло досить складний шлях, започаткований ініціативами комісії Вернера. Так, у 1972 р. була створена система “валютної змії”, коли: коливання валютних курсів країн-учасниць обмежувалось діапазоном +/- 2,25% одна щодо одної; межі коливань щодо долара встановлювались на рівні +/- 4,5%; утворювався (у 1973р.) Європейський фонд валютного співробітництва (ЄФВС), який був покликаний створити фінансову базу для взаємних інтервенцій.

Створення щільної зони коливань валютних курсів не відповідало можливостям окремих країн щодо відмови від гнучкості власної монетарної політики та вузького діапазону курсових флуктуацій²⁴⁹. Зазначене накладало істотні обмеження на ефективність функціонування режиму “валютної змії”. Особливо це далось взнаки протягом нафтових шоків 1973-1975 рр. Хоча така більш м’яка імплементація пропозицій Вернера і була втілена, посилення інтеграційних намірів країн членів ЄЕС визначало подальші траєкторії розвитку валютної інтеграції. І вже у 1979 р. в Європі було зроблено спробу перейти на якісно новий щабель валютної інтеграції, у площині якого відповідальність за функціонування режиму взаємної фіксації валютних курсів була би окреслена чіткіше, а макроекономічна координація у монетарній сфері була би більш послідовною через підвищення ролі Європейського Монетарного Комітету та Комітету Президентів центральних банків у формулюванні та реалізації відповідних інтеграційних рішень. Власне кажучи, саме у 1979 р. і була створена Європейська валютна система, яка розпочала своє функціонування на базі більш потужного інституціонального та макроекономічного каркасу валютної інтеграції. Створення нових інститутів валютної інтеграції та підвищення ролі існуючих озна-

²⁴⁷ Бурда М., Выплож Ч. Макроэкономика / Пер. с англ. — Спб.: Судостроение, 1998. — С. 496-497.

²⁴⁸ Рік об’єднання Німеччини, коли Бундесбанк значно розширив внутрішню грошову пропозицію та послабив валютну політику, ігноруючи стан господарської кон’юнктури в інших країнах-партнерах по ЄВС.

²⁴⁹ Для Іспанії та Португалії встановлювався більш широкий діапазон в межах 6%, подібний режим обрали Італія (до переходу у 1990р. на стандартний 2,25%-й режим) та Велика Британія (яка у 1990р. взагалі покинула цю систему).

чало переведення інтеграційних процесів у макроекономічній та монетарній площині на якісно нову інституціональну основу.

На структурному рівні ЄВС складається з трьох елементів, що відображають новий інституціональний підхід до організації валютної координації.

По-перше, було створено Європейську валютну одиницю — ЕКЮ. Основним призначенням ЕКЮ було використання її як резервного активу та рахункової одиниці при організації розрахунків в межах ЄВС. Всі кредити зі структурних фондів (зокрема кредити в межах спільної сільськогосподарської політики), бюджет ЄЕС та взаємні вимоги та зобов'язання між цими країнами деномінувались в ЕКЮ. А організація спільного механізму інтервенцій автоматично зробило цю спільну одиницю резервним активом центральних банків не тільки в межах Європи, оскільки можливість здійснення розрахунків, деномінованих в ЕКЮ, отримав, зокрема, Банк міжнародних розрахунків.

По-друге, зі створенням ЕКЮ було оновлено механізм функціонування “валютної змії”. Центральним паритетом, на основі якого визначились відхилення курсів національних валют, став курс ЕКЮ з відповідним встановленням граничного відхилення у розмірі 75% від встановленого паритету, по досягненню якого центральні банки мали розпочати процес інтервенцій для недопущення виходу курсового співвідношення за встановлені межі. Тобто, граничні коливання курсів в межах $\pm 2,5\%$ зберігались, але по наблизенню до такого відхилення на 75% потрібні були коректуючі інтервенції. Система останніх ускладнюється, оскільки передбачає вже зустрічний характер: центральні банки-емітенти обох пар валют, по яких має місце наблизення до граничного відхилення від центрального паритету, повинні проводити спільні зустрічні інтервенції.

По-третє, суттєвого оновлення дістала організація ЄФВС, в основу функціонування якого було покладено цільові механізми кредитування, що покликані були забезпечити підтримку інтервенцій центральних банків. Так, капітал ЄФВС формувався за рахунок зважених внесків країн членів і складався на 20% з золота та на 80% з доларів США. Основним призначенням Фонду було надання тимчасової допомоги для підтримки платіжних балансів країн-членів та допомоги за для підвищення стабільності функціонування інтервенційного механізму центральних банків, який застосовувався з метою підтримки валютних курсів. Кредитні механізми Фонду складались з трьох елементів: 1) система свопових кредитів між центральними банками, чії курси вийшли на межу 75% від центрального паритету, використання якої мало місце за умов, що нерівновага на ринках зумовлювалась тимчасовими кон'юнктурними факторами і центральні банки для вирівнювання ситуації не зазнають істотних втрат обсягів золотовалютних резервів; 2) фонд короткострокового кредитування, який на 1985 р. склав близько 14 млрд. ЕКЮ, і основним призначен-

ням якого було кредитування країн-учасниць строком на 3-, 6-, 9 місяців для вирівнювання структурних чинників нерівноваги на валютних ринках, що тягли за собою стійкі виходи за межі встановлених паритетів; 3) фонд надання середньострокових кредитів терміном від 2-х до 5-ти років (на 1985 р. його обсяг досяг 11 млрд. ЕКЮ). Якщо укладання свопових угод між центральними банками та надання короткострокових кредитів, тобто реалізації першого та другого механізму ЄФВС, не носила обумовлений характер, то надання середньострокових кредитів передбачало схвалення макроекономічної політики країни-реципієнта Радою Міністрів ЄЕС. Зазначений підхід, хоч, в цілому, носив гнучкий характер, однак принцип обумовленості у наданні кредитів для структурного вирівнювання рівноваги на валютних ринках вже означав більш інтенсивний вплив інституцій інтеграційного об'єднання на формування макроекономічних переваг окремої країни.

Розвиток Європейської валютної системи наприкінці 1980-х початку 1990-х відображає процеси посилення зближення макроекономічних політик, водночас інтегруючи у собі антагоністичні рухи в середині неї.

По-перше, функціонування механізму ЕКЮ, “валютної змії” та підвищення успішності макроекономічної політики у боротьбі з інфляцією окреслили горизонти для подальшого зближення у сфері функціонування ЄВС. Цьому процесу сприяла також еволюція інституціонального каркасу інтеграції: створення спеціального комітету по розробці рекомендацій щодо подальшої валютної уніфікації, схвалення багатьох резолюцій Європарламентом з цього питання та з питань підвищення ролі ЕКЮ у ЄВС, створення Європейського валютного фонду, Центрального банку Співтовариства тощо.

По-друге, в цей період намітились тенденції до дивергенції національних фінансових політик особливо у царині соціального законодавства. Темпи економічного зростання істотно знизились, а економісти, які вважали що фіксація валютних курсів в рамках ЄВС дасть потужний поштовх для позитивної динаміки ВВП не виправдались, оскільки в США та Японії, які проводили більш гнучкі грошово-кредитні політики і не мали зобов'язань щодо обмеження коливань валютних курсів, темпи росту економіки були вищими, ніж у ЄВС.

По-третє, подальші рішення щодо лібералізації руху капіталів, зняття валютних обмежень та послаблення валютного контролю як інструменти закріплення політики, зорієнтованої на забезпечення вільного руху виробничих факторів, створили передумови для можливості спекулятивних атак проти валют тих країн, національна макроекономічна влада яких допустилась помилок. Об'єктивно, що цьому сприяла і сама система фіксованих валютних курсів, яка обмежувала потенціал реагування на структурні викривлення та асиметричні збурення з допомогою важелів девальвації та ревальвації. Саме протягом кінця 1980-х початку 1990-х фінансова глобалізація

набрала нових обертів. Через це, підвищення мобільності капіталів, інформатизація фінансових операцій, поява зон зі структурними викривленнями рівноваги на валютних ринках у Європі створили передумови для послаблення стабільності в межах ЄВС та посилення турбулентності на ринках європейських валют. У цей період проводяться потужні спекулятивні атаки проти англійського фунта, французького франка, італійської ліри, скандинавських валют тощо. Так, атаки проти скандинавських валют були початком турбулентності валютних ринків 1992-1993 рр.²⁵⁰. На підтримку ліри Бундесбанк витратив 24 млрд. марок, після чого Рада ЄВС дозволила вийти лірі за межі загального паритету. А Банк Англії, втративши мільярди доларів, не зміг забезпечити стабільність на валютних ринках, після чого Велика Британія вийшла з ЄВС, слідуючи прикладу Італії. Пізніше, Бундесбанк витратив 50 млрд. дол. на підтримку франка, а Франція втратила всі резерви²⁵¹. Після цього діапазон коливання валют було розширено до +/- 15%, а скоординованість макроекономічної політики у зоні інтеграції виявилась недостатньою для синхронізації господарських процесів.

По-четверте, Європейська валютна система не вирішувала, а скоріше, загострювала проблему “трилеми”. В результаті, центральні банки фактично втратили доступні важелі досягнення і внутрішніх і зовнішніх цілей національної монетарної політики, що тільки загострювалось глобалізацією фінансових ринків. Через це структурні шоки, дивергенція соціальної політики, уповільнення динаміки ВВП у ЄС та деякі егоїстичні кроки Німеччини створили передумови для вразливості функціонування ЄВС в цілому.

Стало зрозуміло, що протиставити глобалізаційним тенденціям такі вузькі діапазони коливання валют в умовах структурних та кон’юктурних спадів у Європі неможливо. При чому, посилення валютно-курсової дивергенції відбулось на тлі Маастрихтської угоди, які визначили конфігурацію майбутнього Європейської валютної системи.

Така Угода фактично означала, що тільки ще більш тісна координація у макроекономічній та монетарній сфері на тлі перетворення ЄЕС у ЄС зможе виступити механізмом, функціонування якого забезпечить: вирішення багатьох макроекономічних та структурних проблем в середині Європейського Союзу та можливість успішніше протистояти викликам глобалізації через створення потужної монетарної структури. При чому, в рамках функціонування останньої проблема валютних флуктуацій та монетарної дивергенції, як передумови потрясінь на фінансових ринках та уповільнення розвитку реальних секторів національних економік, мала бути вирішена остаточно. Слід зазначити, що саме за чинності Маастрихтських домовленос-

²⁵⁰ Захищаючи крону Ріксбанк Швеції підтримував декілька тижнів процентну ставку на рівні 500% річних.

²⁵¹ Кругманн П., Обстфельд М. Международная экономика. Теория и практика / Пер. с англ. — М.: Экономический факультет МГУ, ЮНИТИ, 1997. — С. 627-628.

тей вдалося суттєво мінімізувати волатильність внутрішньо європейських ефективних валютних курсів (див. табл. 3.6.).

Таблиця 3.6.

Волатильність реальних ефективних валютних курсів країн, що утворюють зону євро

	1979-1989	1990-1999	1995-1999	1979-1999
Австрія	0,48	0,15	-0,03	0,32
Бельгія	-0,25	0,15	-0,05	-0,06
Фінляндія	0,22	-0,55	0,02	-0,15
Франція	-0,36	0,28	0,09	-0,06
Німеччина	0,69	0,21	-0,07	0,46
Ірландія	-0,31	-0,03	0,10	-0,17
Італія	-0,72	-0,70	0,17	-0,71
Люксембург	-0,21	0,05	-0,04	-0,08
Нідерланди	0,38	0,11	-0,07	0,25
Португалія	-2,10	-0,13	-0,03	-1,15
Іспанія	-0,51	-0,56	-0,15	-0,53

Джерело: Clements B., Kontolemis Z., Levy J. Monetary Policy Under EMU: Differences in the Transmission Mechanism // IMF Working Paper. — 2001. — WP/01/102. — P. 17.

Як видно з даних табл. 3.6., в цілому масштаби флуктуацій ефективних валютних курсів за період 1979-1989 рр. та 1990-1999 рр. зменшились не значно, але за період 1995-1999 рр. — суттєво, і це при тому, що впродовж першого періоду функціонувала система “валютної змії” з можливим відхиленням від встановлених паритетів на рівні 2,5%, тоді як у 1990-х можливі відхилення було встановлено на рівні 15%. Така ситуація обумовлюється тим, що після кризи ЄВС у 1992-1993 рр. монетарна політика стала більш дисциплінованою, а також тим, що внаслідок чинності критеріїв євроконвергенції зближення рівнів інфляції та посиленої уваги до контролю за інфляцією з боку центральних банків було забезпечено суттєве елімінування інфляційного фактору коливання реальних ефективних курсів, що створило сприятливе підґрунтя для розвитку різних форм міжнародних відносин.

Варто особливо наголосити, що імпульси подальшої інтеграції у монетарній сфері з часів Маастрихту відображають яскраво виражений вплив процесів глобалізації (схематичне зображення чого див. на рис. Б.1. додатку Б). Це впливає з того, що формування валютного союзу у Європі виходить за межі постулатів теорії оптимальних валютних зон, що особливо важливо з огляду на гносеологічну роль даної теорії в теоретичному забезпеченні процесів запровадження єдиної валюти. По-перше, у звіті так званої комісії Емерсона “Один ринок, одна валюта” прямо вказується на те, що хоч теорія оптимальних валютних зон базується на переконливих методологічних аргументах щодо формування валютного союзу, але вона не може

бути застосована для обґрунтування процесу монетарної уніфікації у Європі²⁵². Ф.Монгеллі стверджує, що “коли інтерес до Європейської монетарної інтеграції зріс у середині 1980-х, і економісти та політики знову звернули свої погляди та теорію оптимальних валютних зон, але так і не змогли знайти чіткої відповіді на питання, чи варто Європі прямувати до повної монетарної інтеграції. ... Пізніше питання ЄВС стало набагато більш комплексним, ніж питання теорії оптимальних валютних зон”²⁵³. Звідси випливає, що той чи інший ступінь відповідності зони євроінтеграції критеріям оптимальних валютних зон не може розглядатись детермінантою формування валютного союзу із введенням в обіг спільної валюти та створенням єдиного центрального банку. Дане явище має продовження на операційному рівні монетарної політики. Ефективність функціонування механізму монетарної трансмісії у валютному союзі, як показують Б.Клементс, З.Контолеміс та Ж.Леві, багато в чому обумовлюється диференціацією функцій реакцій центральних банків у період, що передує інтеграційним процесам у монетарній сфері²⁵⁴. Звідси випливає, що цільове зниження інфляційного диференціалу за рахунок гомогенізації преференцій центральних банків країн-учасниць інтеграційного процесу створює суттєві передумови для подальшого ефективного функціонування моновалютної зони за рахунок екстраполяції спільних рис механізму монетарної трансмісії на усі країни-учасниці з подальшим відтворенням таких рис. Формування ж таких преференцій неможливе без відповідних інституціональних трансформацій, інспірованих інтеграційними важелями.

По-друге, як переконливо доводять Е.Доруцці та С.Фірпо, в межах ЄС глибина та ступінь інтеграції є відмінною, що пов'язано з різношвидкісністю процесів розширення ЄС, внаслідок чого, природно, увесь ЄС не може відповідати критеріям оптимальності валютних зон. Але найбільш важливим є те, що чим більш глибоким стає процес інтеграції, тим більшою мірою зростає значення її інституціональних факторів, які напряду визначають прогрес у сфері зближення господарств. Причому, таке значення стає особливо актуальним в світлі того, що номінальна конвергенція з певного порогу починає випереджати реальну²⁵⁵. Як зазначалось нами у попередньому параграфі, таке випередження має монетарну природу. Проте даний емпіричний факт має інше принципове значення. Повної реальної інтеграції може не відбутись ніколи, внаслідок чого не існує підстав чекати повної відповідності інтеграцій-

²⁵² Emerson M., Gros A., Italianer A., Pisani-Ferry J., Reichenbach H. One Market, One Money: An Evaluation of the Potential Benefits and Costs of Forming an Economic and Monetary Union. — Oxford, New York: Oxford University Press, 1992. — P. 354.

²⁵³ Mongelli F. “New” Views on the Optimum Currency Area Theory: What Is EMU Telling Us! // ECB Working Paper. — 2002. — №138. — P. 14.

²⁵⁴ Clements B., Kontolemis Z., Levy J. Monetary Policy Under EMU: Differences in the Transmission Mechanism // IMF Working Paper. — 2001. — wp/01/102. — P. 20.

²⁵⁵ Dorrucchi E., Firpo S. European Integration: What Lessons for Other Regions? The Case of Latin America // ECB Working Paper. — 2002. — №185. — P. 22-23.

ної зони критеріям оптимальної валютної зони, а сприймати процес формування валютного союзу відповідно до того, як це дозволяє відреагувати на виклики глобалізації.

По-третє, П.Кругманн та М.Обстфельд виділяють наступні причини запровадження єдиної валюти: підвищення валютної ефективності через трансформацію системи з фіксованими валютними курсами у моновалютну систему; обмеження гегемонії Німеччини у визначенні пріоритетів монетарної політики ЄС; політична консолідація у Європі та підвищення її геоекономічного та геополітичного авторитету у світі²⁵⁶. Окрім технічних аспектів функціонування Європейської валютної системи, які стосуються асиметричного статусу Німеччини, дані економісти наголошують на тому, що зростає геоекономічний потенціал Європи, на чому наполягав ще Манделл, а також усувається проблема фіксованих валютних курсів, які підтримувати в умовах глобалізації неможливо з огляду на мобільність капіталів та орієнтацію монетарної політики на внутрішню рівновагу.

По-четверте, у матеріалах Європейської Комісії прямо зазначається, що створення моновалютного простору — це спосіб, у який виявляється можливим покінчити з турбуленціями валютних курсів та відповідним чином відреагувати на виклики фінансової глобалізації. Тільки єдина валюта та оточення стабільності, яке вона має привнести у економічний простір ЄС, забезпечить наступні переваги: спільний ринок отримає єдину валюту, що *a priori* є ефективним рішенням; за рахунок цього матиме місце більш високий потенціал економічного зростання та зменшення безробіття; різниці в цінах, спричинені обігом багатьох валют, будуть еліміновані за введення єдиної валюти; зросте зовнішня та міжнародна стабільність ЄС; посилиться незалежність монетарної влади у країнах-членах²⁵⁷. З даного формулювання видно, що валютна уніфікація забезпечуватиме не тільки прямі інтеграційні вигоди, але й забезпечить зняття проблеми валютних курсів, контролювати які в умовах високої глобальної мобільності капіталів є неможливим, та позитивні зміни у сфері трансформації інституціонального каркасу монетарної політики. Останнє відбуватиметься за рахунок того, що єдиний центральний банк буде мати вищий рівень незалежності, ніж національні центральні банки. Зазначимо, що дані питання напряму відносяться нами до макроекономічного та інституціонального зрізів необхідності формування валютних союзів в умовах глобалізації (див. параграф 3.2.).

Фактично, з часів Маастрихту європейська інтеграція та монетарна уніфікація як авангард та важіль першої перейшли у новий етап, що окреслив обрії майбутнього, якісно нового, середовища активності національних макроекономічних органів і, в першу чергу, центральних банків.

²⁵⁶ Кругманн П., Обстфельд М. Международная экономика. Теория и практика / Пер. с англ. — М.: Экономический факультет МГУ, ЮНИТИ, 1997. — С. 625.

²⁵⁷ Economic and Monetary Union. — Luxemburg: Office of Official Publications of European Communities, 1996. — P. 12.

Фундаментальною новацією Маастрихтських угод, на відміну від попередніх рішень щодо валютної інтеграції, було схвалення започаткування трьох етапного створення єдиної монетарної системи ЄС із заснуванням централізованої системи грошової влади та емісією єдиної валюти, всупереч дивергенційним тенденціям початку 1990-х та невідповідності ЄВС ознакам оптимальної валютної зони. На першому етапі (1990-1993 рр.) передбачалось запровадження тіснішої координації між центральними банками країн-членів, посилення ролі політики зближення основних макропоказників у системі макроекономічних пріоритетів кожної країни, подальша мінімізація інституціональних бар'єрів на шляху руху виробничих факторів.

На другий етап (1994-1998 рр.) припадає чи не найбільше організаційних новацій щодо забезпечення імплементації маастрихтських рішень та подальших кроків, спрямованих на посилення незалежності центральних банків країн-членів, організацію їх подальшого співробітництва тощо. На цьому етапі у Франкфурті-на-Майні було створено Європейський монетарний інститут, якому відводилась роль розробки методології монетарної політики у зоні єдиної валюти, інструментів та базових інституціональних принципів її проведення — розробки методологічної та нормативної бази організації та функціонування Європейської системи центральних банків (ЄСЦБ), Європейського центрального банку (ЄЦБ), національних центральних банків-членів ЄСЦБ. Крім того, у Європейському монетарному інституті централізовувалось 20% золотовалютних резервів центральних банків країн-учасниць.

У царині макроекономічної політики другий етап запровадження єдиної валюти передбачав проведення урядами країн-членів ЄС політики конвергенції, метою якої і досі залишається створення сприятливих передумов для забезпечення безінфляційного довготривалого економічного зростання та підвищення добробуту в усіх країнах. З цією метою були розроблені спеціальні критерії економічної конвергенції, які можна умовно поділити на фіскальні та монетарні. Додатково створювався Фонд сприяння конвергенції у розмірі 15 млрд. ЕКЮ для допомоги найбільш бідним країнам ЄС.

Третій етап розвитку ЄВС розпочався зі створення моновалютної зони у ЄС. Запровадження євро радикально трансформує середовище функціонування центральних банків у Європі, а проведення єдиної монетарної політики з єдиного на багатьох членів монетарного союзу органу грошової влади стає радикальним інноваційним кроком.

Слід зазначити, що створення Європейського центрального банку виявилось:

еволюцією вже існуючих інституціональних структур ЄС, які забезпечували функціонування Європейського монетарного союзу (мається на увазі Європейський монетарний інститут). Подібний генетичний елемент у становленні органів грошо-

вої влади зони євро дозволяв врахувати специфіку роботи самого валютного об'єднання, надати подальшим конвергенційним крокам більшої поступальності. Крім того, створення Європейської системи центральних банків базувалось безпосередньо на методологічних розробках самого Монетарного інституту, який забезпечував підготовчі роботи по створенню такої Системи;

реалізацією принципово іншої моделі організації центрального банку, що очевидно впливало як з інтеграційних та глобалізаційних витоків створення ЄСЦБ, так і з розбіжності системно-організаційних остовів функціонування національних монетарних секторів, включаючи національні центральні банки.

Виходячи з останнього, створення єдиного європейського центрального банку ні теоретично, ні практично не могло базуватись на сумі методологічних та праксіологічних підвалин функціонування окремих національних центральних банків. Крім того, його створення на основі якогось одного центрального банку також видавалось неможливим. Постановка цієї проблеми розробниками методологічних підвалин функціонування ЄСЦБ зумовлюється тим, що новоутворена інституція покликана виконувати, хоч і загально властиві для всіх центральних банків завдання, але, водночас, і принципово відмінні у системному та макроекономічному зрізі.

Принциповою є проблеми незалежності ЄСЦБ та ЄЦБ. Вона впливає з ряду особливостей розвитку сучасних монетарних систем, проблеми макрокоординації у ЄС тощо. На концептуальному рівні дана проблема виводиться:

по-перше, з набутого досвіду функціонування центральних банків, коли спостерігається кореляція між рівнем незалежності органів грошової влади та стабільністю цін;

по-друге, з загальносвітової тенденції до підвищення незалежності центральних банків, започаткованою саме у Європі;

по-третє, з панівної ролі Німеччини у європейських структурах та її бачення проблеми незалежності центрального банку. Необхідність забезпечення авторитетності нового єдиного центробанку була поза сумнівом, а базовим важелем цього забезпечення і є високий рівень незалежності ЄЦБ;

по-четверте, з інтеграційних передумов створення ЄСЦБ та ЄЦБ, коли забезпечення високого рівня автономії Європейського центрального банку виявилось поступальним кроком у координації макроекономічної політики в рамках Європейського монетарного союзу. Тобто, реалізуюючи політику зближення після підписання Маастрихтських домовленостей, в більшості країн ЄС та ЄВС рівень незалежності центральних банків було суттєво підвищено. Такі інституціональні трансформації розглядаються нами не тільки як передумова інституціональної гомогенності в зоні інтеграції, але й як функціональний важіль зменшення інфляційних диференціалів у ній та засіб протистояти викликам глобалізації;

по-п'яте, з необхідності забезпечення принципу рівності всіх країн-членів Європейської системи центральних банків щодо визначальних підвалин організації процесу монетарного регулювання, обігу єдиної валюти, через що стимулювання попиту та підвищення конкурентоспроможності за рахунок використання монетарних інструментів в одній країні за рахунок інших було би неможливим;

по-шосте, (що впливає з попереднього) з технічної зручності. Адже виконання однакових функцій, досягнення однакових завдань та реалізація грошово-кредитної політики у єдиному валютному просторі неможливі, якщо окремі організаційні ланки ЄСЦБ (маються на увазі національні центральні банки, що входять до Системи) матимуть відмінні мандати.

Важливо відмітити, що спеціалісти Європейської Комісії, обстоюючи такі переваги єдиної валюти, як забезпечення стабільного економічного зростання, підвищення зайнятості та зниження амплітуди коливань та регіональної дисперсії цін, прямо посилаються на незалежність ЄЦБ, його авторитет та довіру до нього з боку ринків. У матеріалах цього органу зазначається, що “Європейський центральний банк матиме засоби для досягнення своєї головної мети, яка забезпечить гарантування цінової та монетарної стабільності у всій Європі. Чітко окреслена природа цього завдання, незалежний статус ЄЦБ та його непохитна конституція будуть сприяти впевненості ринків, через що довгострокові процентні ставки тяжітимуть до зниження, що вкрай важливо для євроринку”²⁵⁸. Фактор незалежності центрального банку Європи (особливо той її зріз, що визначає неможливість фінансування національних дефіцитів будь-яким національним центральним банком-членом ЄСЦБ та самим ЄЦБ) також розглядається як потужний макроекономічний важіль покращення алокації ресурсів. Спеціалісти Європейської Комісії стверджують, що “єдина валюта сприятиме інвестиціям та зайнятості..., тому що вона базуватиметься на міцній економічній основі, в якій контрольований рівень публічних дефіцитів знаходиться під тиском захищеності цінової стабільності. Це заохочуватиме торгівлю, вдосконалюватиме розміщення ресурсів, сприятиме зростанню інвестицій, посилюючи економічне зростання та створюючи більше робочих місць і вищі стандарти життя”²⁵⁹. Виходячи з того фундаментального значення, яке надається ролі автономії Європейської системи центральних банків та Європейського центрального банку у макроекономічній політиці в ЄС, і були сформульовані основні складові незалежності цих монетарних інституцій:

керівний склад цих структур у прийнятті грошово-політичних рішень є незалежним від рішень національних урядів та європейських законодавчих та виконавчих органів;

²⁵⁸ Economic and Monetary Union. — Luxemburg: Office of Official Publications of European Communities, 1996. — P. 13.

²⁵⁹ Ibid.

у процесі емісійної та іншої роботи з організації грошової пропозиції фінансові проблеми кредитних інститутів та національних урядів не можуть правити за імператив прийняття грошово-політичних рішень;

ЄЦБ не може підтримувати політику ЄС чи окремої країни, якщо вона суперечить дотриманню стабільності цін. Також він є незалежними у виборі стратегії монетарної політики: проміжних величин та їх кількісного виразу, методики таргетування, підбору арсеналу інструментів тощо.

Слід зазначити, що в основі забезпечення незалежності ЄЦБ є мандат на проведення політики, зорієнтованої на підтримання цінової стабільності²⁶⁰. В сукупності його інституціональний каркас відображає втілення практично усіх елементів сучасного історичного типу центральних банків і є своєрідним модельним прикладом сучасної організації органів грошової влади, демонструючи тенденцію, коли інституціональні зміни у сфері монетарного регулювання у зоні євроінтеграції екстраполюються на інші країни, стаючи своєрідним алгоритмом актуалізації тенденції до конвергенції.

3.3.2. Східно-карибський валютний союз.

Становлення Східно-карибського валютного союзу відображає суттєво відмінну модель розвитку інтеграційних процесів, порівняно з еволюцією ЄВС. Процеси монетарної уніфікації у карибському регіоні достатньо глибоко укоріненні у колоніальне минуле острівних країн. Так, ще з міжвоєнного періоду практично усі карибські країни мали стабільні валюти та монетарні режими внаслідок функціонування Британської Карибської валютної ради. Центр останньої розміщувався у Порт-оф-Спейні (Трінідад), і вона емітувала валюту, яка циркулювала, починаючи з Британської Гвіани (тепер Гайана) на півдні, закінчуючи островами Св.Кітс та Невіс і Ангуїлла на півночі. При цьому функціонувало ще дві валютної ради: Ямайська, емітована валюта якої також циркулювала на Кайманових островах, та Багамська, валюта якої циркулювала на Багамах та у Британському Гондурасі (тепер Беліз)²⁶¹. Функціонування даних валютних рад базувалось на прив'язці відповідних валют, що ними емітувалися, до британського фунта на основі фіксованого курсу, а Британське Казначейство гарантувало конвертованість даних валют у фунт. За рахунок цього створювались рамкові монетарні умови макроекономічної стабільності в цілому регіоні.

²⁶⁰ Зазначимо, що особливості побудови технології монетарної політики в зоні євро (вибір кількісної концепції цінової стабільності, дуальна система таргетування, переваги у валютно-курсовій політиці, особливості операційної транспарентності, побудова системи інструментів монетарної політики відповідно до проблеми трансформації функціонування механізму монетарної трансмісії у євросоні) аналізуються нами у іншій праці: Козюк В.В. Інтеграційні тенденції у сфері монетарного регулювання в Європі // Сучасні центральні банки: середовище функціонування та монетарні рішення. — Тернопіль: Астон, 2001. — С. 113-181.

²⁶¹ Worrell. D. A Currency Union for the Caribbean // IMF Working Paper. — 2003. — WP/03/35. — P. 4.

Додатковим фактором макроекономічної стабільності виступала система фіксованих паритетів бретонвудського валютного устрою. Внаслідок цього прив'язка валют, що емітувались карибськими валютними радами, до фунта означала і їх стабільність щодо долара США. Це дозволяло уникати суперечливих тенденцій між процесами інтеграції з економікою Сполучених Штатів (що, наприклад, прогресувала внаслідок їх географічної близькості) та фактично сформованою валютною інтеграцією із зоною фунта.

Однак впродовж 1960-1970-х рр. ситуація радикально змінилась. По-перше, достатньо цілісна напівколоніальна валютна система у карибському регіоні, функціонування якої забезпечувалось операціями валютної ради з прив'язкою до фунта, почала розпадатись. У 1961 р. Ямайка вийшла з Британської Карибської валютної ради, заснувавши центральний банк; згодом її приклад наслідували Гайана, Трінідад і Тобаго та Барбадос.

По-друге, криза британського фунта у 1969 р. та загальна нестабільність світової валютної системи на початку 1970-х рр. якісно змінили макроекономічне оточення карибського регіону. Так, нестабільність фунта та його девальвація у 1969 р. створювала передумови для погіршення інфляційної ситуації. Фактичний перехід до плаваючих курсів з крахом Бретон-вудської системи оголив протиріччя між інтеграцією регіону з економікою США та валютною зв'язаністю із зоною фунта, внаслідок чого монетарні рішення у Лондоні ретранслювалися на валютно-курсіві проблеми на Карибах. Скасування фіксованих паритетів та вільне плавання долара та фунта створили передумови для того, що суперечлива тенденція — господарська інтеграція з США та валютна інтеграція з Великою Британією — почала загрожувати внутрішній макроекономічній стабільності в регіоні, яка і так послаблювалась внаслідок пом'якшення монетарних політик у тих країнах, де відбувся перехід до системи центрального банку. Хоча такі органи грошової влади і притримувались певних елементів консерватизму у проведенні монетарної політики, що був властивий системі валютної ради, але фіскальне домінування та відсутність інституціонального захисту їх незалежності позначились на погіршенні макроекономічних результатів (прискорення інфляції), порівняно з попереднім періодом. Намагаючись уникнути погіршення інфляційної ситуації за рахунок прив'язки до слабого фунта та нівелювати негативні наслідки його коливання щодо долара США, практично усі країни регіону перейшли до прив'язки своїх валют щодо останнього. Це стосувалося і тих країн, де збереглися валютні ради взірця, наближеного до напівколоніального минулого, і тих, де функціонували центральні банки. Перехід на прив'язку до долара США також означав переорієнтацію на ущільнення зв'язків з останніми та входження у зону їхнього макроекономічного та геополітичного впливу. Слід вважати принциповим елементом те, що орієнтація на долар у сучасній термінології набагато бі-

льшою мірою відповідадала критеріям оптимальної валютної зони, ніж орієнтація на фунт. З іншого боку, вища стабільність американської валюти та нижчі рівні інфляції, порівняно з британськими, створювали передумови для експорту стабільності у макроекономічну сферу східно-карибського регіону.

По-третє, спільний валютний механізм валютних рад та світова система фіксованих курсів створили сприятливе підґрунтя для розвитку регіональної інтеграції. З одного боку, рівень двосторонніх торгівельних стосунків суттєво поступався тому, який на початок 1970-х рр. сформувався у Західній Європі, що, зокрема, обумовлюється подібністю структури економіки та домінуванням аграрного (бананового та цукрового) і рекреаційного секторів. Але з іншого боку, системи валютних рад забезпечували нижчий рівень коливань валютних курсів, порівняно з тим, який мав місце у Європейському економічному співтоваристві навіть попри функціонування Бреттон-вудської системи, на тлі чого комісією Вернера був розроблений перший план монетарної уніфікації в Європі. Перехід на прив'язку до долара США відбувався в різних країнах даного регіону індивідуально. Різниця в нових паритетах визначалась ставленням тої чи іншої країни до сформованого курсу між долларом та фунтом. За рахунок цього були закладені валютні бар'єри для регіональної інтеграції, оскільки нові паритети вже були диференційованими, відображаючи посилення відцентрових тенденцій у монетарній сфері економіки регіону.

На тлі валютної нестабільності у світі на початку 1970-х рр. і реформування монетарних секторів економіки в напрямку підвищення гнучкості (послаблення рестрикцій на монетарну політику, що впливають з системи валютних рад) у карибському регіоні були започатковані інтеграційні процеси. Так, у 1973 р. був створений Карибський спільний ринок (КАРІКОМ), до складу якого увійшли наступні країни: Антигуа і Барбуда, Багамські острови, Барбадос, Беліз, Домініка, Гренада, Гайана, Ямайка, Монтсеррат, Св.Кітс та Невіс, Св.Люсія, Сент Вінсент і Гренадіни, Сурінам, Трінідад і Тобаго. У 1981 р. між 6 членами КАРІКОМу (Антигуа і Барбуда, Домініка, Гренада, Св.Кітс та Невіс, Св.Люсія, Сент Вінсент і Гренадіни) був укладений Бассетеррський договір, згідно якого утворювалась Організація країн Східних Карибів, покликана інституціоналізувати поглиблення політичної та економічної кооперації між ними. А у 1983 р. дані країни заснували Центральний банк Східних Карибів, який замінив Валютну владу Східних Карибів, що функціонувала як система прив'язки східно-карибського долара до долара США за курсом, відповідно, 2,70 до 1 з 1976 р.

По-суті, створення східно-карибського центрального банку означало формування валютного союзу, який втілював більш складні форми монетарного менеджменту, порівняно з тими, які впливали зі спільного для даних країн функціонування режиму валютної ради, і інституціоналізував процеси монетарної інтеграції, унемо-

жливлюючи відхід від системи валютної ради з метою розширення можливостей проводити акомодативну політику, всупереч інтеграційним тенденціям. Слід зазначити, що Східно-карибський валютний союз розвинувся на підґрунті функціонування КАРІКОМу, але в рамках останнього тенденція до повної монетарної уніфікації не простежувалась за рахунок того, що в решти учасників впродовж 1980-1990-х рр. мали місце суттєві проблеми у сфері фіскальної політики, структурної перебудови, реформування фінансово-банківського сектора, що, в сукупності, детермінувало проведення більш м'якої монетарної політики у таких країнах як Тринідад і Тобаго, Суринам, Гайана тощо. Більш складна система функціонування даного центрального банку, порівняно з попереднім режимом, впливала з того, що: його активність ґрунтується на централізації усіх валютних резервів країн-учасниць (наприклад, в ЄВС централізувалось тільки 20% золотовалютних резервів); він функціонує як квазі-валютна рада, тобто валютні резерви покривають не менше, ніж одну третину грошової бази, а операції на відкритому ринку дозволені задля згладжування амплітуд коливання ліквідності на міжбанківському ринку; він є відповідальним за систему міждержавних платежів, які здійснюються всередині валютного союзу. Окрім цього, специфікою функціонування Центрального банку Східних Карибів (ЦБСК) є те, що, попри фіксацію валютного курсу, стабільність усієї макроекономічної системи валютного союзу забезпечується виключно його політикою. Це суттєво відрізняє його від зони французького франка та Британських самоврядних територій, конвертованість чиїх валют гарантується Банком Франції та Британським Казначейством, внаслідок чого створюються неявні додаткові гарантії підтримання стабільності валютного курсу навіть якщо монетарна політика буде більш гнучкою, ніж це потрібно для захисту офіційного курсового паритету. За рахунок цього його політика відрізняється особливою прихильністю до підтримання стабільності цін та забезпечення довіри до нього. Так, у 1999 р. інфляція у даному валютному союзі склала 2,1%, у 2000 р. — 3,1%, у 2001 — 2,0%, у 2002 — 1,5%, у 2003 — 1,5%²⁶². Як стверджується у дослідженні МВФ, присвяченому Східно-карибському валютному союзу, стабільність цін у ньому є прямим результатом політики “сильного Східно-карибського долара”, що проводиться ЦБСК²⁶³.

З одного боку, підтримання стабільності цін забезпечується через систему прив'язки валютного курсу до долара США, внаслідок чого повністю нівелюються негативні наслідки впливу коливань валютного курсу на внутрішню інфляційну ситуацію. Проте, сам характер монетарної стратегії ЦБСК передбачає підтримання стабільності цін, безвідносно до так званого дисциплінуючого ефекту фіксованого

²⁶² IMF Concludes Discussion on the Eastern Caribbean Currency Union // IMF Public Information Notice. — 2003. — №40. // www.imf.org.

²⁶³ The Eastern Caribbean Currency Union. Institutions, Performance, and Policy Issues // IMF Occasional Paper. — 2000. — №195. // www.imf.org.

валютного курсу. В принципі, механізм функціонування квазі-валютної ради це дозволяє, оскільки за рахунок, наприклад, стерилізаційних операцій та управління ліквідністю на міжбанківського ринку досягається екстерналізація негативних інфляційних наслідків експансії зовнішнього попиту, що в чистому вигляді передається на внутрішні ціни через динаміку валютних резервів. З іншого боку, політика стабільності цін, як основи ефективного функціонування будь-якого валютного союзу, на думку Д.Веннера, проводиться в координатах відповідного інституціонального забезпечення, яке передбачає незалежність ЦБСК та наявність фіскальних правил, які би унеможливили негативний вплив на інфляцію з боку ситуації у сфері бюджету та державного боргу²⁶⁴. Наприклад, існуючий інституціональний режим функціонування Східно-карибського валютного союзу передбачає, що у випадку, коли фіскальна політика загрожує ціновій стабільності та режиму фіксованого курсу, є обов'язковими заходи з коректування бюджету в напрямку усунення інфляційного тиску, індукованого експансією попиту у суспільному секторі економіки. Окрім цього, Монетарна Рада Союзу, що складається з Міністрів фінансів країн-учасниць, Ради Директорів ЦБСК та інших призначених урядовців встановлює так звані фіскальні та боргові коридори для країн-учасниць, в межах яких можливе здійснення політики дефіцитного фінансування. Тим не менше, відсутність чітких фіскальних критеріїв конвергенції по типу європейських створює передумови для того, що фіскальна політика у Східно-карибському валютному союзі може здійснюватись у достатньо м'якому акомодативному до ділового циклу режимі. Це особливо проявилось впродовж 2000-2001 рр., коли підчас економічного спаду в регіоні різко зріс загальний бюджетний дефіцит та державний борг. Так, у 1999 р. загальний дефіцит бюджету у даному валютному союзі склав 3,0% ВВП, у 2000 р. — 4,3%, у 2001 — 6,5%, у 2002 — 6,4%, у 2003 — 3,5%. Незважаючи на те, що у динаміці фіскального дисбалансу простежується елемент циклічності, внаслідок різкого підвищення дефіциту у 2000-2001 рр., загальний державний борг демонструє тенденцію до зростання, становлячи за відповідний період 66,0%, 69,6%, 79,7%, 87,3% та 89,1% ВВП²⁶⁵. Така динаміка державного боргу та можливості вдаватись до дефіцитного фінансування на тлі відсутності чітких емпіричних критеріїв конвергенції створює потенційну загрозу для довгострокової макроекономічної стабільності, особливо у випадку підвищення фінансової відкритості валютного союзу.

Щодо детермінант формування Східно-карибського валютного союзу, то слід виділити ряд принципових моментів. По-перше, як стверджує Д.Веннер, створення ЦБСК та здійснення єдиної для всіх учасників монетарної політики не передбачало

²⁶⁴ Venner D. How can Monetary Policy be Conducted in the Union? // Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems. Conference at the IMF in Washington, D.C., September 16-17, 2002. // IMF Seminars and Conferences Paper. — 2002. — P. 5-6.

²⁶⁵ IMF Concludes Discussion on the Eastern Caribbean Currency Union // IMF Public Information Notice. — 2003. — №40. // www.imf.org.

орієнтацію на критерії оптимальності валютної зони. Більше того, даний валютний союз в багатьох випадках набагато менше відповідає критеріям оптимальності, навіть порівняно з ЄВС, але, водночас, забезпечує потенційні переваги для його учасників. В основі заснування ЦБСК знаходиться намагання підвищити ефективність монетарної політики за рахунок централізації функціонування грошової влади, створити стимули для розвитку внутрішнього фінансового простору, що дало би змогу більш ефективно виконувати алокаційну функцію фінансово-банківським сектором²⁶⁶. Зі стверджень Веннера випливає, що навіть попри функціонування такого жорсткого режиму як валютна рада національний інституціональний каркас не міг би забезпечити бажаний рівень ефективності монетарної політики. Можна стверджувати, що намагання пом'якшити систему валютної ради за рахунок введення елементів системи центрального банку потребує відповідного інституціонального захисту незалежності монетарної політики (даний факт важливий з огляду на те, що певне виконання функцій кредитора останньої інстанції, яке може неявно впливати з політики управління ліквідністю на міжбанківському ринку, потенційно підвищує ризик стабільності системи фіксованого курсу; це саме стосується проблеми фіскального домінування, яка усувається через гарантування автономії монетарних дій від стану публічних фінансів, що, знову таки, з огляду на досвід краху аргентинської валютної ради, є принципово важливим в умовах, коли здійснюється політика фіксованого курсу), що було реалізовано на наднаціональному рівні. Відповідно, досвід заснування ЦБСК демонструє своєрідну антиципацію важливості наднаціональних детермінант підвищення ефективності монетарної політики за рахунок інституціональних факторів, що є принциповим в умовах глобалізації, оскільки саме синхронно з розвитком останньої відбулися масштабні реформи інституціонального каркасу центральних банків більшості розвинутих країн у 1990-х рр.

По-друге, характер еволюції системи прив'язки валюти у аналізованому регіоні відображає вплив зовнішніх факторів, які актуалізуються в світлі глобальних валютно-фінансових процесів. Так, сама зміна валюти прив'язки відображає детермінуючу чинність факторів, які стосуються світової фінансової нестабільності під час кризи Бретон-вудської системи та переходу на плаваючі курси. Заснування у 1983 р. ЦБСК припало на розпал антиінфляційної політики у США та довгострокову ревальвацію долара щодо усіх світових валют, кризу міжнародної ліквідності та безпрецедентні проблеми із зовнішнім боргом у країнах-сусідах — в Латинській Америці. Відповідно, валютна уніфікація виступила в ролі засобу стимулювання регіональної інтеграції з метою послаблення залежності економік Східних Карибів від валютно-фінансових потрясінь глобального масштабу. Особливий наголос, який робиться на

²⁶⁶ Venner D. How can Monetary Policy be Conducted in the Union? // Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems. Conference at the IMF in Washington, D.C., September 16-17, 2002. // IMF Seminars and Conferences Paper. — 2002. — P. 5-6.

тому, що монетарна уніфікація сприяє розвитку внутрішнього фінансового простору, якраз відображає те, наскільки важливим він є в умовах нестабільності у середовищі міжнародних фінансів та потреби у капіталі для структурної перебудови економіки, розвитку інфраструктури, переведення традиційних секторів економіки регіону на якісно вищий технологічний рівень. Дану обставину можна вважати прямим свідченням того, як процеси глобалізації детермінували формування валютного союзу на Східних Карибах.

По-третє, слід зазначити, що специфіка регіону та характер його економіки та валютної історії багато в чому визначив сприятливе підґрунтя для формування валютного союзу. Подібний характер спеціалізації та подібність структури економіки на тлі достатньо тривалого єдиного валютного механізму сформували передумови для того, що в розрізі країн-учасниць реакції на шоки є симетричними, а ділові цикли корельовані. Причому, якщо в умовах розвинутих, складних, диференційованих економік, наприклад країн ЄС чи США та Канади, фактор міжнародної торгівлі є принциповим елементом створення передумов для корельованості циклічної динаміки, інтеграції господарств та, зрештою, потенційної затребуваності або вигідності валютної уніфікації, то низький рівень інтрарегіональної торгівлі на Карибах (знову таки в силу подібності структур економіки та її низького рівня диференціації) є свідченням того, що критерії оптимальності валютних зон стають ірраціональними для аналізу втрат і вигод від валютної уніфікації. Це саме стосується того факту, що пристосування до нових рівноважних умов за рахунок зміни валютного курсу практично *a priori* не відбувається з огляду на тривалий час функціонування системи валютних рад та підтримання подібних монетарних режимів до системи фіксованого курсу. Відповідно, формування валютного союзу з жорстким монетарним режимом, захищеним інституціонально, а не декларативно, як у випадку з валютною радою, є способом забезпечення макроекономічної стабільності та зведення до мінімуму ризику дестабілізації системи фіксованих курсів за рахунок проблем у сфері фіскальної політики та дивергенції масштабів дефіцитного фінансування в розрізі країн. Природно, що з огляду на неможливість використання коректування валютного курсу зі стабілізаційною метою та низький рівень інтрарегіональної торгівлі, основні вигоди від валютної уніфікації будуть проекцією на площини розвитку внутрішнього фінансового простору та послаблення вразливості до зовнішніх валютно-фінансових потрясінь, що відповідає логіці заснування валютних союзів в умовах глобалізації.

По-четверте, специфічним також є те, що, як видно з вище проведеного аналізу, при формуванні Східно-карибського валютного союзу об'єктивно фактори відповідності критеріям оптимальності валютної зони могли не грати принципового значення, проте характер прив'язки валюти та підтримання режиму фіксованих кур-

сів відображає те, що для нього є актуальним відповідність критеріям оптимальності валютної зони з США, що створює своєрідний ефект валютної гравітації.

Зазначимо, що необхідність підтримання фіксованих курсів у країнах Карибського басейну ґрунтується на тому, що всі вони мають високий рівень торгівельної відкритості та є дуже малими економіками. Зміни валютного курсу не призведуть до переключення витрат, а матимуть тільки інфляційні наслідки. За рахунок цього розповсюдження процесів валютної уніфікації на увесь КАРІКОМ має сприятливе підґрунтя: більшість країн-учасниць і так не можуть використовувати валютний курс як інструмент макроекономічної політики; стабільність фіксованих паритетів до валюти прив'язки створює сприятливі передумови для стабільності курсів між країнами-учасницями. Проте прогрес у валютній уніфікації в рамках усього КАРІКОМу визначатиметься виключно тим, наскільки окремі країни зможуть мінімізувати ризики підтримання своїх квазі-валютних рад чи фіксації курсу в системі функціонування центрального банку за збереження певної гнучкості монетарної політики, індукованої фіскальними проблемами. Відповідно, структурні реформи у суспільному секторі повинні дати позитивні наслідки для зниження потреби у проведенні м'якої монетарної політики, яка так чи інакше завершується суттєвою втратою валютних резервів (що мало місце у Белізі у 1985 р. та Барбадосі у 1991-1992 рр., а макроекономічна дестабілізація у Гайані у 1988 р. позначилась на суттєвій переорієнтації її центрального банку в напрямку реалізації політики фіксації валютного курсу з відповідним його захистом з допомогою змін рівнів процентних ставок непрямыми монетарними інструментами) та макродестабілізацією.

Щодо затребуваності валютної уніфікації усього КАРІКОМу, то вона, як і у випадку з Східно-карибським валютним союзом, ґрунтується на удосконаленні функціонування та поглибленні фінансово-інвестиційних ринків. Як стверджує Д.Воррелл, аналізуючи перспективи валютної уніфікацію в даній інтеграційній зоні, "Ціллю КАРІКОМу є створення єдиного інвестиційного ринку для досягнення масштабу і джерела синергії, необхідної для виникнення фірм, які зможуть здійснювати інтернаціональну конкуренцію. Спільна валюта потенційно є вітальним кроком уніфікації карибського інвестиційного ринку"²⁶⁷. Отже, якщо одним з принципово важливих аргументів на користь валютної інтеграції у ЄС є створення сприятливих стимулів для розвитку торгівлі, то у випадку Карибського спільного ринку — єдиного фінансово-інвестиційного ринку. Природно, що розвиток та поглиблення фінансового сектора в інтеграційній зоні стане альтернативою залежності від волатильних міжнародних потоків капіталу та імперфектних глобальних фінансових ринків, що тільки підвищить життєздатність системи фіксованих валютних курсів.

²⁶⁷ Worrell. D. A Currency Union for the Caribbean // IMF Working Paper. — 2003. — WP/03/35. — P. 30.

Отже, як видно з проведеного аналізу, фактори глобалізації є чинними при формуванні Східно-карибського валютного союзу та є детермінантами стимулювання валютної уніфікації у зоні Карибського спільного ринку (схематичний вираз чого див. на рис. Б.2. додатку Б).

3.3.3. Африканські валютні союзи та проблеми монетарної інтеграції на континенті

Як і випадку з Східно-карибським валютним союзом формування та функціонування валютних союзів в Африці відображає діалектичні зв'язки між валютними наслідками колоніального минулого та сучасними процесами регіональної інтеграції. Так, найбільш тривалий досвід функціонування валютного союзу має так звана зона франка, або зона КФА (зона франка КФА), яка є результатом тривалої еволюції грошової системи африканських територій, підконтрольних у свій час Франції. На території Західної та Центральної Африки у 1930-х рр. було сформовано валютний механізм колоніальної адміністрації, який за змістом був системою золотого стандарту. Зі скасуванням у 1937 р. золотого стандарту у Франції валютний механізм африканських територій перетворився на франкодевизний стандарт, а у 1939 р. усі валютні резерви Франції, її колоній та територій були об'єднані у пул, метою якого було полегшення валютного контролю в умовах запровадження обмежень на рух капіталів та централізації резервів, яка передбачала підвищення гнучкості монетарної політики Банку Франції. У 1945 р. було запроваджено систему емісії колоніальних франків (франк КФА), а у 1951 р. грошова система африканських територій, підконтрольних Франції, була інституціоналізована по типу валютної ради з гарантованою урядом Франції конвертованістю франків КФА у французький франк.

Створення зони франка передбачало заснування двох центральних банків, компетенція яких розповсюджувалась на ряд країн, які, відповідно, і утворили два валютних союзи на Африканському континенті: Західно-африканський валютний союз (*WAEMU*, або ЗАЕВС) (до складу якого входять: Бенін, Буркіна-Фасо, Гвінея-Бісау, Кот-Д'Івуар, Малі, Нігер, Сенегал, Того) та Центральноафриканський валютний союз (*CAEMC*, або ЦАЕМК) (Габон, Камерун, Конго, ЦАР, Чад, Екваторіальна Гвінея). Функціонування обох валютних союзів засновано на спільних засадах: емісійні функції та здійснення монетарної політики делеговані відповідним центральним банкам; фіксація курсу франка КФА до французького франка (тепер до євро); конвертованість у французький франк (вільний перелив капіталів); централізація 70% валютних резервів як авуарів на рахунках французького казначейства²⁶⁸, що функціонують по типу операційних рахунків для міжнародних розрахунків зони франка з рештою світу і, по-суті, є елементом врівноваження платіжного балансу. Специфікою операційних рахунків є те, що, окрім того, що через них здійснюються

²⁶⁸ Риа Б. Перспективы зоны франка в условиях введения евро // Деньги и кредит. — 2003. — №9. — С. 62.

міжнародні розрахунки країн-учасниць африканських валютних союзів, дебетове сальдо може покриватись за рахунок короткострокових кредитів з боку французького казначейства. З одного боку, така система суттєво полегшує процес макроекономічного коректування, оскільки в умовах негативного впливу експансії внутрішнього попиту на можливості підтримання фіксованого курсу не потрібно вживати жорстких дефляційних заходів. Проте, на початку 1990-х рр. Франція переглянула підходи до надання допомоги в рамках кредитування дебетового сальдо операційних рахунків даних валютних союзів, вимагаючи додержання основних засад демократизації у даних країнах та здійснення реформ, пов'язаних із структурною адаптацією та розбудовою інституцій ринкової економіки. Запровадження євро, незважаючи на формальне збереження за Францією своїх попередніх зобов'язань, суттєво ускладнює процес надання таких кредитів в силу того, що Франція вже не може повною мірою брати на себе відповідальність по конвертації франка КФА у валюту, емітентом якої вона не є безпосередньо. Очікуване підвищення ролі ЄС в кредитних стосунках між Францією та країнами зони франка тільки ускладнюватиме можливості останніх вдаватись до зовнішніх гарантій щодо покриття їхніх зобов'язань. З іншого боку, механізм кредитування в системі функціонування операційних рахунків не гарантує країнам-учасникам африканських валютних союзів уникнення макроекономічної дестабілізації. Досвід банківських криз у другій половині 1980-х рр. та девальвація франка КФА у 1994 р. продемонстрували, що фіскальне домінування, розширення грошової пропозиції в середині валютних союзів по каналах рефінансування банківської системи, відсутність належного ринкового оточення у фінансовому секторі та ревальвація франка (Франції) щодо долара США відобразили вразливість валютного механізму даних африканських країн, а також неефективність зовнішнього гарантування конвертованості їх валют як засобу непрямого контролю за надекспансивною макроекономічною політикою.

Як і у випадку з Східно-карибським валютним союзом, фіксація курсу щодо франка, а згодом до євро, створила сприятливе підґрунтя для усунення валютних бар'єрів для розвитку регіональної інтеграції. Однак, попри те, що спільний валютний і, зрештою, макроекономічний механізм, у країнах зони франка виступає фундаментом інтеграційних процесів, найбільш істотні кроки зі стимулювання регіональної інтеграції було зроблено тільки у 1990-х рр. Більше того, процеси регіональної інтеграції у Західній Африці демонструють, що формується тенденція до розшарування самої зони франка за рахунок відмінного рівня інтеграції та макроекономічної стабільності як основи першої в розрізі обох валютних союзів, зокрема, в світлі анонсованого створення ще одного інтеграційного об'єднання — Економічної співдружності країн Західної Африки (*ECOWAS*, або *ЕСКЗА*, до складу якої входять Капо Верде, Гамбія, Гана, Гвінея, Ліберія, Нігерія та Сьєрра-Леоне), в рамках функціону-

вання якої передбачене об'єднання із Західно-африканським валютним союзом та запровадження в обіг єдиної валюти.

Так, ЕСКЗА була створена у 1975 р., проте найбільш дієво процес регіональної інтеграції розпочався з 1999 р. після перемоги на виборах у Нігерії демократичних сил, що дало можливість задекларувати на зустрічі лідерів країн-членів у Ломі намірів щодо прискорення даного процесу. Щодо монетарних аспектів заснування ЕСКЗА, то у тому ж 1975 р. було утворено Західно-африканський кліринговий дім, який був покликаний оптимізувати міжнародні розрахунки між суб'єктами підприємства країн-учасниць з метою створення стимулів для розвитку інtrarегіональної торгівлі та кооперації. Проте, як стверджує африканський економіст, експерт Банку Міжнародних розрахунків, М.Ойо, функціонування даної структури в принципі не вирішило жодних проблем, що стосуються монетарних аспектів прискорення регіональної інтеграції. Більше того, обмежена можливість використовувати ті чи інші кредитні інструменти не забезпечувала прогресу у розвитку багатостороннього співробітництва в регіоні²⁶⁹. Для створення реальних монетарних передумов для розвитку регіональної інтеграції у 1987 р. була започаткована Програма валютної кооперації, яка була покликана гармонізувати монетарні системи країн-учасниць та підвищити макроекономічну стабільність в регіоні, що створило би сприятливе підґрунтя для формування валютного союзу та переходу на здійснення єдиної монетарної політики. Відповідно до даної Програми Кліринговий дім було трансформовано у спеціальну агенцію з питань монетарної інтеграції, яка би заохочувала розвиток платіжних систем та інtrarегіональну торгівлю. При цьому були започатковані ініціативи з розробки та реалізації конвергенційних критеріїв. Слід зазначити, що перехід на єдину валюту в країнах ЕСКЗА не-членах зони франка КФА відкладався чотири рази (у 1992 р., у 1994 р., у 2000 р. та у 2004 р.) в силу фіскальних проблем та невирішеності багатьох технічних аспектів пов'язаних з трансформацією макроекономічної політики у відповідності до критеріїв конвергенції та можливості брати участь у валютному союзі. У 1999 р. було оголошено про формалізацію критеріїв конвергенції та оприлюднено нову стратегію монетарної кооперації в ЕСКЗА, зміст якої визначається наступним: не чекати, поки окремі країни досягнуть поставлених вимог, а рухатись шляхом валютної уніфікації за моделлю “швидкої доріжки” (*fast track*)²⁷⁰. А у 2000 р. на зустрічі в Акрі було оголошено про створення ще одного валютного союзу, який має інтегруватись із Західно-африканським валютним союзом, утворюючи єдиний економічний та валютний простір. При цьому, до кінця 2002 р., згідно Акрської декларації повинен був бути створений єдиний центральний банк для країн не-членів ЗАЕВС, до кінця 2003 р. повинно бути завершене формування

²⁶⁹ Ojo M. Regional Currency areas and Use of Foreign Currencies: the Experience of West Africa // Currency Areas and the Use of Foreign Currencies. — BIS Paper. — 2003. — №17. — P. 140-144.

²⁷⁰ Ibid. — P. 140-141.

валютного союзу на території даних країн, а у 2004 р. повинна відбутись інтеграція із центральним банком ЗАЕВС. Щодо інтеграційних процесів самого ЗАЕВС, то з 1994 р. розпочався процес створення митного та економічного союзу, у 2000 р. було завершено перехід на єдиний зовнішній митний тариф, у 2001 р. було ухвалено Пакт про політику конвергенції²⁷¹.

Поглиблення інтеграції в рамках ЗАЕВС та розширення західно-африканської інтеграційної зони за рахунок еволюції ЕСКЗА відображає ряд специфічних моментів, які демонструють накладання загальних проблем розвитку економіки країн африканського континенту зі специфічним впливом глобалізації на них. По-перше, ускладнення механізму функціонування системи франку КФА за рахунок євроінтеграції демонструє необхідність ущільнення валютної інтеграції в Африці. Тобто, потенційне зменшення джерел компенсації втрат від процесу адаптації до нових умов вимагатиме більшої орієнтації на внутрішні ресурси, акумуляція яких пов'язується з процесом регіональної інтеграції, що забезпечує економію на масштабі, поглиблення ринку, удосконалення конкуренції як передумов для довгострокового економічного зростання. В даному випадку валютний союз виконуватиме функціональне призначення, пов'язане із створенням та відтворенням монетарних передумов та детермінант регіональної інтеграції. Аналізуючи досвід економічної кооперації та її перспектив, виконавчий директор Банку Нігерії Е.Ебі прямо вказує на те, що тенденції до регіоналізації на континенті безпосередньо зумовлюються глобалізацією. Він пише: “Регіональна економічна кооперація забезпечує миттєвий вигравш частково за рахунок того, що перетворюється на стратегію боротьби з глобальними економічними проблемами, а частково за рахунок того, що заохочує внутрішнє економічне зростання та розвиток”²⁷².

Сама ж валютна уніфікація повинна здійснюватись на більш високому інституціональному рівні. З одного боку, як показано вище, гарантування конвертованості франка КФА не завжди є екзогенною рестрикцією, що виступає в ролі важеля стримування надекспансивної макроекономічної політики. Зокрема, це особливо проявилось на прикладі того, що більш виважена політика у Західно-африканському валютному союзі супроводжується більш високим розвитком та посиленням інтеграційних процесів, порівняно з Центральноафриканським валютним союзом. З іншого боку, таке гарантування, в принципі, полегшує тягар стабілізаційної політики. Проте останнє не гарантує, що інтереси країн зони франка та країн зони євро не будуть розходитись. Це зумовлює потребу у тому, щоб формування валютного союзу у Західній Африці могло забезпечити досягнення макроекономічної сталості на тлі незнач-

²⁷¹ Masson P., Pattillo C. Monetary Union in West Africa: An Agency of Restraint for Fiscal Policies ? // IMF Working Paper. — 2001. — WP/01/34. — P. 3-7.; IMF Concludes Discussion on Recent Economic Developments and Regional Policy Issues with the West African Economic and Monetary Union // IMF Public Information Notice. — 2003. — №31. // www.imf.org.

²⁷² Ebi E. Regional Currency Areas: Lessons from the West African Sub-region and Nigeria's Policy Stance // Currency Areas and the Use of Foreign Currencies. — BIS Paper. — 2003. — №17. — P. 145.

них втрат, пов'язаних із стабілізаційною політикою, за рахунок власних зусиль і без обумовленої та забюрократизованої допомоги з боку ЄС. Природно, що це потребує надійного інституціонального фундаменту для функціонування союзного центрального банку, відображаючи закономірність, згідно якої відмова від конвенціональних чи механічних засобів обмеження надекспансивної поведінки органів грошової влади (по типу золотого стандарту) потребує заміни у вигляді інституціонально закріпленої незалежності центрального банку. Зокрема, на сьогодні вже відомо, що мандатом єдиного Західно-африканського центрального банку буде забезпечення стабільності цін у валютному союзі. У перші роки свого функціонування його монетарною стратегією буде таргетування грошової маси, а згодом відбудеться перехід на таргетування інфляції (мірою розвитку трансмісійного механізму, збільшення кількості джерел статистичної інформації та загального підвищення її якості тощо).

По-друге, в світлі вищесказаного, забезпечення незалежності єдиного центрального банку та його інституціональний захист не можуть розглядатись повною мірою як єдиний вектор забезпечення грошової стабільності — основи функціонування будь-якого валютного союзу та передумови стабільного розвитку в умовах глобалізації. Це пов'язано з тим, що потенціал економік країн даного регіону є достатньо малий для того, щоб спільна валюта виступила номінальним якорем цінової стабільності для усього інтеграційного об'єднання. Звідси випливає, що західно-африканським країнам все одно необхідна прив'язка до однієї зі світових валют. В силу історичної прив'язки до французького франка, збереження прив'язки до євро та структури торгівельних зв'язків на сьогодні і в перспективі валютою-орієнтиром в регіоні залишиться євро, до якого, наразі, підтримується фіксований курс. Слід відзначити певну закономірність: в розвинутих країнах забезпечення інституціонального захисту автономії центральних банків в багатьох випадках розглядається як засіб уникнення потреби підтримувати фіксовані курси, чи курси з обмеженою гнучкістю за рахунок того, що незалежність органів грошової влади забезпечуватиме внутрішню цінову стабільність на підґрунті чого нівелюватимуться негативні монетарні детермінанти курсових флуктуацій. У випадку з Африканськими валютними союзами, що, зрештою, можна поєднати з випадком Східно-карибського валютного союзу, інституціональний фундамент розбудови незалежних органів грошової влади потрібен не як альтернатива фіксованим курсам, а як підґрунтя, на якому політика фіксації курсів буде ефективною в світлі тенденції до необхідності забезпечення певної гнучкості внутрішньої грошової пропозиції, наприклад, у сфері управління ліквідністю на міжбанківському ринку. Однак, процес еволюції ЕСКЗА демонструє, що збереження плаваючого курсу для Західно-африканської валютної зони також може розглядатись як можливий варіант валютного устрою. Проте, він суперечить досвіду та практиці функціонування західно-африканської зони франка КФА, де підтриму-

ється фіксований курс щодо євро. Відповідно, це створює додаткові труднощі для процесу злиття двох валютних союзів, концептуальне бачення подолання яких наразі ще не сформовано.

По-третє, саме з формуванням валютного союзу та переведенням монетарної політики на якісно новий інституціональний рівень, що утворюється внаслідок процесу інтеграції, пов'язується загальне підвищення ефективності макроекономічної політики. Це обумовлено рядом факторів: підвищення незалежності центрального банку; виконання конвергенційних критеріїв; послаблення фіскального домінування; зниження бюджетних дефіцитів. Посилення дисципліни у сфері фіскальної політики, на думку П.Мейссона та К.Паттіло, є найбільш важливими детермінантами розвитку інституцій валютного союзу. Так, фіскальні проблеми африканських країн нерозривно пов'язані з багатьма макроекономічними негараздами. Вузкі внутрішні фінансові ринки зумовлюють домінування зовнішніх запозичень в структурі фінансування бюджетних дефіцитів, а труднощі із залученням ресурсів по приватних каналах — через міжнародні ринки капіталу — актуалізують звертання до сеньйоражу, який практично перманентно залишається найбільшим джерелом інфляції. Мейссон та Паттілло стверджують, що, порівняно з досвідом ЄВС, де домінувала німецька жорстка антиінфляційна лінія щодо мінімізації сеньйоражу, країни-учасники африканських валютних союзів не мають такого гегемона. Зокрема, це є однією з передумов для затребуваності підтримання фіксації валютного курсу франка КФА, оскільки, якщо не рахувати країн ЗАЕУВСу, то країна з найбільшим економічним потенціалом (Нігерія) має одні з найвищих рівнів інфляції і слабких центральних банків, що не дозволяє їй бути регіональним лідером за прикладом Німеччини в ЄВС. Так, якщо у другій половині 1990-х рр. в Німеччині сеньйораж становив 0,1% ВВП, а інфляція 1,5%, то у країнах ЗАЕВС, відповідно, 0,6% та 6%, а в окремих країнах ЕСКЗА, не-членах ЗАЕВС, ситуація була гіршою: у Гані дані показники, відповідно, склали 2,0% та 37,1%, Нігерії — 0,9% та 30,2%, Сьєрра-Леоне — 1,4% та 24,9%²⁷³.

Негативним наслідком фіскальної розбалансованості є важка боргова ситуація практично усіх Західно-африканських країн, що демонструють дані табл. 3.7.

Таблиця 3.7.

Фіскальна розбалансованість у країнах Західної Африки, % ВВП. 2000 р.

	Бюджетний дефіцит		Фінансування з боку центрального банку	Державний борг		
	Не включаючи гранти	Включаючи гранти		Загальний	Внутрішній	Зовнішній
Зона євро	1,6		-	72,9	-	-
ЕСКЗА, ЗАЕВС						

²⁷³ Masson P., Pattillo C. Monetary Union in West Africa: An Agency of Restraint for Fiscal Policies ? // IMF Working Paper. — 2001. — WP/01/34. — P. 14.

Бенін	-2,3	1,1	-3,9	65,0	5,7	59,3
Буркіна Фасо	3,4	12,3	0,5	77,5	7,0	70,5
Кот- Д'Івуар	2,9	3,5	1,0	139,7	20,9	118,8
Гвінея Бі- сау	14,6	-	3,9	-	-	364,4
Малі	3,8	8,0	0,2	121,4	4,6	116,8
Нігер	1,9	8,0	0,4	103,9	11,7	92,2
Сенегал	1,4	3,6	2,8	105,4	11,4	94,0
Того	3,3	4,4	-	133,0	17,0	116,0
ЕСКЗА, не-члени ЗЕВС						
Гамбія	3,7	4,8	6,4	392,2	281,5	110,6
Гана	8,2	8,2	5,1	124,9	21,8	103,1
Гвінея	3,0	5,1	2,1	68,1	0,9	67,3
Ліберія	9,6	0,4	-	-	-	-
Нігерія	8,4	7,7	11,3	122,4	24,7	97,8
Сьєра- Леоне	10,3	14,9	6,8	280,6	51,8	228,8

Джерело: Masson P., Pattillo C. Monetary Union in West Africa: An Agency of Restraint for Fiscal Policies ? // IMF Working Paper. — 2001. — WP/01/34. — P. 16.

Як видно з даних табл. 3.7., фіскальна розбалансованість, участь центрального банку у фінансуванні урядових видатків та боргове навантаження в африканських країнах суттєво перевищує ту, що склалась в зоні євро. Потенційний фіскальний тиск на монетарну політику створює суттєві перешкоди для ефективного здійснення політики підтримання низької інфляції, відповідно до чого валютна уніфікація розглядається як засіб не тільки забезпечення цінової стабільності, але й як засіб створення середовища більш жорстких бюджетних обмежень для урядів країн-учасниць. Зокрема, саме у площині запровадження інтеграційних рестрикцій на фіскальну експансію знаходиться подальший прогрес регіональної інтеграції у Західній Африці.

По-четверте, інтеграційний процес у ЕСКЗА передбачає досягнення певних конвергенційних критеріїв, що є суттєвою відмінністю між валютним союзом у Західній Африці та на Карибах. Якщо функціонування останнього не передбачає формалізованих критеріїв конвергенції, то у першому вони стають чи не єдино можливим засобом переведення макроекономічної політики на здорову основу. Проте, з масштабів фіскальної розбалансованості, а також з огляду на принципову роль фіскального фактора у забезпеченні макроекономічної стабільності у валютному союзі впливає характер критеріїв конвергенції для країн-учасниць ЕСКЗА. Так, якщо критерії євроконвергенції передбачають необхідність підтримання інфляції на рівні не більше 2,5%, бюджетного дефіциту менше 3% ВВП, державного боргу менше 60% ВВП, коливання валютного курсу в межах 15%, то критерії конвергенції у Африці є достатньо відмінними, як за структурою, так і в розрізі валютних союзів. Наприклад, критерії конвергенції в зоні франка КФА передбачають необхідність підт-

римання інфляції нижче 3%, відсутність бюджетного дефіциту (не включаючи гранти), державного боргу — нижче 70% ВВП, урядових надходжень — понад 17% ВВП, дефіцит поточного рахунка — не більше, ніж 3% ВВП.

Водночас, конвергенційні критерії ЕСКЗА (так звані Акрські критерії) передбачають: бюджетний дефіцит (не враховуючи гранти) не більше, ніж 4% ВВП; інфляція нижче 5%; валові резерви центральних банків повинні перевищувати 6 місяців імпорту товарів та послуг; фінансування уряду з боку центрального банку не повинно перевищувати 10% податкових надходжень.

Так, в силу того, що валютний механізм ЗАЕВС функціонує через фіксацію курсу, то це автоматично виключає потребу у формалізації обмежень на його коливання, по типу тих, які мали місце при функціонуванні Європейської валютної системи. Проте, для решти учасників передбачений механізм обмеження коливань курсу валют щодо долара (в межах 10%) та між собою (5-10%). А це знову таки є розбіжністю між зорієнтованим на євро ЗАЕВСом.

Звертає також на себе увагу такий критерій, як мінімально допустимий обсяг валютних резервів. Це, з одного боку, узгоджується зі стратегією підтримання фіксованого курсу, але, з іншого боку, є додатковим засобом контролю за монетарною політикою з метою недопущення ризику курсової дестабілізації, зумовленого надекспансивною грошовою пропозицією.

Зазначимо, що принциповою відмінністю критеріїв конвергенції в системі африканської та європейської валютної уніфікації є їх фіскальна складова. Згадувані Мейссон та Паттілло у іншій своїй праці наголошують на тому, що визначальними факторами досягнення конвергенції економік є вирішення проблеми участі центрального банку у фінансуванні бюджетного дефіциту та запровадження жорстких інституціональних обмежень на фіскальну політику²⁷⁴. У випадку ЄВС існує жорстка заборона на фінансування бюджетного дефіциту з боку центральних банків (до запровадження євро) та з боку ЄЦБ (після запровадження євро), тоді як у випадку ЕСКЗА передбачені тільки обмеження на монетизацію дефіциту. При цьому, гранично допустимі показники бюджетного дефіциту та державного боргу в зоні франка КФА є вищими, порівняно з тими, які чинні для зони євро, а обмеження щодо державного боргу у ЕСКЗА взагалі відсутні. Останнє можна вважати наслідком тривалої тліючої боргової кризи африканських країн, індивідуальним підходом до розв'язання проблеми боргового тягаря на рівні міжнародних фінансово-кредитних організацій та клубів кредиторів, через що досягнення спільності щодо граничних обсягів державного боргу навряд чи можливе як з макроекономічної, так і з технічної точки зору. Проте, в загальному, більш м'які критерії конвергенції в Західній

²⁷⁴ Masson P., Pattillo C. Monetary Union in West Africa (ECOWAS). Is It Desirable and How Could It Be Achieved? // IMF Occasional Paper. — 2001. — №204. // www.imf.org.

Африці, порівняно з Європейськими, відображають актуальність значних фіскальних проблем (нерозвинуті внутрішні боргові ринки, вузька податкова база, неефективний бюджетний менеджмент тощо), які в світлі валютної інтеграції здобувають тільки напрямку вирішення на макроекономічному рівні.

По-п'яте, незважаючи на певну відмінність критеріїв конвергенції у ЕСКЗА та ЗАЕВС, що, в принципі, становить певну технічну проблему при реалізації політики валютної інтеграції, оскільки допускає відмінну структуру обмежень на ті чи інші макроекономічні рішення, наявність системи фіксованих курсів є принциповим стимулом для регіональної інтеграції. В даному випадку, це зближує характер процесів формування та функціонування валютних союзів у Західній Африці та на Карибах, оскільки фіксація курсів країн-учасниць щодо валюти прив'язки означає і стабільність курсових співвідношень у зоні франка КФА. Проте, валютна інтеграція у Західній Африці стикається з рядом проблем, які впливають з аналізу на предмет оптимальності валютної зони. Наприклад, М.-О. Штраус-Кан, порівнюючи досвід заснування та функціонування ЄВС та зони франка КФА, прямо стверджує, що остання *a priori* не відповідає критеріям оптимальності валютної зони, тоді як перша набагато ближча до неї попри усю гетерогенність у Західній Європі²⁷⁵. Це суттєво зближує досвід функціонування Східно-карибського та Африканських валютних союзів, оскільки в обох випадках питання про невідповідність інтеграційного угруповання критеріям оптимальності валютної зони було відоме наперед і не розглядалось як перешкода для монетарної уніфікації. Що ж стосується самого аналізу з позиції теорії оптимальних валютних зон, то можна констатувати наступне. Розвиток інтра регіональної торгівлі у Західній Африці є достатньо низький (що видно з прикладу зони франка КФА; див. табл. Б.3. додатку Б), що, в принципі, є подібним до випадку Карибського басейну і відповідає припущенням гравітаційних моделей зовнішньої торгівлі. Але, водночас, приклад африканських країн демонструє вищий рівень спеціалізації на тлі низької диференціації виробництва. При цьому, спостерігається чіткий поділ виробництв на ті, які є традиційними і спільними, і ті, які демонструють певну спеціалізацію порівняно з традиційною спеціалізацією регіону. Наприклад, традиційним експортом регіону є кава, какао, бавовна, рибні продукти, земляні горіхи, ліс, тоді як окремі експортні товари мають походження тільки з однієї чи декількох країн: нафта з Нігерії, уран з Нігеру, боксити з Гвінеї, фосфати з Сенегалу та Того. Понад 50% експорту таких країн як Нігерія, Нігер, Гвінея та Гвінея-Біссау припадає на один товар. При цьому, тільки одна Нігерія є нафтоекспортером, тоді як решта країн є нафтоімпортерами. З точки зору теорії оптимальних валютних зон країна-нафтоекспортер та країна-нафтоімпортер не можуть формувати таку зо-

²⁷⁵ Strauss-Kahn M.-O. Regional Currency Areas: A Few Lessons from the Experiences of the Eurosystem and the CFA Franc Zone P. // Currency Areas and the Use of Foreign Currencies. — BIS Paper. — 2003. — №17. — 43-58.

ну, оскільки їхні зовнішні шоки завжди будуть асиметричними. Як вже зазначалось, асиметричність шоків розглядається як одна з найбільших проблем процесу валютної уніфікації, навіть попри наявність глобалізаційних детермінант для цього. Тим не менше, інтеграційні процеси у західній Африці розвиваються на тлі значного коливання умов торгівлі в цілому, так і некорельованості шоків умов торгівлі. Наприклад, якщо за період 1980-1996 рр. в зоні євро (в середньому) варіація умов торгівлі склала 4,68, то в ЕСКЗА — 15,99; середня кореляція змін умов торгівлі між країнами зони євро за відповідний період склала 0,45, то в ЕСКЗА — 0,17²⁷⁶.

З одного боку, з досвіду формування валютного союзу у Європі та дискусій щодо аналогічних процесів в Америці чи Азії впливає, що значимість асиметрії шоків як бар'єру для валютної уніфікації є найвищою. Досвід ж функціонування зони франка КФА та процесів посилення інтеграції у ЕСКЗА відображає, що така асиметрія не повинна розглядатись як суттєва перешкода на шляху регіональної інтеграції. З цього можна зробити висновок, що асиметрія шоків як бар'єр для переходу на єдину монетарну політику внаслідок створення валютного союзу є тим більше значимою, чим більш розвинутими є країни — потенційні учасники валютного союзу. З іншого боку, процеси валютної уніфікації у Західній Африці, так само як і у випадку ЄВС та Східно-карибського валютного союзу, не можуть бути обґрунтовані, виходячи з парадигми оптимальних валютних зон. Потреба у регіональній інтеграції, що каталізується у спосіб уніфікації валют та здійснення єдиної монетарної політики, впливає з процесів глобалізації, внаслідок чого перша розглядається як спосіб послаблення негативного впливу останньої за рахунок розвитку внутрішнього ринку і зниження залежності від екзогенних шоків.

По-шосте, у випадку африканських країн, що здійснюють процес валютної інтеграції, проступає специфічний зв'язок між нею та, власне, фінансовою глобалізацією. Так, як було показано вище, потреба у формуванні моновалютної зони в ЄС обумовлювалась неспроможністю підтримувати обмежені коливання валютних курсів на тлі реалізації монетарної політики, зорієнтованої на внутрішню рівновагу, та наростаючої фінансової відкритості та підвищення волатильності міжнародних потоків капіталу. У випадку Східно-карибського валютного союзу формування моновалютної зони інспірується потребою створення стимулів для розвитку внутрішнього фінансово-інвестиційного ринку, внаслідок чого послабилась би залежність від міжнародних потоків капіталу, рух яких може дестабілізувати систему підтримання фіксованого курсу щодо долара США в світлі орієнтації на цінову стабільність Центральним банком Східних Карибів. У випадку ж з ЕСКЗА, фактор вразливості до міжнародних волатильних потоків капіталу та імперфекцій глобальних фінансо-

²⁷⁶ Masson P., Pattillo C. Monetary Union in West Africa: An Agency of Restraint for Fiscal Policies ? // IMF Working Paper. — 2001. — WP/01/34. — P. 10-11.

вих ринків є неактуальний. Це обумовлено низьким рівнем фінансової відкритості даних країн, практично відсутньою інтеграцією з міжнародними фінансовими ринками, випадінням країн регіону зі сфери інтересів глобальних інвесторів. Останній фактор можна вважати своєрідною результуючою широкого спектру макроекономічних та політичних проблем регіону. Фіскальні дисбаланси, нестабільна макроекономічна політика, значна обтяженість зовнішнім боргом, низький рівень економічного розвитку, нерозвинутість фінансової інфраструктури та, зрештою, нестабільна політична ситуація в окремих державах регіону, унеможлиблює операції з фінансовими інструментами даних країн у глобальних торговельних системах чи в приватному порядку. За рахунок цього такі інструменти не використовуються у глобальних диверсифікаційних стратегіях, що і робить менш болісним для даних країн вплив фінансової глобалізації, але не розв'язує дилему пошуку доступних джерел зовнішнього фінансування економічного розвитку. Відповідно до цього, можна стверджувати, що формування валютного союзу як засіб удосконалення макроекономічної політики, зокрема створення передумов для реалізації успішної політики підтримання цінової стабільності через запровадження фіскальних рестрикцій, повинно створити передумови для інтеграції з глобальними фінансовими ринками у перспективі.

Отже, глобалізаційні фактори валютної інтеграції у Західній Африці також є актуальними, хоча меншою мірою виражені, ніж у випадку ЄВС та Східно-карибського валютного союзу (що схематично зображено на рис. Б.2 та Б.3 додатку Б).

Слід зазначити, що в Африці існують приклади валютної дивергенції, які пов'язані з розвалом валютних рад та переходом до системи центрального банку (див. параграф 2.3.). Якщо дані процеси відбувались на тлі становлення національної державності та панування ідей дивелопменталізму, в рамках яких за дискреційною грошовою пропозицією закріплювався статус важеля економічного розвитку, то негативний досвід високої інфляції, фіскально-боргових проблем та так і нерозв'язаної проблеми прискорення економічного зростання актуалізують інтерес до регіональної інтеграції та валютної уніфікації. Можна стверджувати, що інтерес до формування валютних союзів відновився саме в умовах глобалізації. На думку М. Ойо, саме з процесами глобалізації пов'язано формування валютних союзів в Африці. Він стверджує: “Усвідомлення того, що суб-регіональні групи у Африці були організовані у функціональні валютні союзи, з'явилося внаслідок останніх тенденцій у сфері глобалізації та регіоналізації, пошуку шляхів формування Африканського Союзу та Нового партнерства в рамках Ініціативи африканського розвитку”²⁷⁷.

²⁷⁷ Ojo M. Regional Currency areas and Use of Foreign Currencies: the Experience of West Africa // Currency Areas and the Use of Foreign Currencies. — BIS Paper. — 2003. — №17. — P. 143.

Так, у 1999 р. Танзанія, Кенія та Уганда підписали угоду про формування економічного блоку, який має закласти підґрунтя для формування валютного союзу. Варто зазначити, що на території даних країн у колоніальний час функціонувала Східно-африканська валютна рада, яка аж до 1966 р. забезпечувала валютну єдність даних територій. Заснування центральних банків у даних країнах та надекспансивна макроекономічна політика впродовж перших років після здобуття незалежності унеможливили дотримання жорстких рестрикцій, які накладалися на грошову пропозицією з допомогою механізму валютної ради. Повернення до ідеї заснування валютного союзу в даному випадку відображає намагання прискорити процеси регіональної інтеграції, що, як і у випадку із Західно-африканськими валютними союзами, втілює ідею випереджаючої адаптації до викликів глобалізації.

У більш широкому контексті під егідою Африканського Союзу, що є продовженням Організації Африканської Єдності, розглянуті ідеї формування на території континенту валютного союзу зі спільною африканською валютою, орієнтовно до 2021 р.²⁷⁸. Реалізація на практиці даного проекту, попри усі труднощі, пов'язані з політичними проблемами, відмінними політичними устроями та макроекономічними курсами окремих держав, буде втілювати практично усі детермінанти формування валютних союзів в умовах глобалізації: створення ємного внутрішнього ринку на основі утворення гео економічної структури глобального масштабу; послаблення залежності від зовнішніх шоків, зокрема імперфекцій глобальних ринків; послаблення вразливості до коливання валютних курсів, ризику макроекономічної дестабілізації, викликаній ерозією курсових режимів, зорієнтованих на підтримку фіксованих паритетів; підвищення можливостей реалізації монетарної політики з орієнтацією на внутрішню рівновагу; удосконалення інституціонального каркасу монетарної політики та нівелювання фіскальних викликів реалізації політики цінової стабільності, на основі чого створяться сприятливі алокаційні передумови для економічного зростання.

3.3.4. Валютна інтеграція країн Перської затоки

Регіональна інтеграція в країнах Перської затоки (Бахрейн, Кувейт, Оман, Катар, Саудівська Аравія, Об'єднанні арабські емірати) розпочалася з 1981 р. шляхом заснування Ради зі співробітництва країн Перської затоки (Gulf Cooperation Council (GCC, або РСКПЗ)). Основне призначення Ради полягало у створенні передумов для розвитку інтра регіональної торгівлі, інвестицій та співробітництва. У 2001 р. на зустрічі у Мускаті на 22 Самміті країн РСКПЗ було ухвалено рішення про створення економічного союзу та розвиток монетарної інтеграції в напрямку заснування єдиного центрального банку та запровадження спільної валюти. Відповідно до оприлю-

²⁷⁸ Hawkins J., Masson P. Economic Aspects of Regional Currency Areas and the Use of Foreign Currencies // Currency Areas and the Use of Foreign Currencies. — BIS Paper. — 2003. — №17. — P. 27.

дненого плану дій по формуванню економічного та валютного союзу серед країн Затоки на 2003 р. було вирішено закінчити формування митного союзу та зняття обмежень на рух виробничих факторів (при цьому реалізується політика на уніфікацію регуляторних систем та інфраструктури, що обслуговує трудову міграцію, функціонування ринків капіталу, прямі інвестиції, операції з нерухомістю тощо); на 2005 р. планується розробити та ухвалити критерії конвергенції, які би лягли в основу інституціонального виміру макроекономічних пріоритетів країн-учасниць при реалізації політики щодо валютної уніфікації; на 2010 р. заплановано запровадження єдиної валюти.

З поміж проаналізованих інтеграційних об'єднань, що реалізували і реалізують стратегію формування валютного союзу, країни Перської затоки як зона валютної уніфікації суттєво відрізняється. З одного боку, це пов'язано з тим, що домінуючим сектором економіки регіону є видобуток та транспортування нафти; а з іншого, — суттєвою подібністю структур економіки, спільністю традицій та мови, політичною єдністю та спільним історичним минулим. Наприклад, бахрейнський економіст К. Аль-Бассам вважає, що культурна подібність, політика добросусідства, подібність макроекономічних пріоритетів (попри відмінність рівня інфляції і фіскальної дисципліни) та структури економіки є визначальними факторами, що сприяють формуванню валютного союзу у Перській затоці²⁷⁹. Більш детальний аналіз процесів валютної уніфікації в даному регіоні дозволяє виділити наступні принципові явища.

Дані країни розпочали здійснення незалежної монетарної політики тільки з середини 1960-х рр. При цьому, впродовж 1970-1980-х рр. спостерігалась достатня відмінність в підтримуваних курсових режимах попри фактичне домінування орієнтації на прив'язку до долара США. Так, Катар, Бахрейн та ОАЕ здійснювали прив'язку до СДР, хоча фактично курси їх валют були фіксовані щодо долара, Кувейт — до специфічного кошика валют. Тенденція до посилення орієнтації на прив'язку щодо долара США поступово витісняла інші варіанти прив'язок, роблячи валютно-курсіві системи даних країн дуже подібними. Наприклад, Оман здійснює політику прив'язки щодо долара ще з 1970-х рр., Катар — з 2001 р., Бахрейн та ОАЕ — з 2002 р. Валюта Саудівської Аравії прив'язана до СДР, хоча з 1986 р. фактично прив'язана тільки до долара США. Кувейт здійснив перехід на прив'язку долара у 2003 р., тривалий час підтримуючи домінуючу питому вагу долара у кошику, до якого було прив'язано його валюту. Понад десятиліття валютні курси країн Затоки є

²⁷⁹ Al-Bassam K. The Gulf Cooperation Council Monetary Union: a Bahraini Perspective Region // Currency Areas and the Use of Foreign Currencies. — BIS Paper. — 2003. — №17. — P. 105.

незмінними щодо долара США, за виключенням ОАЕ, де у 1998 р. відбулась мінімальна девальвація, та Кувейту, курс валюти якого незначно коливається²⁸⁰.

Факт вибору за валюти прив'язки кошика чи СДР можна вважати намаганням послабити свою залежність від панівної ролі США у світовій економіці, зокрема у сфері споживання нафтопродуктів. Однак, використання долара США як валюти, що обслуговує міжнародні трансакції на світовому нафтовому ринку вимагало від країн Перської затоки підвищити значимість американської валюти до ролі номінального якоря їх економік. Орієнтація на фіксований курс, окрім того, що вона виступає в ролі забезпечення номінального якоря для економіки, відображає характерні структурні риси господарства регіону. Зміни курсового співвідношення не можуть розглядатись як інструмент макроекономічної політики, оскільки вони не починаються на змінах в обсягах експорту, отже не можуть бути використані для стабілізації ВВП та зайнятості.

В світлі інтеграційних процесів природа орієнтації на долар США змінилась якісно. Так, елементом, який би забезпечив валютно-курсову стабільність між країнами-учасницями інтеграційного об'єднання у Перській затоці, виступила прив'язка до долара, оскільки жодна прив'язка до, наприклад, кошика не могла би забезпечити транспарентний критерій для оцінки інтеграційних процесів. Відповідно, прив'язка до долара і фіксація курсів валют-країн учасниць виконує функціональну роль в напрямку створення сприятливих валютних передумов для регіональної інтеграції. Як і у випадку із Західно-африканським та Східно-карибським валютним союзами, координація валютно-курсової політики країн-учасниць у Перській затоці відбувається через фіксацію курсу, а не через обмеження на курсові коливання, як у випадку з Європейською валютною системою. Проте можливість реалізації політики фіксації валютних курсів в умовах глобалізації фінансових ринків у аналізованому регіоні ґрунтується дещо на інших передумовах, ніж у випадку з валютно-інтеграційними об'єднаннями на Східних Карибах та у Західній Африці. Якщо стабільність фіксованого курсового режиму в умовах глобалізації у Східних Карибах забезпечується через функціонування квазі-валютних рад, то у Західній Африці проблема інтеграції з міжнародними волатильними фінансовими ринками не стоїть, що, в принципі, уможлиблює реалізацію політики фіксованого курсу. У випадку з країнами Перської затоки, які інтегровані у глобальні фінансові ринки набагато щільніше, ніж країни-учасниці Африканських валютних союзів, можливість підтримання фіксованих курсів визначається масштабами їх золотовалютних резервів та профіцитністю платіжного балансу. Наприклад, за даними на 2002 р. валютні резерви Кувейту покривають 10,7 місяців імпорту, профіцит поточного рахунку складає 20,9%, Оману, відповід-

²⁸⁰ Al-Jasser M., Al-Hamidy A. A Common Currency Area for the Gulf Region // Currency Areas and the Use of Foreign Currencies. — BIS Paper. — 2003. — №17. — P. 118.

но, 4,8 та 10,0%, Катару — 2,8 та 13,8%, Саудівської Аравії — 9,2 та 4,7%, ОАЕ — 4,7 та 5,5%, Бахрейну — 2,9 та 0,3% (в середньому, відповідно, 7,7 та 6,9%)²⁸¹.

Водночас, незважаючи на спільну для країн-учасниць реалізацію політики стабільності фіксованого курсу та подібність макроекономічних пріоритетів, спостерігається певна макроекономічна дивергенція. Як видно з даних щодо покриття місяців імпорту та профіцитності поточного рахунку, країни Затоки дещо відрізняються між собою з макроекономічної точки зору. Відмінності у наведених показниках в розрізі країн демонструють відмінності у монетарних та фіскальних детермінантах динаміки сукупного попиту, що, зрештою, позначається на величині інфляційного диференціалу. Зокрема, в сукупності з середини 1990-х рр. у Бахреїні (індекс споживчих цін, порівняно з 1995 р. склав 99,6%), Омані (відповідно, 97,7%) та Саудівській Аравії (98,1%) спостерігалися дефляційні тенденції, тоді як у Кувейті (111,3%) та Катарі (119,3%) — інфляційні. Це саме стосується відмінностей у фіскальному балансі даних країн. Наприклад, в середньому за 2001-2002 рр. у Кувейті спостерігається профіцит бюджету на рівні 29,6% ВВП, у Саудівської Аравії — 5,0%, тоді як дефіцит у Бахреїні, відповідно, — -0,1%, у Омані — -0,6%, у ОАЕ — 4,5% ВВП. Причому, у 2002 р. усі дані країни зводили бюджет з профіцитом, який в середньому по регіону склав 2,7% ВВП²⁸². Зазначені відмінності багато в чому обумовлені різними поточними структурними фіскальними пріоритетами, в першу чергу, у оборонному секторі та у сфері соціального захисту і державних інвестицій.

Незважаючи на те, що на момент ухвалення рішення про запровадження спільної валюти у аналізовані країни не домовились про характер та структуру критеріїв конвергенції, фіскальні відмінності є одними із домінуючих проблем при формуванні валютного союзу. В цьому плані, можна виділити наступну закономірність: фіскальний фактор є визначальним в процесі монетарної уніфікації. Це характерно для усіх валютних союзів, що функціонують та формуються, і особливо актуально, з одного боку, в світлі орієнтації монетарної політики на цінову стабільність, з іншого, — в умовах, коли борговий фактор може виступити детермінантою макроекономічної вразливості при інтеграції з волатильними глобальними ринками капіталу. Однак, на відміну від валютних союзів у Західній Африці та інтеграційного об'єднання на Східних Карибах, країни Затоки більшою мірою враховують Європейський досвід фіскальної конвергенції, який, зокрема, включає приватизацію та зміну меж відповідальності між урядом та ринком, що розширює межі ринкової активності, стимулюючи проникнення інвестицій з глобальних джерел.

²⁸¹ Monetary Union Among Member Countries of the Gulf Cooperation Council. Overview. // IMF Occasional Paper. — 2003. — №223. // www.imf.org.

²⁸² Al-Jasser M., Al-Hamidy A. A Common Currency Area for the Gulf Region // Currency Areas and the Use of Foreign Currencies. — BIS Paper. — 2003. — №17. — P. 117.; Monetary Union Among Member Countries of the Gulf Cooperation Council. Overview. // IMF Occasional Paper. — 2003. — №223. // www.imf.org.

Щодо концепту оптимальних валютних зон, то, якщо для Західно-африканських валютних союзів та Східно-карибського валютного союзу це питання не актуальне, а для ЄВС мало важливе значення, яке, однак, не виступило керунком до дій, то у випадку з країнами РСКПЗ можна стверджувати, що вони найбільшою мірою відповідають критеріям оптимальності. Це впливає з симетричності шоків, подібності структур економіки, неможливості використання валютного курсу як інструменту макроекономічної стабілізації, корельованості бізнес-циклів. Остання, однак, обумовлюється не щільністю інтеграції даних країн, а тим, що системоутворюючий сектор їх економіки є одним і тим же. Власне, це говорить не стільки про корельованість, скільки про те, що обсяги виробництва (у нафтовому секторі) визначаються спільними детермінантами. Відповідно, з одного боку, макроекономічна дивергенція обумовлюється відмінностями макроекономічної політики, а з іншого — є стимулом трансформації структури економіки з метою послаблення залежності від зовнішніх факторів.

Останнє відображає системну єдність між процесами регіональної інтеграції та валютної уніфікації з одного боку, та реалізацією стратегії структурної трансформації нафтовидобувних країн Перської затоки з іншого. Так, внаслідок тривалої політики, спрямованої на розвиток секторів, що не пов'язані з паливним, структура економіки зазнала ряду позитивних змін в напрямку збільшення не-нафтових виробництв, призначених для внутрішнього споживання та експорту. Це позначається на суттєвому підвищенні значення інтра регіональної торгівлі. Наприклад, якщо впродовж 1990-х рр. на неї в цілому у Бахреїні припадало 8,4%, у Кувейті — 1,9%, Омані — 9,9%, Катарі — 9,0%, Саудівській Аравії — 2,6%, ОАЕ — 3,1% (в середньому, відповідно, 3,5%), то без врахування нафтового експорту її питома вага, відповідно, для зазначених країн складатиме 24,2%, 62,4%, 47,3%, 58,9%, 27,0%, 39,9% (відповідно, 34,1%)²⁸³. Приймаючи до уваги досвід інших валютних союзів, можна стверджувати, що, не враховуючи паливний сектор, обсяги інтра регіональної торгівлі країн Затоки суттєво перевищують той, який склався у Африці та на Карибах, хоча не досягають того, який має місце в зоні євро.

Політика диверсифікації структури економіки створює передумови для того, що прогрес у не-нафтових секторах стає дедалі більше залежний від потенціалу ринку. В даному випадку, регіональна інтеграція розглядається як потужний засіб і диверсифікації виробництва, як такої, оскільки масштаби самої диверсифікації багато в чому визначаються потенціалом ринку, і послаблення залежності від нафтового експорту, який пов'язаний з коливаннями глобальної кон'юнктури та курсом долара. Отже, валютна уніфікація в країнах Затоки виконує кілька взаємопов'язаних мі-

²⁸³ Al-Jasser M., Al-Hamidy A. A Common Currency Area for the Gulf Region // Currency Areas and the Use of Foreign Currencies. — BIS Paper. — 2003. — №17. — P. 120.

сій, які вписуються у загальний алгоритм формування валютних союзів в умовах глобалізації (що схематично зображено на рис. Б.4 додатку Б).

3.3.4. Перспективи формування валютних союзів в Латинській Америці

Вплив глобалізації на країни Латинської Америки дуже рельєфно демонструє суперечливі тенденції, які випливають з того, що сама глобалізація створює передумови для формування валютних союзів, і що теорія оптимальних валютних зон є методологічним аргументом, на який спирається концептуальний скептицизм щодо запровадження кількох чи однієї валюти у даному регіоні. Проте, амбівалентна інтелектуальна позиція щодо процесів формування валютних союзів у Латинській Америці багато в чому зумовлюється недостатнім розвитком регіональної інтеграції та відсутністю системного бачення стратегій реагування на виклики глобалізації. При цьому, простежується ряд достатньо суперечливих тенденцій щодо макроекономічної ситуації в регіоні та характеру взаємозв'язків країн даного регіону з глобальними ринками грошей та капіталів. З одного боку, якщо 1970-1980-ті рр. та початок 1990-х рр. пройшли під знаком циклічної зміни реалізації політик макроекономічної стабілізації та інфляційної і курсової дестабілізації, кризи зовнішнього боргу, в цілому розв'язання проблеми зовнішнього фінансування, структурної перебудови в напрямку інтеграції з світовою економікою, то друга половина 1990-х та 2000-ні рр. продемонстрували необхідність якісного оновлення стратегій економічного зростання та посилення акцентів на політиці стабільності цін та фіскальній дисципліні як передумови розв'язання багатьох макроекономічних дилем в умовах глобалізації. Це особливо яскраво простежується на прикладі Бразильської стабілізаційної програми 1996 р. (так звана боротьба з останньою великою гіперінфляцією) та дефолту, макроекономічної та фінансової кризи в Аргентині 2002 р. З іншого боку, регіон достатньо глибоко інтегрований у систему міжнародних фінансових ринків, що робить його особливо вразливим до їх імперфекцій на тлі слабкості інституціонального захисту стабільної макроекономічної політики (політика цінової стабільності та фіскальна дисципліна), а, отже, вимагає пошуку варіантів реагування на виклики глобалізації, одним з яких, поряд з доларизацією, є формування валютних союзів. В світлі вищесказаного, формування валютних союзів у Латинській Америці особливо гостро демонструє діалектику і антагонізми у тріаді “глобалізація – регіональні інтеграція – оптимальна валютна зона”. Можна виділити наступні прояви даного явища.

По-перше, з точки зору формальної регіональної інтеграції Латинська Америка як регіон в цілому виглядає достатньо фрагментарно. Так, Мексика об'єднана з США та Канадою зоною вільної торгівлі, внаслідок чого вищі щаблі інтеграції з іншими латиноамериканськими країнами є менш вірогідні. Валютну інтеграцію у НАФТА не можливо уявити, оскільки США не відмовляться від долара з інтеграційних міркувань (чи з будь-яких інших). Розвиток економічних процесів в рамках

НАФТА, поступова лібералізація фінансових трансакцій та наростаюча фінансова відкритість в Мексиці роблять її все більше фінансово інтегрованою з США, тоді як структурно (структура та розвиток економіки, умови торгівлі, симетричність шоків тощо) зближує її з рештою країн регіону, що, зокрема, проявляється у вищій кореляваності її ВВП з ВВП латиноамериканських країн, ніж з ВВП США. Можна припустити, що розвиток мексиканської економіки в рамках НАФТА та фінансова інтеграція з американськими ринками грошей та капіталів скоріше віддалятиме її від решти латиноамериканських країн, внаслідок чого участь Мексики у проектах, що передбачатимуть валютну уніфікацію, або сприятимуть їй у перспективі буде сумнівною.

По-друге, стосовно інших інтеграційних процесів на континенті можна також виділити процес фрагментаризації інтеграційних угруповань. Так, інтеграційні домовленості в рамках Центральноамериканського спільного ринку, до складу якого входять Коста Ріка, Сальвадор, Гватемала, Гондурас та Нікарагуа, передбачають формування валютного союзу, однак окремі країни-учасники запровадили офіційний обіг доларів США (Сальвадор, Гватемала). Це саме стосується країн Андської Спільноти, до складу якої входять Болівія, Колумбія, Еквадор, Перу та Венесуела, які ще у 1969 р. ухвалили угоду про координацію валютно-курсової, монетарної та фінансової політики, а також критерії конвергенції (інфляція — нижче 10%, бюджетний дефіцит — менше 4% ВВП, державний борг — менше 50% ВВП). Однак, монетарна інтеграція так і не набула жодних ознак системності, а Еквадор вдався до доларизації²⁸⁴.

По-третє, найбільшим за площею та економічним потенціалом інтеграційним об'єднанням на континенті є МЕРКОСУР, до складу якого входять Аргентина, Бразилія, Парагвай, Уругвай та Болівія й Чилі як асоційовані члени. Одним з перших закликів щодо валютної уніфікації в рамках даного об'єднання була пропозиція аргентинського президента К.Менема, зроблена ще у 1997 р., а на самміті голів держав-членів у 2002 р. ідея створення монетарного інституту МЕРКОСУРу як органу, що має перерости в майбутньому у центральний банк, була обговорена у неформальному режимі. А у 2004 р., згідно повідомлення агентства Блумберг, Аргентина та Бразилія погодились на формування валютного союзу у найближчій перспективі, хоча інформації з офіційних джерел з цього приводу у згаданий рік та реакції МВФ

²⁸⁴ Варто зазначити, що однією з суттєвих перешкод на шляху формування валютних союзів у латиноамериканському регіоні є відсутність політичної та громадської злагоди в окремих країнах. В цьому плані достатньо згадати тривалу збройну боротьбу у Нікарагуа, заворушення селян у Болівії, випадки масових страйків та громадської непокори у Венесуелі, військовий конфлікт з марксистською опозицією у Колумбії тощо. Природно, що формування зони обігу єдиної валюти перекладатиме ризики політичної та економічної дестабілізації в одній з країн на інші, внаслідок чого відсутність суспільної гармонії та політичної злагоди буде постійно підтримувати відцентрові тенденції у сфері регіональної інтеграції, які буде дуже важко розвернути у протилежному напрямку навіть попри виклики глобалізації. Більше того, остання також може загострювати суперечності у суспільстві з огляду на нерівномірні регіональні та прошаркові можливості скористатись її перевагами.

на це не було. Тим не менше, саме МЕРКОСУР розглядається і як найбільш потенційний майбутній валютний союз, і як приклад того, як недостатній рівень регіональної інтеграції стає викликом монетарній уніфікації.

Так, щодо процесу регіональної інтеграції, то, згідно емпіричного аналізу (на основі побудови формального індексу економічної та інституціональної інтеграції) Е.Дорруцці та С.Фірпо її розвиток у МЕРКОСУР перебуває на рівні розвитку ЄС початку 1970-х рр., особливо у сфері інституціонального зближення, яке, як вже згадувалось, має принципове значення для стимулювання інтеграційних процесів, оскільки з певного моменту реальна інтеграція починає відставати від номінальної²⁸⁵. Проте, і для 11 Латиноамериканських країн в цілому і для 4 країн МЕРКОСУР спостерігається ущільнення економічної інтеграції, хоча у випадку аналізованого інтеграційного об'єднання, дане ущільнення є випереджаючим (див. табл. 3.8.).

Таблиця 3.8.

Економічна інтеграція у Латинській Америці*

	Латинська Америка-11**	МЕРКОСУР
Економічна інтеграція в цілому		
1980-1986	2,44	2,13
1987-1993	2,29	2,11
1994-2000	1,87	1,64
Реальна економічна інтеграція		
1980-1986	1,19	0,98
1987-1993	1,21	1,10
1994-2000	1,12	0,95
Номінальна інтеграція		
1980-1986	1,86	1,63
1987-1993	1,86	1,66
1994-2000	1,28	0,98

Примітка 1. * Методологія обрахунку та інтерпретація показників аналогічна до тих, які містяться у табл. 3.6. ** Латинська Америка-11: Аргентина, Болівія, Бразилія, Чилі, Колумбія, Еквадор, Мексика, Парагвай, Перу, Уругвай, Венесуела.

Джерело: Dorrucchi E., Firpo S. European Integration: What Lessons for Other Regions? The Case of Latin America // ECB Working Paper. — 2002. — №185. — P. 24.

Як видно з табл. 3.8., розвиток економічної інтеграції у МЕРКОСУР випереджає аналогічні процеси у Латинській Америці-11 і на старті, і в тенденції, але, на відміну від ЄС, номінальна конвергенція ще не почала суттєво випереджати реальну, що можна вважати наслідком недостатнього поглиблення інтеграції в інституціональній площині та, зрештою, недостатнім рівнем самої номінальної конвергенції. Проблема останньої, багато в чому криється у значних інфляційних диференціалах та варіативності валютних курсів. В світлі затребуваності мінімізації останньої для стимулювання процесів регіональної інтеграції, то Б.Ейченгрін, спираючись на опе-

²⁸⁵ Dorrucchi E., Firpo S. European Integration: What Lessons for Other Regions? The Case of Latin America // ECB Working Paper. — 2002. — №185. — P. 23-26.

раціоналізаційну модель оптимальної валютної зони²⁸⁶, зазначає, що у випадку МЕРКОСУР мінімізація коливань валютних курсів позитивно впливає на розвиток інтра регіональної торгівлі, позитивно корелює з диверсифікацією структури експорту та величиною економіки, при цьому варіативність валютних курсів обумовлюється величиною економіки (що особливо властиво для Бразилії, а в окремих випадках і для Аргентини) та асиметричністю бізнес-циклів²⁸⁷. В останньому випадку варіативність валютних курсів нерідко взагалі не пов'язана з проблемою циклічного згладжування, що обумовлюється використанням фіксації курсу як номінального якоря макроекономічної стабілізації.

Розглядаючи МЕРКОСУР з позиції його еволюції як регіонального об'єднання, можна стверджувати, що в тенденції потреба ущільнення координації валютно-курсової політики зокрема та монетарної політики в цілому може стати нагальною з інтеграційних міркувань. Існує три основних варіанти забезпечення сталості у сфері валютних курсів з метою стимулювання регіональної інтеграції: по-перше, це варіант “Плану Делора”, або випадок запровадження взаємно обмежено фіксованих валютних курсів по типу Європейського механізму валютних курсів; по-друге, — “режим Кавальо”, згідно якого країни-учасниці інтеграційного об'єднання повинні слідувати політиці жорсткої фіксації валютного курсу щодо третьої міцної валюти, впритул до запровадження режиму валютної ради для того, щоб інституціональні передумови фіксації курсів в усіх країнах були однакові; по-третє — “режим Волтера”, згідно якого кожна з країн повинна самостійно обирати для себе стратегію мінімізацію курсових коливань²⁸⁸. Навіть побіжний аналіз вказаних трьох варіантів відображає, що глобалізація і асоційовані з нею імперфекції волатильних фінансових ринків є безпосередньою рестрикцією щодо певного вибору з поміж даних альтернатив, оскільки, як вже зазначалось, підтримання обмежених коливань валютних курсів в умовах високої мобільності капіталів є неможливим та провокуючим кризи, а запровадження будь-якої з систем жорсткої фіксації валютного курсу буде тільки погіршувати ситуацію, провокуючи спекулятивні настрої серед учасників фінансових ринків. Крах аргентинської валютної ради є зайвим підтвердженням того, що в умовах глобалізації такий варіант мінімізації коливань валютних курсів для стимулювання регіональної інтеграції неможливий.

²⁸⁶ Її зміст полягає в тому, що відповідність пари країн оптимальності валютної зони досліджується, виходячи з регресії між рівнем варіативності валютних курсів та чотирма показниками: дисперсія бізнес-циклів; величина економіки; подібність структури експорту; взаємна торгівельна відкритість. Чим меншою буде дисперсія бізнес-циклів тим теоретично меншими повинні бути коливання валютних курсів. Це саме стосується показника торгівельної відкритості, тоді як більш великі економіки та країни з подібною структурою експорту теоретично будуть схильні мати більш варіативні валютні курси. Див.: Bayoumi T., Eichengreen B. Exchange Rate Variability and Intervention: Evidence from the Theory of Optimum Currency Areas // *Journal of International Economics*. — 1998. — №45. — P. 191-210.

²⁸⁷ Eichengreen B. Does Mercosur Need a Single Currency? // *Center for International and Development Economics Research (University of California, Berkeley)*. — 1998. — Paper C98, 103. — P. 18-20.

²⁸⁸ *Ibid.* — P. 23-24.

У більш широкому контексті сама глобалізація є потужною детермінантою стимулювання процесу валютної уніфікації. По-перше, валютна інтеграція в МЕРКОСУР системно обумовлюватиме його перетворення на глобальну структуру, потенціал якої відповідатиме уявленням про можливості підтримувати економічну стійкість у глобальних масштабах.

По-друге, країни регіону достатньо глибоко інтегровані зі світовими фінансовими ринками, отже фактор мобільності капіталів справляє безпосередній вплив на можливості монетарної політики. Поєднання імперфекцій глобальних ринків з фактом недовіри до центральних банків, що у параграфі 2.3. розглядалось як теоретична передумова для запровадження повної доларизації, в даному випадку може вважатись точкою відліку для пошуку варіантів розв'язання проблеми викликів органам грошової влади з боку процесів глобалізації. Якщо повна доларизація є політично та економічно неможливою, зокрема з огляду на масштаби такої країни як Бразилія (меншою мірою, — Аргентина), то формування валютного союзу може вважатись монетарною передумовою розв'язання проблеми недовіри до центральних банків.

По-третє, на тлі орієнтації монетарної політики на внутрішню рівновагу (наприклад, таргетування інфляції в Бразилії та оголошений перехід до таргетування інфляції в Аргентині) та тривалого досвіду її здійснення всупереч оголошеним їй зовнішнім цілям (випадки монетарного розв'язання фіскальних проблем, що системно поєднуються з недостатнім інституціональним захистом незалежності центральних банків у країнах третього світу, у тому числі в Латинській Америці, через що валютні курси зазнавали дестабілізації) формування валютного союзу буде мати суттєві макроекономічні переваги, оскільки втілюватиме ідею монетарної автономії, ізольованості союзного центрального банку від політичної кон'юнктури у будь-якій країні-учасниці, отже — стабільної монетарної політики, яка користується довірою. Доларизація, у свою чергу, не надаючи таких макроекономічних можливостей, як орієнтація монетарної політики на внутрішні цілі, буде замінена інституціональним фактом створення нового центрального банку. При цьому, валютний союз у випадку МЕРКОСУР матиме ще одну суттєву перевагу: значимість валютного курсу для визначення стратегічних та операційних монетарних рішень повинна суттєво зменшитись, оскільки рівень відкритості даного інтеграційного об'єднання знизиться. Більш гнучка курсова політика в умовах мобільності капіталів не антагонізуватиме з політикою, спрямованою на досягнення внутрішніх цілей.

По-четверте, розвиток інтра регіональної торгівлі в даному регіоні (див. табл. Б.2.-Б.3. додатку Б) розвивається за прогресуючою тенденцією, що потребує валютно-курсової стабільності для її подальшого стимулювання. Це знаходить підтвердження у вище згаданому дослідженні Ейченгріна. Однак реалізація політики валютних коридорів чи підтримання фіксованих курсів в світлі мобільності капіталів є

неможливим. Подібна ситуація зближує МЕРКОСУР з ЄВС, оскільки в розрізі інтеграційних об'єднань в світовій економіці, саме у них спостерігається найвищий рівень інтрарегіональної торгівлі. Тобто, глобалізаційний фактор неможливості здійснювати політику контролю за валютним курсом у випадку ЄВС та МЕРКОСУР може розглядатись як такий, що унеможлиблює функціональну ефективність відповідного (мінімізація коливань валютних курсів) інмплементаційного інструментарію стимулювання регіональної інтеграції. Однак, Латиноамериканський досвід є суттєво відмінним з огляду на наступне. Навіть попри нижчу фінансову відкритість, порівняно з країнами ЄВС, у випадку МЕРКОСУР валютно-фінансовий аспект викликів глобалізації не просто унеможлиблює використання контролю за курсами як функціонального важеля стимулювання регіональної інтеграції, а є безпосереднім проявом її імперфекцій як системного явища, що, однак, актуалізується на тлі недовіри до центральних банків.

По-п'яте, розширення фінансового простору за рахунок запровадження єдиної валюти на тлі підвищення ризику коливання її курсу щодо інших валют буде виступати фактором заохочення розвитку внутрішнього ринку капіталів, що зменшуватиме залежність від потоків зовнішнього фінансування, отже — послаблюватиме залежність від волатильних міжнародних фінансових потоків. Зазначене зближує характер детермінант формування валютних союзів у, власне, МЕРКОСУР, на Східних Карибах, у Західній Африці, у Перській затоці. Хоча тут простежується суттєва відмінність. Латиноамериканські країни є фінансово відкритими, внаслідок чого валютна інтеграція і пов'язаний з нею мультиплікативний процес експансії внутрішніх ринків капіталу повинні розглядатись не як засіб реагування на перспективні виклики з боку глобальних ринків, а як нагальна необхідність протистояння їх імперфекціям в сучасному.

Однак, формування валютного союзу на теренах МЕРКОСУР пов'язано з рядом труднощів, природа яких, з огляду на досвід формування та функціонування валютних союзів, є достатньо гетерогенною. По-перше, як вже зазначалось, рівень регіональної інтеграції в МЕРКОСУР не дозволяє розглядати дане об'єднання як оптимальну валютну зону. Недостатній рівень розвитку інтрарегіональної торгівлі, інституціональної та економічної інтеграції є найбільш вагомими контраргументами щодо запровадження тут єдиної валюти в світлі того, що ділові цикли та зовнішні шоки країн-учасниць є недостатньо корельовані, знову таки з причин недостатнього розвитку внутрішньо-торгівельних зв'язків. По-друге, спостерігається відсутність регіонального лідера у сфері монетарної стабільності. Якщо в ЄВС лідерство і в сфері економіки, і в сфері монетарної стабільності об'єднувалось випадком Німеччини, то у МЕРКОСУР найбільша за потенціалом та вагою країна — Бразилія — не може претендувати на роль лідера у сфері монетарної стабільності (що зближує да-

ний латиноамериканській випадок з західно-африканським у контексті розбіжності між економічним потенціалом Нігерії та нестабільною макроекономічною ситуацією у ній, пов'язаною зі слабкістю центрального банку даної країни). Ослаблена дефолтом та фінансовою кризою Аргентина тим більше не може претендувати на цю роль, а Уругвай та Парагвай є занадто малими економіками для подібної місії. Проте, внаслідок суттєвого відставання інституціональної інтеграції гнучкість цін та ринків праці, а також факторна мобільність в цілому, є відмінними в розрізі країн (Бразилії характерні і внутрікраїнні відмінності у сфері ефективності ринків), внаслідок чого адаптація до внутрішніх та зовнішніх шоків є відмінною. Проте, слід відзначити, що спільність мов та культурна подібність є вищими, ніж в ЄВС, що при здійсненні відповідної політики може послужити стимулом усунення невідповідностей МЕРКОСУР критеріям оптимальності валютної зони. Тим не менше, подальша експансія глобальних ринків та втягнення в них країн Латинської Америки буде вимагати політичне рішення, спрямоване на елімінування негативного впливу глобалізації на фінансовий сектор, що буде можливе при запровадженні відповідного інституціонального захисту монетарної політики, формою чого є делегування останньої на наднаціональний рівень.

3.3.5. Перспективи формування валютного союзу в АСЕАН

В світлі аналізу перспектив валютної інтеграції в МЕРКОСУР можна виявити багато спільних рис при дослідженні запровадження спільної валюти в Азіатсько-тихоокеанському регіоні. Країни АСЕАН щільно інтегровані з глобальною економікою і є одним з її остовів. При цьому рівень їх розвитку навіть вище, ніж країн Латинської Америки. Дані регіони мають досвід глибоких фінансових криз, що розглядаються як кризи глобального масштабу. Спільним також є те, що базові моделі економічного зростання, які у повоєнний час лягли в основу економічного розвитку у даних регіонах (імпортозаміщення у Латинській Америці, експортоорієнтоване зростання в Азії), у кожному випадку зі своєю специфікою призвели до подібного наслідку — недостатнього розвитку внутрішньо-регіональної торгівлі порівняно з ЄС. Активізація інтеграційних процесів в обох регіонах інспірована намаганнями підвищити стійкість економіки в умовах глобалізації.

Однак, суттєвою відмінністю є те, що країни АСЕАН набагато більше політично та економічно фрагментаризовані: за рівнем розвитку від високо технологічних, постіндустріальних Японії, Сінгапуру та Гонконгу, до посттоталітарної економіки Китаю та В'єтнаму, поміж якими знаходяться економіки нових індустріальних країн (Південна Корея, Таїланд, Малайзія, Індонезія, Філіппіни, Тайвань); за масштабами та геоекономічним потенціалом від Китаю та Японії до В'єтнаму та Бірми.

В сукупності переваги формування валютного союзу в Азіатсько-тихоокеанському регіоні в умовах глобалізації є практично ідентичними, як і у ви-

падку МЕРКОСУР, тоді як проблеми монетарної уніфікації є більш відмінними, хоча і подібними (див. табл. 3.9).

Таблиця 3.9.

Переваги та бар'єри формування валютного союзу в АСЕАН

	Фактори глобалізації	Фактори регіональної інтеграції	Фактори оптимальних валютних зон
Переваги	Формування потужної глобальної структури з величезним внутрішнім ринком. Послаблення вразливості до мобільності міжнародних капіталів на тлі орієнтації монетарної політики на внутрішню рівновагу. Послаблення залежності від коливань валютних курсів. Генерування інституціональних передумов здорової макроекономічної політики (стабільність цін, фіскальна дисципліна).	Запровадження механізмів координації монетарної політики, що базуються на системі обмеження коливань валютних курсів, не будуть життєздатними в умовах значної мобільності капіталів. Ущільнення регіональної інтеграції поки не стало домінуючим пріоритетом, оскільки економіки АСЕАН достатньо експортоорієнтовані загалом. Але посилення процесів регіональної інтеграції і реалізація стратегій її стимулювання ефективно може будуватись на засадах валютної уніфікації.	В Азійських країнах достатньо гнучкі ринки праці. Швидкість пристосування до нових рівноважних умов є вищою, ніж у ЄС завдяки більш високій загальній гнучкості азійських економік, слабшим профспілкам та трудовій культурі. Ділові цикли, в цілому, є корельованими, особливо у випадку нових індустріальних країн між собою та між ними і Японією.
Бар'єри	В основному мають політичний характер, що спирається на, по-перше, можливості протистояти глобальним викликам (Японія має значні валютні резерви, а її фондовий ринок недостатньо ліберальний, Китай теж має значні валютні резерви, але його рівень фінансової відкритості низький, до того ж юань не є конвертованою валютою по рахунках капіталу і не використовується в системі інтра регіональних розрахунків тощо), по-друге, відмінні вигоди від валютної уніфікації в розрізі таких країн як Японія, Китай та групи нових індустріальних країн разом з постсоціалістичними країнами Індокитаю.	Рівень регіональної інтеграції недостатньо розвинутий, зокрема інститути спільного ринку ще не функціонують. Попри позитивну динаміку внутрішньо-регіональної торгівлі, її рівень є нижчим, ніж в ЄВС. Спільний фінансовий простір також не сформовано, зокрема внаслідок того, що спостерігається фрагментаризація усього фінансового сектору АСЕАН за рівнем відкритості та транспарентності і за рівнем закритості та зарегульованості і в цілому, і в розрізі окремих країн. Залишається суттєвою проблема регіонального лідерства, оскільки найбільш потужна економіка Японії є недостатньо пов'язана з АСЕАН в цілому, а перспективи відмови Японії від власної валюти є сумнівні. Китай може претендувати на роль гегемонії юаня, але його діловий цикл ще менше корельований з бізнес-активністю у нових індустріальних країнах.	Азійські країни в цілому не являють собою оптимальну валютну зону. Можна говорити про наближення до неї в розрізі окремих груп країн. При цьому: японська економіка є найбільш потужною та структуровизначальною, але більшість шоків умов торгівлі в країнах АСЕАН є не корельованими з японськими, хоча ділові цикли є корельованими; рівень розвитку та структура економік є різною — формуються групи подібності: Китай та Індонезія з одного боку (в експорті домінують товари з низьким ступенем обробки) та Корея і Японія з іншого боку (високотехнологічний експорт) та проміжні групи: Малайзія, Філіппіни, Таїланд і Тайвань; відмінними є гнучкість ринків праці та цін, а мобільність робочої сили є незначною; внаслідок фрагментаризації фінансового сектору за критерієм регулювання та відкритості він не може виконувати ефективно роль згладжування шоків за рахунок інтра регіональної диверсифікації активів тощо.

Примітка 1.: Згруповано автором на основі: Bayoumi T., Eichengreen B. Exchange Rate Variability and Intervention: Evidence from the Theory of Optimum Currency Areas // Journal of International Economics. — 1998. — №45. — P. 191-210.; Baek S-G., Song C-Y. Is Currency Union a Feasible Option in East Asia? / Currency Union in East Asia. — H-G. Choo and Y. Wang ed. — Seoul: Korea Institute for International Economic Policy, 2002. — P. 107-145.; Hawkins J., Masson P. Economic Aspects of Regional Currency Areas and the Use of Foreign Currencies // Currency Areas and the Use of Foreign Currencies. — BIS Paper. — 2003. — №17. — P. 31.

3.3.6. Теоретичні узагальнення щодо глобалізаційних факторів формування валютних союзів

Підсумовуючи аналіз з виявлення глобалізаційних детермінант формування валютних союзів в сучасній світовій економіці, можна виділити ряд закономірностей. По-перше, в основі природи факторів глобалізації, що зумовлюють процеси валютної уніфікації знаходиться модус конфлікту цілей монетарної політики в рамках проблеми “трилеми”. Спільність природи таких факторів обумовлюється метапринципами реалізації монетарної політики у відкритій економіці з волатильними потоками капіталу. Дані фактори, в принципі, діють у чистому вигляді і є загальними. Однак існують конкретні специфічні форми їх прояву (зокрема, внаслідок того, що вони накладаються на відмінні інституціональні засади макроекономічної політики та інституціональні форми взаємодії країн у міжнародній економіці), через що такі специфічні форми умовно можна поділити на дві групи:

а) ті, які погіршують макроекономічну ефективність або унеможливають роботу функціональних елементів стимулювання регіональної інтеграції по типу створення механізмів обмеження курсових коливань. Основна причина — мобільність капіталів, за якої підтримання курсової сталості конфліктує з орієнтацією монетарної політики на внутрішню рівновагу. Передумовою для актуалізації факторів даної групи є наявність відповідних інституціональних механізмів координації роботи центральних банків, що відповідає певному, вже сформованому, рівню регіональної інтеграції;

б) ті, які системно поєднують проблему недовіри до монетарної політики та імперфекції глобальних ринків капіталу. Причому, недовіра до центральних банків дуже часто з’являється на підґрунті феномену “страху перед плаванням” та усвідомлення їх недостатнього інституціонального захисту від фіскального домінування та політико-кон’юнктурного циклу. Дана група специфічних форм аналізованих факторів найбільшою мірою характерна для нових індустріальних країн та тих країн третього світу, які інтегровані з міжнародними ринками грошей та капіталів.

По-друге, на сьогодні саме тріада “глобалізація – регіональна інтеграція – оптимальні валютні зони” визначає конкретику політичних рішень щодо процесів валютної уніфікації. Причому, в рамках даної тріади формуються структурно взаємопов’язані діади: “глобалізація – регіональна інтеграція” та “регіональна інтеграція – оптимальні валютні зони”. Незважаючи на те, що чим більше країна буде втягнута в процеси глобалізації, тим більш актуальними для неї будуть глобалізаційні детермінанти валютної уніфікації в межах певного інтеграційного вектора, (факторно-детермінуюче) домінування того чи іншого компоненту даної тріади в системі політичних рішень буде диференційоване за критерієм характеру економіки. Дану закономірність можна сформулювати наступним чином: чим більш розвинутою буде економіка та чим складнішою та диференційованішою буде її структура, тим більш

важливого значення набувають фактори оптимальних валютних зон при виборі щодо формування валютного союзу, навіть попри сприятливе глобалізаційне підґрунтя для цього, оскільки тим більшою мірою формується затребуваність орієнтації монетарної політики на внутрішню рівновагу (реакція на шоки та зміну рівноважних умов, що результує у адаптивній чи дезадаптивній динаміці інфляції та безробіття), що, зокрема, відповідає актуальному інституціональному баченню ролі центральних банків в сучасних демократичних суспільствах.

По-третє, валютні союзи стають невід'ємною частиною міжнародної фінансової архітектури, оскільки процес монетарної інтеграції так чи інакше вплітається в ієрархію світових валют, а отже, набуває зонового характеру.

У свою чергу, визначальна роль центральних банків у формуванні профілю міжнародної фінансової архітектури, зумовлена відповідним детермінуючим впливом на її формування з боку монетарного вибору в системі “трилеми”, вимагає аналізу в світлі трансформуючого впливу глобалізації на процеси її (архітектури) функціонування.

РОЗДІЛ 4. МОНЕТАРНИЙ АНАЛІЗ ФУНКЦІОНУВАННЯ ГЛОБАЛЬНОЇ ФІНАНСОВОЇ АРХІТЕКТУРИ

4.1. Сучасні системні риси глобальної фінансової архітектури та їх монетарний прояв

Здійснення монетарної політики з самого початку функціонування грошових систем та становлення й розвитку центральних банків спиралось на принцип обумовленості характером існуючих систем обігу у міжнародному масштабі (світові гроші, резервні активи) та фінансових ринків. З розвитком центральних банків та з поступовим підвищенням значимості орієнтації монетарної політики на внутрішню рівновагу, що в умовах функціонування міжнародного золотого стандарту проявлялось спорадично, у міжвоєнний період — набуло несистемних, але відтворювальних рис, за Бреттон-вудської системи — імперативом макроекономічного регулювання, зваженим на підтримання зобов'язань щодо фіксованих курсів, спостерігається подвійний процес. З одного боку, утворюється тенденція до виокремлення міжнародної монетарної (валютної) та міжнародної фінансової системи (архітектури) у самодостатні гносеологічні одиниці, які однак щільно пов'язані одна з одною. З іншого боку, зв'язок між міжнародною валютною системою та монетарною політикою на національному рівні набуває амбівалентного характеру: зміни на національному рівні, що потрапляють в резонанс з макроекономічними трансформаціями на національному рівні у багатьох країнах (в першу чергу провідних) визначають вектор трансформації міжнародної валютної системи, тоді як остання задає систему координат для здійснення монетарної політики окремим центральним банком. Однак з розвитком процесів глобалізації та на тлі адаптивних до неї та еволюційних трансформацій засадних принципів монетарної політики та інституціональної організації центральних банків спостерігається специфічна тенденція. Утвердження системи плаваючих курсів та мобільності капіталу (функціонуючи паралельно з можливістю окремої країни дозувати і саме плавання курсу, і інтеграцію з глобальними ринками, що само собою утворює своєрідну нелінійну мозаїку актуального глобального устрою) на тлі інституціонального та поведінкового закріплення за центральними банками орієнтації на внутрішню рівновагу призводить до послаблення згаданої амбівалентності, яка впродовж історичного розвитку міжнародної валютної системи була цементуючим фактором зв'язку між монетарною політикою на міжнародному та національному рівні.

Послаблення даної амбівалентності впливає з того, що, по-перше, інституціональні фактори монетарної політики на національному рівні виходять на передній план, з одного боку, формуючи інституціональні рестрикції для монетарної політики на міжнародному рівні, а, з іншого, будь-які трансформаційні процеси у сфері міжнародного валютного устрою не можливі поза інституціональними рамками, оскільки

ки усі процеси його реформування знаходяться у комунікаційних координатах провідних політичних учасників світової економіки²⁸⁹. По-друге, між монетарною політикою на національному рівні та функціонуючою міжнародною монетарною системою дедалі прогресуюче втискаються глобальні ринки. Останні можна розглядати і як породження взаємодії монетарної політики на обох рівнях, і як сферу, що якісно модифікує зв'язки між ними, підсилюючи зв'язки одного характеру та спотворюючи, заломлюючи на площини відмінного геоекономічного та ринкового статусу різних країн, — іншого. Прошарок глобальних ринків, функціонуючи на засадах ринкового відбору, конкуренції та алокації ресурсів, задає характер ліній зв'язку між системою національної монетарної політики та міжнародним устроєм.

4.1.1. Валютний монополізм та тріадний поділ світу

Утвердження ямайського валютного устрою та зміна засадних макроекономічних принципів, результуючи у орієнтації на пріоритет внутрішньої рівноваги з яскраво вираженою апологетикою стабільності цін та у підвищенні мобільності капіталів, що відображає і розвиток міжнародної торгівлі, і руйнацію автаркічних засад формування детермінант економічного зростання, призвело до утвердження принципу *laissez faire* у сферу функціонування світових грошей. Разом з тим, таке утвердження суттєво відрізняється від історично відомих випадків безроздільного панування фунта до Першої світової війни, посилення ролі долара у міжвоєнний період, зростання ролі долара після Другої світової війни. Можна стверджувати, що за часів міжнародного золотого стандарту принцип *laissez faire* певною мірою також мав місце у сфері світових фінансів та функціонування монетарних систем. Це визначалося домінуванням запозичень через лондонські ринки, значним вивозом капіталу з Британії, використанням фунта як резервного активу, що обумовлювалось пануючою роллю Британії у тогочасній економіці, авторитетністю Банку Англії тощо. Попри те, що фунт свого роду пройшов тест на конкурентний відбір, принцип *laissez faire* був суттєво обмежений спільною для всіх основою обігу — золотом. В умовах демонетизації золота принцип *laissez faire* набуває більш чітких виразів через утвердження системи обігу хартальних грошей. Інституціональною основою такого обігу є центральний банк. А включення таких грошей у сферу міжнародних фінансів відбувається через дію ринкового відбору, який калібрується двома дещо суперечливими за природою але взаємопов'язаними на структурному рівні елементами. З одного боку, утвердження в статусі світових грошей/резервних активів тої чи іншої

²⁸⁹ Зазначимо, що інституціональний принцип комунікації, отже пошук прийняттого рішення у сфері функціонування міжнародного монетарного устрою остаточно утвердився ще за довго до остаточної демонетизації золота, і особливо рельєфно проявився в процесі створення Брето-вудської системи, яка відображала факт домовленості та компромісу між інтелектуальними лідерами двох націй — Гарі Декстером Вайтом (США) та Джоном Мейнардом Кейнсом (Велика Британія). Інтроєкція принципу функціонування хартальних грошей на міжнародний рівень також відбувалась в межах інституціоналізованого процесу відмови від золота як резервного активу, нагадуючи відтворення процесу утвердження принципу монополії на дискретну емісію паперових грошей при збереженні золотого обігу, який мав інституціональну форму виникнення та становлення центрального банку як інституту.

валюти не можливе поза функціонуванням фінансових ринків. Вони не тільки виконують роль конкурентного фільтра, а, власне, забезпечують поширення такої валюти (і у формі запису на рахунках, і у формі готівки) серед країн-учасниць міжнародного обміну, відображаючи інтеграційний аспект своєї активності. З іншого боку, таке утвердження спирається на ряд об'єктивних детермінант. Попри те, що система харчальних грошей працює за принципом дискреційної емісії, отже грошова пропозиція не обмежується прив'язкою до загальновизнаного еквіваленту, а визначається суб'єктивізованим монетарним вибором емітента, саме це дозволяє таким об'єктивним детермінантам проявитись більш рельєфно, тим більше, що це також буде проявом спільного алгоритму поведінки індивідуальних учасників фінансових ринків.

Згідно російського дослідника Д.Смислова, умовами інтернаціоналізації валюти окремої країни є “величина економіки країни-емітента валюти, масштаби її участі у світовій торгівлі, рівень розвитку фінансових ринків, відсутність валютних обмежень, ліберальний режим міжнародного руху капіталів, наявність законодавчої системи, що відповідає вимогам ринкової економіки”²⁹⁰. Однак, наведені умови частково повторюють одна одну (відсутність валютних обмежень, ліберальний режим руху капіталу), або ж можуть не враховувати ефект масштабу й ряд принципових макроекономічних якостей валюти. Тому, ми поділяємо детермінанти перетворення валюти на світову/резервну за якісними та кількісними ознаками. Щодо перших — валюта повинна забезпечувати збереження вартості, тобто бути втіленням стабільності цін, користуватися довірою на міжнародних ринках, а країна-емітент повинна мати достатньо ліберальний режим руху капіталу, щоб уможливити потрапляння її грошової одиниці у сферу міжнародного обігу. Щодо других — країна повинна бути великою економікою. Причому, ступінь її відкритості має не саме принципове значення, оскільки навіть низькі рівні відкритості, помножені на масштаб, забезпечують достатні кількісні передумови для насичення такою валютою обігу у міжнародному вимірі.

В сукупності, конкурентний принцип перетворення національної валюти на світову з виконанням ролі резервного активу на тлі функціонування системи дискретної емісії, що впливає з монетарних рішень центрального банку, та експансія фінансових ринків визначили наступне. Пануючою тенденцією розвитку міжнародної фінансової архітектури у постбретонвудську добу виступило формування тріадного поділу світу (в основу чого покладено утворення так званих центрів сили: США, ЄС (зона євро), Японія). З одного боку, Ямайська система передбачає формування моделі валютного поліцентризму, оскільки жодній з валют не надається виключний статус та не передбачається виключна прив'язка конкретної валюти до за-

²⁹⁰ Смислов Д.В. Мировые деньги в прошлом, настоящем и будущем // Деньги и кредит. — 2002. — №6. — С. 34.

гальновизнаного вартісного еквіваленту. Але, з іншого, процес конкурентного відбору продемонстрував тенденцію тріадного розчленування світу та утвердив процес занепаду ролі СДР як рахункової одиниці, що покликана була зменшити попит на провідні валюти та відновити симетричне положення центрів емісії резервної валюти та валютної периферії світу. Наприклад, на кінець 2000 р. в структурі офіційних міжнародних ліквідних активів іноземна валюта склала 1920,5 млрд. дол. США, або 95,7%, а СДР, відповідно, — 24,1 млрд. та 1,2%. Це саме стосується величини резервної позиції в МВФ, яка в сукупності на аналогічну дату склала 61,7 млрд. дол., або 3,1%²⁹¹. В основі занепаду СДР знаходиться той же самий принцип конкурентного відбору, підсилений експансією міжнародних ринків приватного капіталу. Зрештою, неспроможність СДР-івського механізму запобігти гіпертрофованому попиту на окремі валюти в рамках функціонування міжнародної фінансової архітектури і призвів до того, що така офіційна структура валютного регулювання глобального масштабу як МВФ виявилась неспроможною запобігти поділу світу за принципом силової тріади.

Щодо процесу формування тріади як домінуючої риси сучасного валютно-фінансового устрою світу, то П.Герст та Г.Томсон стверджують: “Ми вступили в період виникнення трьох великих економічних утворень... ЄС та США за ВВП майже зрівнялися, Японія приблизно вдвічі відстає (хоча за ВВП на душу населення Японія випереджає ЄС та США). ... Можна зробити висновок, що в передбачуваному майбутньому переважною рисою міжнародної системи стане панування країн тріади та їх регіональних спільників”²⁹². Про реальність тріадного поділу світу свідчать дані табл. 4.1.

Таблиця 4.1.

Масштаби економіки США, ЄС та Японії: окремі індикатори, 2002, 2003 рр.

	США	ЄС	Зона євро	Японія	Світ
ВВП, млрд. дол. США	10446,3	8652,8	6672,9	3992,9	32163,7
ВВП, %	32,5	26,9	20,7	12,4	100
Частка у ВВП 29 розвинутих країн, %	38,0	-	28,6	12,6	-
Капіталізація ринку акцій, млрд. дол. США	11055,6	5524,0	3467,5	2069,3	22077,4
Капіталізація ринку акцій, %	50,1	25,0	15,7	9,4	100
Облігації, акції та банківські активи, млрд. дол. США	53199,4	52840,1	39438,2	24423,0	150437,5
Облігації, акції та банківські активи, %	35,4	35,1	26,2	16,2	100
Частка в світовому експорті, %	11,1	-	32,0	5,7	100
Частка в експорті 29 розвинутих країн	15,1	-	43,6	7,8	-
Населення, %	4,7	-	5,0	2,1	100
Частка населення 29 розвинутих країн, %	30,4	-	32,2	13,3	-

Джерело: Global Financial Stability Report. — IMF. — Washington D.C. — 2003. — P. 143.; IMF World Economic Outlook. 2004. — Wash., D.C.: IMF, 2004. — P. 191.

²⁹¹ Смыслов Д.В. Мировые деньги в прошлом, настоящем и будущем // Деньги и кредит. — 2002. — №5. — С. 59.

²⁹² Герст П., Томсон Г. Сумніви в глобалізації. Пер. з англ. — К.: К.І.С., 2002. — С. 49-50.

Як видно з даних табл. 4.1., на США, ЄС та Японію разом припадає 71,8% світового ВВП (причому, ще у 1996 р. частка світового ВВП, яка припадала на країни тріади, складала 49,3%; таке збільшення обумовлюється швидким економічним зростанням у США впродовж 1990-х рр. та збереженням економічного зростання в ЄС), 84,5% світової капіталізації ринків акцій, 86,7% світових акцій, облігацій та банківських активів. Саме те, що жодна країна чи регіональне угруповання не може наблизитись за масштабами до країн тріади, а також те, що світовий ВВП, який припадає на решту країн складає всього 28,2%, говорить про перетворення триполюсного світу на стійку самовідтворювальну структуру, яка і буде визначати характер функціонування глобальної фінансової архітектури.

Зокрема, з останнім щільно пов'язана закономірність інтернаціоналізації валют тріади та перетворення їх на міжнародні резервні активи. По-перше, долар США, євро та єна фактично перетворились на валюти монополісти, які обслуговують міжнародні фінансові потоки, що видно з табл. 4.2.А.

Таблиця 4.2.А.

Глобальні потоки капіталу за валютною структурою

	1995		2000		2002	
	млрд. дол. США	%	млрд. дол. США	%	млрд. дол. США	%
Валові запозичення через міжнародні боргові цінні папери, всього в світі	2552,0	100	5875,4	100	8766,4	100
З них у доларах США	875,6	34,3	2908,9	49,5	4051,6	46,2
З них у євро	742,9	29,1	1775,0	30,2	3285,0	37,5
З них у єнах	437,8	17,2	454,3	7,7	436,8	5,0
Чисті запозичення через міжнародні боргові інструменти, всього в світі	232,9	100	1085,1	100	1013,4	100
З них у доларах США	65,9	28,3	550,3	50,7	438,7	43,3
З них у євро	72,3	31,0	423,9	39,1	495,0	48,8
З них у єнах	76,8	33,0	10,9	1,0	-15,8	-

Джерело: Global Financial Stability Report. — IMF. — Washington D.C. — 2003. — P. 143.

Як видно з табл. 4.2., валові запозичення через міжнародні боргові інструменти у даних трьох валютах у 1995 р. склали 80,6%, у 2000 р. — 87,4%, а у 2002 — 88,7%. При цьому, частка чистих запозичень, деномінована у даних валютах, є ще більшою. Порівняно з даними з табл. 4.1., це демонструє ситуацію, коли питома вага обігу боргових інструментів у глобальній економіці, деномінованих у валюти тріади, перевищує не тільки частку їхнього ВВП у ВВП світу, а також перевищує масштаби їхнього фінансово-банківського сектора як світової частки. Це свідчить про те, що значення використання даних валют для обслуговування потреб глобального фі-

нансового сектора перевищує значення емітентів таких валют у розподілі світового ВВП та фінансово-банківських активів світу. У свою чергу, це ставить в залежність функціонування усієї міжнародної фінансової архітектури від характеру динаміки макроекономічних індикаторів даних валют (курс, процентні ставки, рівень інфляції тощо).

Стосовно використання валют тріади у глобальних валютних резервах, то простежується аналогічна ситуація, хоча на структурному рівні (частки кожної з валют) спостерігаються суттєві зміни (див. табл. 4.2.Б).

Таблиця 4.2.Б.

Валютна композиція міжнародних резервів

	1994	1997	2000	2003
	Усі країни			
Долар США	53,1	59,1	66,6	63,8
Євро	-	-	16,3	19,7
Японська єна	7,8	5,1	6,2	4,8
Марка ФРН	15,3	13,7	-	-
	Розвинуті країни			
Долар США	50,8	57,9	72,5	70,8
Євро	-	-	17,2	20,9
Японська єна	8,2	5,8	6,3	4,0
Марка ФРН	16,3	15,9	-	-
	Країни, що розвиваються			
Долар США	55,6	60,2	62,2	59,3
Євро	-	-	15,6	18,9
Японська єна	7,5	4,6	6,1	5,2
Марка ФРН	14,1	11,9	-	-

Джерело: IMF Annual Report. 2004. — Wash., D.C.: IMF, 2004. — P. 103.

Слід додати, що на кінець 1973 р. частка долара США у валютних резервах центральних банків країн світу склала 76,1%, європейських резервних валют (фунт стерлінгів, німецька марка, французький франк, голландський гульден) — 14,3%, єни — 0,1%, що разом складає 90,5%. На кінець 1993 р., відповідно, 61,5%, 20,1% і 7,4% та разом 89%²⁹³, а на кінець 2000 р. — 72,4%, 13,8% (євро або 17,5% євро + фунт), 11,2% та 97,4%²⁹⁴. Щодо тенденції зниження частки долара в глобальних валютних резервах, то це обумовлюється рядом факторів: девальваційним трендом впродовж 1970-х, у другій половині 1980-х та першій третині 1990-х; підвищенням ролі об'єднаної Європи як противаги моновалютній моделі з пануванням долара, утвореній з 1944 р.; диверсифікації валютних резервів внаслідок підвищення потенціалу японської економіки та міцності німецької марки. Стосовно зворотної тенденції, яка намітилась на зламі тисячоліть, то слід зауважити, що це зумовлено і технічними, і фундаментальними процесами. Так, запровадження євро передбачає ліквідацію перехресного володіння валютними авуарами, деномінованими у європейські

²⁹³ Герст П., Томсон Г. Сумніви в глобалізації. Пер. з англ. — К.: К.І.С., 2002. — С. 50.

²⁹⁴ Смыслов Д.В. Мировые деньги в прошлом, настоящем и будущем // Деньги и кредит. — 2002. — №6. — С. 36.

валюти, та перерахунок у євро таких авуарів третіми країнами. Як наслідок, питома вага євро у глобальних валютних резервах зменшилась з технічних причин. Більше того, частка євро стала меншою, навіть ніж частка німецької марки. З точки зору фундаментальних процесів, зниження частки євро у валютних резервах центральних банків світу обумовлюється девальвацією єдиної європейської валюти, яка мала місце у 1999-2002 рр. Втім, вже на 2003 р. частка євро у глобальних валютних резервах і в розрізі груп країн почала зростати. В сукупності цьому сприяє ревальвація євро, послаблення долара.

Роль валют тріади у формуванні зовнішніх активів центральних банків світу є ще більш значима, порівняно з масштабами їх використання на глобальних фінансових ринках, і тим більше значима, ніж частка їхнього ВВП та фінансово-банківських активів у відповідних показниках світу в цілому. Таке перевищення слід пояснювати тим, що перебуваючи у статусі офіційних резервів, авуари, деноміновані у даних валютах, слід розглядати як запаси, а не як потоки, функціональне призначення яких щільно пов'язано з проблемою “страху перед плаванням” та “страху перед глобальними кризами” у випадку країн, які оголосили про перехід на плаваючі курси, та з політикою захисту валютного курсу, там де реалізовується стратегії фіксації чи прив'язки. Якщо прийняти до уваги, що у розвинутих країнах співвідношення між валютними резервами та масштабом фінансових ринків практично на порядок нижче, ніж у країн третього світу, то з'являється суттєва асиметрія між масштабами економік країн тріади, розвинутих країн в цілому і країн третього світу та валютними резервами у них. Тобто, абсолютне та відносне значення валютних резервів у країнах третього світу на одиницю ВВП набагато перевищуватиме таке значення для розвинутих країн, тим більше для США, зони євро та Японії. А якщо прийняти до уваги панівну роль валют останніх у деномінації таких резервів, то вийде, що три валюти виконують роль інструмента підтримання макроекономічної стабільності у більшості країн світу, які, водночас посідають не порівняно менше вагове значення у розподілі глобального ВВП та фінансово-банківських активів. Звідси випливає, що монетарне значення долара, євро та єни буде суттєво переважати значення економічних потенціалів їх емітентів для забезпечення стабільного функціонування глобальної фінансової архітектури. З одного боку, це є закономірним результатом ефекту резервної валюти, а з іншого, — стабільність фінансової архітектури світу багато в чому залежатиме від того, наскільки макроекономічні тенденції щодо резервних валют узгоджуватимуться з макроекономічними тенденціями у країнах, які їх акумулюють. Також, слід зауважити, що монетарні наслідки домінування валют тріади у міжнародних резервах центральних банків світу дещо відрізнятимуться від їх пануючої ролі у павутинні глобального фінансового посередництва. Це є наслідком того, що як резервний актив вони виконують інструментальну роль в політиці інтервенцій

на валютних ринках (як правило, в даному випадку, внутрішніх) і безпосередньо пов'язані з динамікою внутрішніх макроекономічних змінних, які, у свою чергу, через динаміку відносних цін та валютний курс справляють вплив на міжнародну конкурентоспроможність країни, а від так, — на її зовнішній сектор, тоді як ступінь інтеграції з міжнародними фінансовими ринками може дозуватись в залежності від політики країни щодо лібералізації операцій по фінансовому рахунку платіжного балансу. Попри це, розширення кола країн, інтегрованих з міжнародними фінансовими ринками внаслідок послаблення або зняття обмежень на рух капіталів, що є закономірним явищем поступу глобалізації, послаблюватиме відмінності між пануванням долара, євро та єни у сферах формування валютних резервів та обслуговування фінансових трансакцій на світових ринках.

По-суті, фактор формування триполюсного валютного устрою світу, будучи самовідтворювальним компонентом глобальної економіки, ставить питання про стабільність функціонування фінансової архітектури світу та валютного устрою. Суперечливість процесів, актуалізованих в рамках функціонування тріадного валютного поділу світу, з одного боку, є відображенням панування принципу монетарного ле-сеферизму, який є прагматичним вибором на рівні кожної (особливо розвинутої) країни і почасти залишається безальтернативним мета-принципом еволюції валютного устрою світу. В цьому розумінні, утворення триполюсного валютного світу відображає довгострокову тенденцію об'єктивації детермінант набуття тією чи іншою валютою статусу світових грошей у конкурентному режимі. Експлікація сутнісного виразу такого статусу демонструє цілковиту природність інтернаціоналізації валюти та використання її як резервного активу, що і проявляється у абсолютному домінуванні валют тріади у обслуговування глобальних фінансових потоків та формуванні зовнішніх активів центральних банків світу.

З позиції поступу глобалізації триполюсна модель валютного устрою світу виконує ряд позитивних функцій: курси між трьома валютами утворюють макроекономічний індикатор стану глобальних фінансів, розвитку макроекономічних тенденцій у кожній з країн тріади, напрямів диверсифікації активів у глобальному масштабі тощо; внаслідок цього формується гнучка структуроутворююча вісь, довкола якої обертаються валютні політики решти країн, що опосередковано дозволяє зберігати бодай незначну монетарну єдність світу, яка сприяє формуванню по-справжньому єдиного глобального економічного простору; курси між валютами тріади виконують роль нелінійного загального еквівалента, яким раніше було золото, що додає міцності указаний вісі, але хіба що на гносеологічному рівні, хоча і є відображенням справжнього значення курсів між трьома валютами для міжнародної фінансової архітектури. Тобто, можна стверджувати, що паритети між валютами тріади формують своєрідний якір, або орієнтир. Відповідно до традиційного уявлення про номінальний

якір, такі паритети не можуть ним бути, але на відміну від цього вони можуть бути зворотним відображенням орієнтування макроекономічного вибору, коли дії макроекономічних органів не прив'язуються до якоря, а відштовхуються від нього.

З іншого боку, тріадний характер валютного поділу світу має ряд принципових недоліків, які демонструють і проблеми для самої глобалізації, і негативні наслідки валютного монополізму в світі. Так, виокремлення тріади як силових геоекономічних центрів є викликом глобалізації в тому розумінні, в якому такі центри замикають на собі алокацію глобальних ресурсів. В даному контексті П.Герст та Г.Томсон взагалі не схильні говорити про “глобальну економіку”. Вони зауважують: “Ми і досі знаходимося далеко від повністю інтегрованої “глобальної економіки” — в економіці, яка істотно “інтернаціоналізована” через свою цілковиту залежність від блокової структури тріади”²⁹⁵. Незважаючи на те, що “повністю інтегрована” глобальна економіка може функціонувати і за тріадного поділу світу (наприклад, коли кожен з елементів тріади є масштабним наддержавним утворенням блокового чи зонального характеру; збереження мобільності виробничих факторів між такою тріадою та щільна інтеграція між її елементами перетворить будь-який поділ світу на дефінітивний), можна стверджувати, що на сьогодні наявність таких трьох полюсів суттєво підвищує бар'єр можливого отримання вигод від інтеграції з глобальними ринками. Внаслідок цього формується тенденція до фрагментаризації таких ринків у географічному вимірі за політико-економічними ознаками, що, природно, ускладнює процес економічної гомогенізації світу відповідно до дії алокаційного механізму у по-справжньому глобальних масштабах. Це також підсилює нелінійні витoki експансії глобалізації, які, в цілому, тільки послаблюють її позитивний потенціал та роблять систему глобальної економіки внутрішньо нестійкою. Зокрема, перебування за межами периметру глобалізації може мати набагато більше недоліків, ніж інтеграція з глобальними ринками. Як стверджує Дж.Сорос, “незважаючи на асиметрію та нестабільність ... глобальна капіталістична система виявляє значний ступінь об'єднаності. Перебування на периферії має свої недоліки, але це краще, ніж вибуття”²⁹⁶. За рахунок цього долучення до глобалізованого простору може відбуватись всупереч фактичній готовності до цього, що також є фактором послаблення внутрішньої стійкості глобальної системи.

Щодо валютного монополізму, то його негативом є аналогічні наслідки, що вивчаються мікроекономічною теорією, але екстрапольовані на рівень глобальної економіки з поправкою на монетарний формат його актуалізації. Триполюсна модель світу скоріше не спростовує продовження принципів конкуренції між валютами, внаслідок якої сформувалась поточна ситуація, а переносить їх у монополістичні

²⁹⁵ Герст П., Томсон Г. Сумніви в глобалізації. Пер. з англ. — К.: К.І.С., 2002. — С. 52.

²⁹⁶ Сорос Дж. Криза глобального капіталізму: (Відкрите суспільство під загрозою) / Пер. з англ. — К.: Основи, 1999. — С. 144.

рамки. По-суті, з огляду на асиметричне значення кожної з валют тріади в структурі формування валютних резервів у світі та обслуговування міжнародних економічних відносин та набагато менш асиметричний розподіл ВВП та фінансово-банківських активів між їх емітентами поточну ситуацію можна було би назвати монополістичною конкуренцією з яскраво вираженою “гонкою за лідером”. Така ситуація привносить елементи викривлення у сам принцип тріадного поділу світу і у функціонування міжнародної фінансової архітектури. Через це характер функціонування останньої багато в чому визначатиметься поведінкою “конкурентів” та їх спроможністю нейтралізувати дії один одного так, щоб розподіл вигод від монопольного становища був відносно пропорційним. Однак, в даному випадку проблема полягатиме у тому, що відсутність “правил гри” між такими “конкурентами” підсилює значення суб’єктивних факторів у схиланні чаші терезів на чийсь користь²⁹⁷. З одного боку, природно, що продуцентами таких суб’єктивних факторів є фінансові ринки (що проявляється у таких еволюційно набутих, але часто ірраціональних категоріях як довіра, укорінення практики, помилка прогнозування тощо), з іншого боку, — саме останні є передумовою підтримання системи у дієвому стані в тому розумінні, в якому наявність ринку означає збереження середовища конкуренції.

Однак, з позиції досвіду першої глобалізаційної хвилі питання необхідності підтримання конкуренції у поліцентричному — з точки зору фактичного права на автономну грошову пропозицію — валютному світі з тріадним ядром, виділення якого є необхідним з точки зору фактичного використання трьох валют у глобальній економіці, звучить неоднозначно. Наприклад, Дж.Сорос, порівнюючи монетарний вимір стабільності глобальної системи за першої та другої хвилі глобалізації (хоча він такими термінами не оперує), прямо зазначає: “Система, що панувала у другій половині ХІХ століття, була, у певному розумінні, стабільнішою, аніж її сучасний варіант. ... це була епоха єдиної міжнародної валюти у вигляді золота; зараз ми маємо три основні валюти...”²⁹⁸. Автоматичний характер дії міжнародного золотого стандарту та відсутність наддержавних рішень та домовленостей між учасниками світової економіки щодо його запровадження робили таку систему і симетричною, і інтегративною, що, зрештою, і призвело до створення адекватних розвитку глобалізації монетарних передумов, які проявляються не тільки у безперешкодній мобільності капіталів, але й у єдиному та спільному форматі цін, що безпрецедентно полегшувало функціонування глобального алокаційного механізму. В сучасному, повернення до золотої основи обігу видається неможливим, однак питання про “єдину

²⁹⁷ Ствердження про відсутність “правил гри” буде дещо неточним, в тому розумінні, що функціонування ринків їх і визначає з огляду на дію фундаментальних економічних законів попиту та пропозиції, рівноваги тощо. Відсутність “правил гри” скоріше означає відсутність визначення спектру можливої поведінки між самими “конкурентами” та його інституціонального закріплення, через що “правила” наче функціонують за межами дій “конкурентів”, але їх дії здійснюються у середовищі пануючих ринкових правил.

²⁹⁸ Ibid. — С. 18.

міжнародну валюту” не знімається. Наприклад, колишній голова ФРС П.Волкер прямо зазначає: “... якщо ми хочемо мати по-справжньому глобалізовану економіку, то єдина світова валюта мала би сенс”²⁹⁹. Волкер констатує, що така тенденція вже коріниться у сучасній світовій економіці. Природно припустити, що він послуговується методологічним принципом конкуренції між валютами, при умові, що такою “світовою валютою” не виступить певний синтетичний актив (адже це дуже мало ймовірно, як і повернення до золотої основи обігу), і непрямо натякає на те, що такою валютою в перспективі може стати долар США. Однак, як показав досвід Бреттон-вудської системи, асиметричне положення долара на тлі його домінування у системі валютних відносин може тільки погіршити ситуацію.

Отже, враховуючи домінуючий факт триполюсного поділу світу з відповідним закономірним його наслідком — валютним монополізмом, можна виділити наступні структуровизначальні риси сучасного світового монетарного устрою:

тенденція до формування зон чи валютних блоків відповідно до економічної близькості до США, ЄС чи Японії;

асиметричне положення долара США та панування ФРС у монетарному вимірі світу;

дефіцитність платіжних балансів (в першу чергу в рамках тріади).

4.1.2. Сучасний поділ світу на валютні блоки: зміна традиційних уявлень про монетарну стабільність

Так, тенденція до формування валютних блоків бере свій початок з середини ХІХ ст., що проявилось у тому, що країна, віддаючи перевагу золоту чи сріблу, автоматично ставала членом валютного блоку. Ще більше ця тенденція проявилась у міжвоєнний період, коли розвинуті країни почали поділятися за критерієм підтримання золотого стандарту та за рівнем мобільності капіталу. Бреттон-вудський устрій природно обмежував дію тенденції до формування валютних блоків через збереження спільного резервного активу. Проте, розвиток монетарної інтеграції у Західній Європі розпочався ще за часів чільності валютних угод, підписаних у Бреттон Вудсі, що говорить про неефективність даного устрою щодо забезпечення такої монетарної консолідації, яка би була консистентною із політикою регіональної інтеграції.

Сучасний етап формування валютних блоків має дещо іншу природу. Конкурентний принцип інтернаціоналізації валюти та перетворення її на резервну призвів до появи валютного монополізму, що проявляється у тріадному валютному поділі світу, але віддзеркалює більш складну тенденцію формування силових геоекономічних полів, або полюсів, якими залишаються США, ЄС та Японія. Відповідно, щільність економічних зв'язків, географічна близькість чи політична прихильність так чи

²⁹⁹ Цит. по: The Federalist Debate. Papers for Federalists in Europe and the World. — Torino. — 2001. — №1. — March. — P. 20.

інакше детермінують ситуацію, коли та чи інша валюта тріади стає домінуючою у обслуговуванні міжнародних трансакцій, а також перетворюється на інтервенційну валюту чи валюту прив'язки. Якщо перше (обслуговування міжнародних операцій) відображає ринковий процес комутації у зональний поділ світу та, власне, відтворення такого поділу на функціональному та структурному рівні, то друге (валюта прив'язки та інтервенцій³⁰⁰) — більш складний феномен, який демонструє характер політичного вибору щодо гео економічних орієнтирів в світлі тих чи інших макроекономічних пріоритетів та рестрикцій.

Зональний поділ валютного континууму світу в сучасних умовах суттєво ускладнює картографію функціонування світової монетарної системи та фінансової архітектури та їх зв'язку з глобальною економікою.

По-перше, утворення валютних зон фактично унеможлиблює формування такої валютної системи, що базувалась би на єдиному загальновизнаному резервному активі. Слід зазначити, що відомий російський економіст Л.Абалкін прямо стверджує, що формування такого резервного активу покликано обмежити “ринковий фундаменталізм” у сфері функціонування міжнародної валютної системи³⁰¹. Зокрема, наприкінці 1980-х рр. окремі європейські економісти відзначали необхідність та можливість реконструювання міжнародного валютного устрою за двома можливими сценаріями: створення на базі функціонування МВФ нової резервної валюти, яка би повною мірою виконувала ці функції і не повторила долю СДР; поділ світу на валютні блоки з валютними паритетами, які могли би регулюватись або відповідно до координації політик, або відповідно до міжнародного нагляду³⁰². Однак, відповідно до ринкових імпульсів світ демонструє другу тенденцію, але не обтяжену жодними формальними рисами, наявність яких би говорила про трансформацію існуючого устрою. Наприклад, Д. Смыслов констатує: “Позиції централізованого, універсального вирішення міжнародних валютно-фінансових проблем, створення єдиної світової грошової одиниці протистоїть тенденція до валютного поліцентризму, спонтанного утворення декількох валютних полюсів, на базі яких відбувається формування консолідованих валютних зон”³⁰³. Отже, блоковий поділ валютного простору світу йде всупереч із затребуваністю, згідно П.Волкера, моновалютної основи подальшого поступу глобалізації, а з точки зору збереження плаваючих валютних курсів та мобільності капіталів — створює рамкові умови відтворення волатильності валютних

³⁰⁰ Критерії зональності можна розширити, виходячи з міркувань того, у якій формі актуалізується належність до зони: повна (або часткова) доларизація (євроізація); функціонування валютної ради; інтервенційна валюта або валюта прив'язки тощо. Відповідно, належність до тієї чи іншої зони можна класифікувати за формальним критерієм. У випадку доларизації, валютного союзу — утворення зони матиме формальний вираз; у випадку валютної ради — м'який формальний вираз, який скоріше впливає з макроекономічного змісту такого валютного режиму, ніж з його інституціонального каркасу; у випадку валюти прив'язки та інтервенційної валюти — неформальний.

³⁰¹ Абалкин Л. Ещё раз о бегстве капитала из России // Деньги и кредит. — 2000. — №2. — С. 24-26.

³⁰² Euro money. — 1987. — Sept. — P. 126.

³⁰³ Смыслов Д.В. Мировые деньги в прошлом, настоящем и будущем // Деньги и кредит. — 2002. — №6. — С. 34.

курсів та фінансових потоків. Останні, водночас, за рахунок диверсифікації ринків та фінансової інженерії (створення нових фінансових інструментів для хеджування валютних ризиків) є фактором перетворення сфери міжнародних фінансів у авангард глобалізації, яка (сфера) стає інтегративною павутиною, що забезпечує єдність глобальної економіки. Щодо самих блоків, то вони, в цілому, відповідають тріадному поділу світу і відображають гегемонію США, зони євро та Японії у міжнародній макроекономіці та політиці. Хоча, слід відзначити, що формування блоку єни є найменш чітко окресленим. Така ситуація обумовлюється тим, що нові індустріальні країни Азії за валюту прив'язки обирають долар США, Китай також прив'язав юань до долара, Японія не має корельованих шоків умов торгівлі з найближчими сусідами (хоча має корельовані з ними бізнес-цикли), а майже десятилітня рецесія робить і ринкові і офіційні операції з єною високо ризиковими. Зокрема, відсутність чітко окресленого блоку єни зумовлюється наростаючою гегемонією Китаю, який, попри збереження обмежень на конвертованість юаня потенційно претендує на роль регіонального лідера і, певною мірою, схильний розглядати Південно-Східну Азію не як зону єни, а як зону юаня³⁰⁴.

По-друге, утворення валютних блоків з відмінним рівнем формалізації всередині блоку та диверсифікація відносин з країнами з “інших блоків”, що можна розглядати як адекватний глобалізації процес взаємопроникнення, робить необхідним аналізувати проблему оптимальності валютних зон у контексті підтримання стабільності глобальної фінансової архітектури. Так, домінування валютної тріади створює нове системне середовище актуалізації тенденції до формування валютних союзів. З одного боку, останні є закономірною реакцією на валютну турбулентність і намагання подолати виклики глобалізації, зокрема, в світлі орієнтації монетарної політики на внутрішню рівновагу. З іншого боку, створення валютного союзу так чи інакше ставить питання про його відносини з тим чи іншим валютним блоком, оскільки вони залишаються пов'язаними через наявність каналів, що їх з'єднують, а саме: валютний курс, умови торгівлі, еластичність експорту/імпорту по доходу, рух капіталів, процентні ставки тощо. Наприклад, Д.Веннер стверджує: “Нові монетарні союзи повинні будуть визначити прийнятні стосунки з трьома провідними валютами. Інакше кажучи, вони стануть частиною більш широкої валютної зони, яка може бути визначена як оптимальна валютна зона, або як сфера монетарного впливу”³⁰⁵.

³⁰⁴ Детальніше див.: Бондаренко А. Какие мировые валюты можно считать мировыми? // МЭиМО. — 2003. — №9. — С. 49. Згідно А.Бондаренка втрата Японією провідних позицій в Азійсько-Тихоокеанському регіоні є основною передумовою відновлення панування долара США, що також робить в перспективі конкурентні переваги єни більш хиткими, порівняно з юанем Китаю, який продовжує експансію, в першу чергу, у сфері нагромадження валютних резервів та міжнародній торгівлі.

³⁰⁵ Venner D. How can Monetary Policy be Conducted in the Union? // Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems. Conference at the IMF in Washington, D.C., September 16-17, 2002. // IMF Seminars and Conferences Paper. — 2002. — P. 5.

Отже, широка оптимальна валютна зона — нове явище у глобальній економіці. Її можна ототожнити з тим, якою мірою дана країна чи регіон відповідають ознакам оптимальності по відношенню до певного валютного блоку чи угруповання, в якому домінуючою є одна з трьох провідних валют, що, зрештою, також приводить до валютного блоку долара, євро чи єни. Відповідно, широка оптимальна валютна зона повинна розумітися як територія, яка відображає вищий рівень відповідності канонічним критеріям оптимальності, порівняно з іншими територіями, приймаючи до уваги те, що така територія є геоекономічним силовим полем, яке формує передумови та внутрішньо інтегрує зовнішньоторговельну гравітацію, залежність динаміки макропараметрів окремої країни від динаміки монетарних параметрів центра такого поля, інтеграцію фінансових ринків між центром та периферією поля.

Так, на сьогодні формування будь-якого валютного союзу із запровадженням спільної валюти не означатиме послаблення тріади (за виключенням, коли Китай та Японія з новими індустріальними країнами Азії дійдуть спільної мови щодо валютної уніфікації). Відповідно, наявність тріадного поділу світу формує екзогенне середовище валютних взаємовідносин будь якого нового монетарного союзу з рештою світу. Це, у свою чергу, ставить питання про те, з яким валютним блоком монетарний союз найбільшою мірою становитиме оптимальну валютну зону. Попри те, що в умовах глобалізації концептуальні рамки теорії оптимальних валютних зон є занадто вузькі та в більшості випадків не адекватні щодо обґрунтування процесів монетарної уніфікації, досвід азійської кризи підкреслює важливість орієнтації на таку більш широку оптимальну валютну зону, інтеграція з якою не підвищувала би вразливість країни чи регіону до глобальних фінансових потрясінь в умовах, коли відбуваються структурні (чи суттєві кон'юнктурні) зміни у сфері рівня валютних курсів тріади. Наприклад, прив'язка азійських валют щодо долара США суттєво погіршила їх конкурентні переваги на глобальних ринках внаслідок тривалої та суттєвої ревальвації американської грошової одиниці. Якщо ревальвація долара не є безпосередньою передумовою кризи в Азії у 1997-1998 рр., так само як не є її причиною, то, принаймні, — фактором, який погіршив спроможність даних країн підтримувати звичні для них значні профіцити платіжних балансів та нагромаджувати резерви. Внаслідок цього переоцінка азійських валют щодо решти валют світу підвищила загальну вразливість їх фінансових систем та макроекономічної сфери до масштабного відтоку капіталів. З цього випливає ряд зауважень. У випадку, коли валютний союз не має істотно диверсифікованих зв'язків з рештою світу, то проблема самоідентифікації у валютному тріадоцентризмі гостро не стоїть, адже належність до оптимальної валютної зони в широкому розумінні (тобто як до валютної зони загалом) визначається сама по собі. В протилежному випадку, орієнтація на глобальні ринки в цілому (можна стверджувати, що чим більш розвинутою стає країна, тим більшою

мірою її компанії і будуть сповідувати стратегії оперування на глобальних ринках, що, власне, і властиве багатонаціональним азійським компаніям) посилює ефект диверсифікації світогосподарських зв'язків, внаслідок чого моновалютна орієнтація на певний блок може виступити суттєвим дестабілізуючим фактором.

Так, внаслідок виникнення широкої оптимальної валютної зони відбувається сплав монетарного виміру макрофінансової стабільності та зовнішньоекономічних пріоритетів країни. Це спонукає до перегляду уявлення про переваги диверсифікації зовнішньоекономічної діяльності на користь регіональної інтеграції. Це пов'язано з сукупністю змін, які відбулися у глобальній економіці як такій, і які мають місце у середовищі створення якісно іншого підґрунтя формування можливостей для вибору оптимальної економічної політики, пов'язаної з адаптацією до глобалізації та включення у неї, на рівні окремої країни. Наприклад, переоцінка валюти внаслідок ревальвації валюти прив'язки потягне за собою підвищення вразливості до зовнішніх шоків, а недооцінка — внаслідок девальвації — може прискорити внутрішню інфляцію та погіршити відносні ціни у торгівлі з країнами, належними до іншого валютного блоку. Як наслідок, це може стати причиною глобальної валютної нестабільності, що яскраво засвідчив досвід Азійської кризи, негативні наслідки якої відбилися і на розвинутих країнах у вигляді гальмування їхнього високотехнологічного експорту в Азію. Одним з можливих варіантів розв'язання проблеми може вважатись ущільнення регіональної інтеграції (яка в даному випадку повинна розумітись як така, що здійснюється у певному регіональному сегменті широкої валютної зони, або валютного блоку), внаслідок якої підвищення ємності внутрішнього ринку перебудує диспропорційні зв'язки між споживанням експорту та належністю до тої чи іншої валютної зони його споживачів. Формування валютних союзів у такому контексті повинно підвищити значимість монетарних рамкових умов регіональної консолідації, яка би мінімізувала вразливість до зовнішніх шоків, не виходячи за межі існуючих валютних блоків.

По-третє, з процесом формування валютних блоків пов'язана деформація зв'язків між валютним курсом, мобільністю капіталів та автономією монетарної політики, що описуються у категоріях проблеми “трилеми”. Остання, будучи своєрідною сутнісною матрицею здійснення монетарної політики у відкритій економіці, суттєво трансформується в залежності від рівня агрегування валютного простору світу. Така трансформація обумовлена розвитком глобальних фінансових ринків, які, власне, є основною модифікацією у сфері можливостей забезпечувати автономію внутрішньої монетарної політики з допомогою валютних курсів. Згідно досліджень Дж.Франкеля, С.Шмуклера та Л.Сервена за 1970-2000 рр. в середовищі зв'язків між динамікою процентних ставок розвинутих країн намітилась тенденція до регіоналізації. Дана тенденція стала очевидною у Європі з 1980-х рр. за рахунок домінування

у ній Німеччини. При цьому, спостерігається загальне підвищення еластичності реакцій процентних ставок на динаміку ставок у США, незалежно від режиму валютного курсу, і ці зміни яскраво проявились впродовж 1990-х рр.³⁰⁶. Тобто, можна зробити висновок, що, з одного боку, підвищення рівня корельованості процентних ставок у світі динамікою ставки у США демонструє ефект послаблення “трилеми”, коли режим плаваючих курсів не спроможний повною мірою забезпечити монетарну автономію від зовнішніх шоків. З іншого боку, — такі процеси відбуваються на тлі регіоналізації, тобто коли в одних регіонах кореляція ставок з іншим силовим центром, ніж США, є очевидною, що засвідчує процес блокового поділу світу.

Більш детальні дослідження фахівця ЄЦБ М.Фратцшера демонструють подібну картину, але вносять суттєві уточнення. Перехід до плаваючих курсів привносить автономію у динаміку процентних ставок тільки у випадку довіри до центрального банку і дуже часто не залежить від того, чи є економіка великою чи малою. При цьому, досвід валютних криз 1990-х рр. свідчить, що країни є суттєво залежними від динаміки ставок або по долару, або по євро, у посткризовий період, у якому відбувається рух до більш гнучких валютних курсів. Фратцшер стверджує: “Однією з інтерпретацій таких емпіричних результатів є те, що рух від фіксованих до гнучких валютно-курсових режимів може не супроводжуватись підвищенням рівня монетарної автономії сам по собі. Запровадження плаваючих курсів на додачу потребує довіри та підвищення репутації в очах фінансових ринків. Альтернативним поясненням може бути те, що зростання рівня фінансової та реальної інтеграції між економіками призводить до підвищення взаємозалежності у русі процентних ставок. Через це можна засвідчити, що в умовах зростаючої взаємозалежності світу ми рухаємося від “Неможливої потрійності” до “Неможливої подвійності” навіть за плаваючих валютних курсів...”³⁰⁷. З точки зору функціонування фінансових ринків це фактично означає підвищення ефективності процентного арбітражу на різних ринках. Останнє неможливо відносити на рахунок виключно покращення інформаційної та технічної оснащеності трейдерів. Відбулися якісні зміни, які стосуються: зближення економічних циклів, внаслідок чого “цикли процентних ставок” стали більш корельованими; об’єднання різних ринків по каналах диверсифікації активів; підвищення чутливості інвесторів до відхилення ставки на окремому ринку від глобальної середньої, що є своєрідним тригером зростання волатильності потоків капіталу та зростання обсягів самих потоків, що і робить процес вирівнювання ставок на ринках цілих країн реальним; виникнення нових фінансових інструментів, які дозволяють перестра-

³⁰⁶ Frankel J., Schmukler S., Serven L. Global Transmission of Interest Rates: Monetary Independence and Currency Regime // Bank of Nederland’s Conference Papers. — 2002. // www.dnb.nl/conference/pdf/con5_frankel.pdf.

³⁰⁷ Fratzscher M. The Euro Bloc, The Dollar Bloc and The Yen Bloc: How Much Monetary Policy Independence can Exchange Rate Flexibility Buy in an Interdependent World // ECB Working Paper Series. — 2002. — №154. — P. 5.

хувати процентний ризик валютних флуктуацій, внаслідок чого для арбітражера режим валютного курсу перестає мати суттєве значення.

Звідси випливає, що розвиток фінансових ринків настільки зблизив коливання процентних ставок безвідносно до режиму валютних курсів, що сам звичний аналіз монетарної політики у відкритій економіці потребує з'ясування рівня, на якому він проводиться. Природно припустити, що чим більше країна належатиме до широкої оптимальної валютної зони (блоку) в розумінні відповідності критеріям оптимальності, тим більшою мірою втрачається її автономія у динаміці процентних ставок, навіть попри режим плаваючого курсу.

Це ще більше актуалізує питання про наявність силових полів в глобальній економіці, які діють вже не тільки через систему валютного монополізму, але й через узурпацію поведінки процентних ставок. Таке явище призводить до потенційної руйнації залежності зв'язків між режимом валютного курсу, мобільністю капіталів та монетарною автономією за типом “трилеми”. Однак, з одного боку, це явище свідчить про підвищення потенційних вигод від монетарної інтеграції у валютному блоці. З іншого боку, це явище змінює вимір валютного простору глобальної економіки. Останній набуває ярусності, утворення якої ранжується за критерієм того, наскільки макроекономічні процеси на рівні того чи іншого гео економічного простору відповідають принципам “трилеми”. Нижній ярус в такій системі відповідатиме ознакам інтеграційного поля, який внаслідок функціонування фінансових ринків та певною мірою, політики центральних банків (наприклад, обмеження коливань валютних курсів, вибір тої чи іншої валюти інтервенції тощо), задає своєрідний периметр валютного блоку. На такому ярусі принцип “трилеми” послаблюється або руйнується через корельованість ставок, інспірованих відносно вищим ступенем інтеграції та пов'язаності з валютою країни-лідера блоку, яка забезпечується через прив'язку, деномінацію валютних резервів та інтервенційних операцій. Оскільки глобальну економіку в цілому поки що не можна вважати однорідною з точки зору абсолютної корельованості ставок, адже тоді би не існувало відносно чітких валютних блоків, то верхній ярус відображатиме збереження дієвості принципу “трилеми”. Зрозуміло, що такий ярус утворюватимуть валютні блоки в цілому, або США, зона євро та Японія у відносно чистому вигляді.

Проте, слід відмітити, що у даному ярусі чистий прояв проблеми “трилеми” зазнаватиме флуктуацій в залежності від ефективності функціонування фінансових ринків. Тобто, чим меншою буде кількість макроекономічних шоків (в даному випадку, можливо, значення внутрішніх шоків ще більше зростає, оскільки вони діють не у сфері утворення валютного курсу та руху капіталів безпосередньо, а результують у них), тим потенційна інтеграція ринків буде вища, тягнучи за собою підвищення корельованості процентних ставок і послаблення “трилеми”. У випадку шоків ситу-

ація буде протилежною, оскільки учасники глобальних ринків, відчуваючи невпевненість, прагнутимуть диверсифікації чи виходу з ринку, щодо якого існує невпевненість, своєю поведінкою оголятимуть периметр валютних блоків. Це відбуватиметься через зменшення зацікавленості в арбітражних операціях (або це може супроводжуватись переходом інвесторів на інші сегменти фінансового ринку, — наприклад, на ринок золота, що і відбулося у 2002-2004 рр..) через підвищення невизначеності щодо однієї з провідних валют та майбутнього макроекономічного курсу її емітента (що, власне, і трапилось після терактів у Нью-Йорку і стало однією з причин послаблення долара). Невизначеність та зменшення операцій із валютою стають передумовою тенденції до валютної регіоналізації та відновлення актуальності проблеми “трилеми”. Природно, що нестійкий з точки зору яскравого прояву “трилеми” вищий ярус та хиткий з точки зору фінансової вразливості внаслідок валютної прив’язки (яка може бути нав’язана ринком) і корельованості ставок нижній ярус підвищують нестабільність усієї системи. Особливо гостро це проявлятиметься в період валютних потрясінь та макроекономічних шоків, внаслідок чого найбільшої шкоди зазнаватимуть країни, які перебувають на нижньому ярусі, адже їхні макроекономічні індикатори дуже часто є похідними ситуації на глобальних ринках за обмеженої можливості відреагувати на шоки з допомогою пристосування валютних курсів (як з міркувань “страху перед плаванням”, так і з міркувань того, що потенційні зміни валютних курсів вже відображені у поточній поведінці процентних ставок).

4.1.3. Асиметричний статус США у глобальній економіці: аспекти макровзаємозалежності та монетарного домінування долара

Незважаючи на утворення силових центрів у глобальній економіці з відповідними трансформаціями рис глобальної фінансової архітектури, спостерігається асиметричне положення долара у сучасній міжнародній монетарній системі. Наприклад, якщо частка США у світовому ВВП складає 32,5%, у світовій капіталізації ринку акцій — 50,1%, у світових обсягах облігацій та банківських резервів — 35,4%, то частка валових запозичень на міжнародних ринках, що здійснюється у доларах США складає 46,2%, а частка глобальних валютних резервів — 72,4% (див. вище). Така ситуація ставить Сполучені Штати не тільки у виключне становище порівняно з іншими країнами світу, а також у виключне становище порівняно з іншими силовими центрами тріади.

Системне відтворення такої ситуації сягає часів Бреттон-вудського устрою, коли панівна роль долара була інституціонально закріплена, але зважена на можливість його обміну на золото. Демонетизація золота та перенесення системи дискреційної емісії на рівень міжнародної валютної системи в цілому не послабили роль долара як світової валюти. Попри це, існує кілька загальноекономічних детермінант домінування долара, які відображають сукупність структурних змін на рівні світово-

го господарства та технологічних укладів виробництва. Так, характер потоків капіталу, які сформувались впродовж 1990-х рр. свідчать, що США виступають в ролі кредитора по прямих та портфельних інвестиціях закордон, а запозичують по каналах закордонного придбання американських облігацій. На думку російського економіста Л.Григор'єва, США у такий спосіб перетворюються у “гігантську корпорацію”, яка мобілізує капітал з усього світу під низькі проценти, а розміщує всередині країни та в усьому світі під вищі³⁰⁸. Американські корпорації є лідерами за рівнем капіталізації та річних оборотів у більшості секторів глобальної економіки; більше того, вони поступово перетворюються на канал вестернізації світу, що, скоріше, популяризує долар. Зрушення у географічній структурі розміщення закордонних інвестицій після Азійської кризи також сприяють закріпленню провідної ролі долара. Зміст цього явища відображає сукупність більш складних глибинних процесів. Після кризи змінилось ставлення інвесторів до ризику (детальніше див. параграф 2.3.); вони орієнтуються на менш ризикові і стабільніші ринки розвинутих країн. Останні є технологічними лідерами, внаслідок чого така переорієнтація означає, окрім всього, і можливість інвестувати у перспективні досягнення. Оскільки США є лідером у сфері нових технологій, навіть незважаючи на падіння ринку корпорацій “нової економіки” на початку 2000-х рр., то це суттєво змінює відтворювальні диспозиції країн тріади та всього світу в розумінні трансформаційних процесів у сфері технологічних укладів. На думку А.Бондаренка, це є головним фактором панування долара. Він стверджує: “Сьогодні США залучають капітали всього світу і інвестують їх у створення нових технологій і масову розробку нових технологічних принципів, закріплюючи тим самим своє інфраструктурне лідерство. ... Саме цим пояснюється могутність долара. Він забезпечений не національним багатством в традиційному розумінні цього слова, але постійно створюваними в США новими технологічними принципами. Ці принципи мають не тільки вартість як товар, що продається, — їх головне значення в тому, що вони прив'язують економіки інших країн до американської, роблять їх залежними вже не на фінансовому, а на фундаментальному технологічному рівні”³⁰⁹. Слід зауважити, що домінування США у сфері нових технологій робить більш залежною економіку світу від курсу долара і у інший спосіб. Зовнішнім проявом технологічного лідерства є динаміка ринкової капіталізації корпорацій. Як вже зазначалось, впродовж 1990-х рр. саме ситуація на фондових ринках була головною детермінантою визначення валютних курсів; почасти ця тенденція зберігається і в теперішньому столітті. З цього випливає, що довгострокова панівна роль долара, визначена технологічним лідерством США, може поєднуватися (як це показав досвід 2001-2003 рр.) з поточними флуктуаціями на американських фондових

³⁰⁸ Григорьев Л. Трансформация без иностранного капитала: 10 лет спустя // Вопросы экономики. — 2001. — №6. — С. 18-19.

³⁰⁹ Бондаренко А. Какие мировые валюты можно считать мировыми? // МЭиМО. — 2003. — №9. — С. 50.

ринках, які ретранслюються на ставлення інвесторів до вкладень у американські фінансові інструменти, що в підсумку призводить до коливання і самої ціни долара на міжнародних валютних ринках. Тому, можна стверджувати, що технологічне лідерство США забезпечує довгострокове домінування долара, а ринки акцій, які це лідерство перетворюють у конкретну фінансову форму, провокують коливання курсу долара, що, в сукупності, розхитує стабільність усієї світової фінансової системи, в першу чергу, позначаючись на зовнішньому секторі та, відповідно, динаміці ВВП тих країн, зовнішня торгівля яких опосередковується операціями з американською валютою.

Тим не менше, процеси глобалізації самі по собі сприяють консервації ситуації щодо панування долара. Якщо перша хвиля глобалізації відбувалась під прапором британського фунта, то друга хвиля глобалізації, підвищила значення долара, оскільки: обсяги міжнародних фінансових трансакцій суттєво зросли, порівняно з періодом 1950-1970-х рр.; розвиток міжнародної торгівлі позначився на підвищенні відкритості більшості економік світу, що супроводжується підвищенням ролі долара в системі обслуговування зовнішньоекономічних операцій та формування валютних резервів; включення у світову економіку Китаю та країн Центрально-Східної Європи додатково підвищило попит на американську валюту; рівень доларизації у світовій економіці за останнє десятиліття зріс, а окремі країни запровадили офіційну доларизацію.

З ситуації панування долара випливає ряд принципових рис сучасного валютно-фінансової системи світу:

відтворення “дилеми Триффіна”. В умовах Бреттон-вудської системи дана дилема відображала невідповідність між потребами експансії міжнародної ліквідності та спроможністю США підтримувати таку грошову пропозицію, яка би відповідала можливостям забезпечити розмінність долара на золото. В сучасних умовах дана дилема трансформується, оскільки в основу динаміки міжнародної ліквідності покладено той самий принцип зв'язку між обсягом доларового запасу за кордоном та спроможністю центральних банків проводити політику грошової пропозиції, адекватну внутрішній економічній динаміці. Однак, при цьому ФРС вже не зв'язана жодними зобов'язаннями щодо здійснення монетарної політики з урахуванням стабільності усієї валютної системи світу. Якщо рестрикції на дії ФРС хоча б частково впливали зі сфери обмеженого золотого запасу, то тепер таких формальних обмежень не існує. Існує неформальне обмеження — рівень глобальної інфляції, яка, однак не має ні чітких вимірників, ні чітких меж розподілу її тягаря між країнами. В сукупності, це призводить до того, що глобальна інфляція сама по собі не може розглядатись як дієва рестрикція на політику Федеральної резервної системи. ФРС опинилась в

центрі глобального трансмісійного механізму, який передає імпульси її макрорішень усім учасникам глобальної економіки;

невідповідність між темпами зростання глобальної економіки, темпами зростання економіки США та роллю долара на глобальних ринках. Дана проблема є безпосереднім наслідком сучасного виміру “дилеми Триффіна”. З одного боку, належність США до групи розвинутих країн (навіть попри найвищі темпи зростання ВВП, продемонстровані впродовж 1990-х рр.) означає неможливість істотного перевищення їх темпу економічного зростання темпів зростання економіки світу в цілому, що стало закономірністю розвитку світового господарства після Другої світової війни. За рахунок цього, підтримання рамкових умов можливості здійснювати грошову пропозицію в світі детермінується закладанням у систему грошової пропозиції США певної частки, яка наперед буде “вимита” за їх межі як країни. В сучасних умовах це відбувається не тільки по каналах зміщення сукупного попиту від країни до країни, з огляду на те, що потрапляння валюти певної країни в міжнародний обіг повинно супроводжуватись певною нерівновагою її платіжного балансу, але й по каналах міграції ресурсів між материнськими та дочірніми компаніями в рамках функціонування глобальної мережі ТНК та ТНБ. І чим більше буде інтернаціоналізуватись та глобалізуватись економічна діяльність на мікрорівні, тим більш складними, диверсифікованими, і, водночас, масштабними будуть процеси потрапляння доларів у світовий обіг. Тобто, сучасні глобальні ринки набагато більше сприяють “вимиванню” доларів за межі США, порівняно з випадком, коли перевищення сукупного попиту у Сполучених Штатах над обсягами виробництва насичувало доларами міжнародний обіг через фінансування імпорту з решти світу. Це означає, що збереження обмежень на міжнародний рух капіталів призводило до ситуації, коли зв’язок між доларовою експансією закордон був набагато щільніше прив’язаний до динаміки сукупного попиту у США та в світі, що віддзеркалювалось у сальдо поточного рахунку платіжного балансу Сполучених Штатів. Лібералізація фінансових трансакцій, детермінуючи зростання мобільності капіталів, і позначилась на тому, що канали потрапляння доларів у міжнародний обіг розширились, безвідносно до того, що сучасна методологія платіжного балансу (успадкована з часів панування кейнсіанства та низької мобільності капіталів) ідентифікує його нерівновагу у сальдо поточного рахунку. Як наслідок, кругообіг доларів, вивезених з США по різних каналах, осідає у валютних резервах решти світу, стаючи передумовою для здійснення монетарної політики, адекватної потребам забезпечення і економічного зростання економіки, і забезпечення макроекономічної стабільності з огляду на проблеми “страху перед плаванням” та мобільність капіталів;

утворення доларової вісі взаємозалежності у глобальній економіці з перекосом у бік підвищення залежності монетарних політик окремих країн від дій ФРС. Така

взаємозалежність напряму впливає з високого рівня інтернаціоналізації американської грошової одиниці та її використання як резервного активу. Причому, така залежність має певні форми, які відображають дещо відмінні процеси в структурі існуючого глобального трансмісійного механізму монетарної політики. Так, панівне використання доларів у формуванні валютних резервів фактично зв'язує монетарні політики США та певної країни. Жорсткість такої зв'язки буде визначатись ступенем гнучкості валютного курсу. З одного боку, тенденція до збільшення країн, що здійснюють використання режиму плаваючих курсів, актуалізується саме в умовах глобалізації з огляду на проблему мобільності капіталів. Це, також, підсилюється тенденцією до орієнтації центральних банків на внутрішню рівновагу. Внаслідок цього залежність між монетарними діями ФРС та центральних банків інших країн не повинна виглядати такою істотною. Однак, з іншого боку, і “страх перед плаванням”, і намагання запобігати суттєвій ревальвації з огляду на загострення глобальної конкуренції суттєво обмежують ефективність плаваючих курсів щодо забезпечення автономії від зовнішніх шоків³¹⁰. Через це, навіть попри перехід до плаваючих курсів спостерігається тенденція до корельованості процентних ставок в більшості країн світу та США, що опосередковується пов'язаністю між динамікою грошової пропозиції ФРС та динамікою валютних резервів решти центральних банків. Доларизація міжнародних трансакцій не пов'язує монетарні політики окремої країни та США напряму через динаміку валютних резервів (за межами США), але створює передумови для вирівнювання процентних ставок через систему арбітражних операцій, ефективність яких тільки підсилюється з огляду на високу мобільність капіталів та технологічні зрушення у сфері глобального фінансового посередництва. Наслідок цього буде подібний. Монетарна політика окремої країни опиняється в кільватері процентної політики ФРС, через що дієвість останньої щодо стабілізації ВВП суттєво знижується, що, в цілому, характерно і для інших аспектів впливу глобалізації фінансових ринків на центральні банки, а її дієвість щодо стабілізації інфляції вже буде залежати як від ставлення до проблеми ревальвації курсу національної валюти щодо долара, так і від цілого комплексу проблем, пов'язаних з системою монетарних інструментів та їх ефективності щодо внутрішніх фінансових ринків, які дедалі більше втрачають чіткі межі.

Так, якщо “дилема Триффіна” в сучасних умовах, в цілому, дозволяє розглядати домінування ФРС з позитивної точки зору з огляду на даність: долар — міжнаро-

³¹⁰ Тобто, проінфляційні імпульси, що надходять до окремої країни з боку ФРС можуть сприйматись як менш ризикові щодо загострення інфляційної ситуації, ніж коливання валютних курсів. Це так само актуально щодо проблеми запобігання ревальвації. Інфляціогенні наслідки політики ФРС на рівні окремої країни можуть розглядатись як менш небезпечні для погіршення глобальної конкурентоспроможності країни чи її компаній (з огляду на реальну ревальвацію), ніж номінальна ревальвація. Зокрема, така ситуація багато в чому обумовлюється орієнтацією самої ФРС на цінову стабільність, що, однак, далеко не означає відповідні наслідки для решти країн, зокрема, з огляду на циклічні зміни експансивного та рестриктивного ухилів політики американського центрального банку.

дна валюта, від запасу якої залежить можливість уникнення дефляційних тенденцій, то така ситуація має і принциповий зворотний бік. По-перше, це стосується проблеми залежності інвестиційних потоків, динаміки торгівлі та ВВП від характеру динаміки процентних ставок ФРС. По-друге, — ролі дефіциту платіжного балансу США у глобальній економіці та, власне, проблеми дефіцитності платіжних балансів в умовах глобалізації як таких.

Стосовно першого, то вже відзначалось підвищення корельованості процентних ставок у різних країнах світу та ставок у США, навіть попри відмінні за ступенем гнучкості курсові режими. З одного боку, орієнтація ФРС на підтримання цінової стабільності створює сприятливе підґрунтя для потенційного експорту стабільності. З іншого боку, ситуація є набагато складніша, оскільки за такою корельованістю криється проблема “циклу процентних ставок” у самих Сполучених Штатах, що є відображенням природної реакції ФРС на циклічні зміни, і, що більш важливо, динаміка процентних ставок у США кореспондує з певною динамікою сукупного попиту, що також має зовнішні наслідки, та визначає алокацію фінансових ресурсів у глобальних масштабах.

З теорії та емпіричного аналізу впливу макроекономічної ситуації у розвинутих країнах на тенденції щодо інвестицій, експорту та динаміки ВВП у країнах третього світу відомі наступні закономірності.

Основними каналами зв'язку між розвинутими країнами та країнами з ринками, що виникають, та з іншими країнами, що розвиваються, є динаміка ВВП, процентні ставки та валютні курси. Торгівельна політика розвинутих країн, зокрема США, як найбільшого споживчого ринку в світі, має значення, але в умовах панування норм ВТО протекціоністський маневр суттєвого обмежено. (Таблиця В.1. додатку В демонструє та узагальнює такі канали зв'язку.) Передавальний механізм зв'язку через динаміку доходу є відносно стійкий і достатньо вивчений: підвищувальна динаміка ВВП у розвинутих країнах через зростання попиту передається підвищенню пропозиції у третьому світі, оскільки розширюються експортні можливості; кон'юнктура у розвинутих країнах передається динаміці відносних цін на товари з різним ступенем обробки, які постачається на глобальний ринок, внаслідок чого вона часто є безпосереднім фактором коливання умов торгівлі. В обох випадках домінуючою зв'язною ланкою між даними групами країн є торгівля. Із зазначеним ефектом щільно пов'язаний валютний курс, оскільки, незважаючи на відсутність суттєвого зв'язку між валютними коливаннями та динамікою світової торгівлі навіть у середньостроковому періоді, він все одно є панівним елементом цінних зв'язків між експортними і імпортними товарами. Попри те, що його динаміка часто визначається вже згаданими факторами руху ВВП та коливаннями процентних ставок, його перманентні відхилення від рівноважних значень дозволяють вважати його са-

модостатнім каналом зв'язку, достатньо незалежним від двох попередніх. Природно, що валютний курс діє через безпосередній вимір цін та через зміну умов торгівлі, а тому він і щільно пов'язаний з динамікою торгівельних стосунків між розвинутими та іншими країнами.

В системі залежності між розвинутими країнами та країнами, що розвиваються, такий канал зв'язку як процентні ставки є достатньо суперечливий: А) різниця в процентних ставках є фактором руху капіталу між ринками; Б) коливання процентних ставок відображають зміну циклічної позиції тої чи іншої країни, отже пов'язані з динамікою доходу, що вмикає в дію канал торгівлі; В) процентні ставки у своїй циклічній динаміці як реакції монетарних органів на коливання кон'юнктури можуть не співпадати з коливаннями самої кон'юнктури, що, зокрема, демонструє стагфляційна залежність між інфляцією і безробіттям; Г) процентні ставки (зокрема різниця між ними на різних ринках) можуть як впливати на напрям руху капіталів, так і ні, відображаючи динаміку переваг глобальних інвесторів тощо. Відповідно, це дозволяє виділити ефект процентних ставок, який діє самі по собі, отже він буде стосуватись руху капіталу, і ефект, який впливає з динаміки доходу і пов'язаного з ним переключення частини попиту на імпорт. Щодо останнього, то проведення чітких ліній поділу між каналом доходу і каналом процентної ставки, пов'язаної з доходом, є ускладнений (зокрема, через те, що внутрішня фіскальна політика теж може справляти вплив на процентні ставки відповідно до тої чи іншої циклічної позиції країни згідно ефекту витіснення), а тому вектор аналізу повинен бути спрямований на прояв ефекту процентних ставок в чистому вигляді.

Слід зазначити, що підвищення ролі процентних ставок в глобальній економіці як каналу зв'язку між розвинутими країнами та країнами третього світу обумовлений двома факторами: зміною ролі процентних ставок в системі монетарної політики у розвинутих країнах та, зрештою, у більшості тих країн, де відбулося становлення сучасного історичного типу центральних банків (експліцитне чи імпліцитне таргетування інфляції, встановлення ставок відповідно до зміни інфляційних очікувань, транспарентність тощо³¹¹); підвищенням фінансової відкритості, зростанням мобільності капіталів та посиленням доларизації пасивів через інтеграцію з міжнародними ринками капіталу, внаслідок чого суттєво зросло значення фінансового сектора в економіці кожної країни окремо та на глобальному рівні загалом, внаслідок чого залежність макроекономічної ситуації і фінансової стабільності у країнах тре-

³¹¹ Так, відхід від таргетування валютного курсу чи грошової маси покликаний зменшити волатильність процентних ставок. Їх вирівнювання у глобальному масштабі також частково пов'язано з детермінантами зниження їх волатильності. Однак, підвищення взаємозалежності у світі означатиме відносно послаблення специфічних шоків, порівняно з загальними шоками, коли специфічний асиметричний шок передається від однієї країни іншій. Через це волатильність процентних ставок не усуватиметься навіть в світлі тенденції до їх глобального вирівнювання; вона передаватиметься на глобальний рівень, прив'язуючи до своєї амплітуди ставки в інших країнах, навіть якщо зберігається система плаваючих валютних курсів.

того світу від динаміки процентних ставок підвищилась. Зауважимо, що чи не вперше залежність макроекономічної ситуації у країнах третього світу від динаміки процентних ставок у розвинутих країнах була виявлена Р.Дорнбушем, згідно якого основним передавальним каналом негативного впливу підвищення ставок у розвинутих країнах на ситуацію у країнах, що розвиваються, є рівень обтяжливості останніх зовнішнім боргом³¹². З огляду на те, що більшість таких країн є чистими дебіторами розвинутих країн дана закономірність є структуровизначальною в сучасній міжнародній фінансовій архітектурі. Зокрема, дослідження Дж.Франкеля та Н.Робіні підтверджують дану тезу. Динаміка між припливом капіталів у країни третього світу знаходиться в оберненій залежності із динамікою процентних ставок у країнах Великої Сімки, зокрема США, причому такий зв'язок є системний та дуже часто статистично значимий, особливо у випадку країн Латинської Америки³¹³.

В світлі підвищення ролі міжнародних фінансових ринків і в системі забезпечення макроекономічної та фінансової стабільності, і в системі взаємозв'язків між розвинутими країнами та країнами третього світу можна виділити два основних передавальних ефекти коливання ставок проценту на рух капіталів: зниження ставок призводить до здешевлення запозичень, через що розширюються можливості для міжчасового згладжування та стимулювання інвестицій; зниження ставок у розвинутих країнах підвищує зацікавленість інвесторів у вкладання коштів у країни, що розвиваються. Згідно досліджень Г.Кальво, Л.Лейдермана та К.Рейнхарт, в обох випадках динаміка ставки у США є визначальним фактором актуалізації обох ефектів при збереженні очевидної залежності між знижувальною динамікою ставок у Сполучених Штатах та припливом капіталів у країни третього світу. Причому, істотний та масштабний приплив капіталів у країни з ринками, що розвиваються, особливо у країни Латинської Америки, з кінця 1980-х рр. в основному визначався тим, що у цей період ставки проценту були низькими. Більше того, вони стверджують, що навіть процеси приватизації та лібералізації у таких країнах не були головним фактором приваблення капіталу, порівняно з фактом низьких ставок у розвинутих країнах³¹⁴. У наступній своїй праці з даного питання указані дослідники вважають, що відповідно до процесів глобалізації роль преференцій інвесторів у визначенні спрямування потоків капіталу зростатиме внаслідок зростання можливостей у сфері диверсифікації та підвищення загального рівня невизначеності³¹⁵. Це суттєво посилюватиме залежність між спрямуванням потоків капіталу та інтенціями інвесторів, які

³¹² Dornbusch R. Policy and Performance Links Between LDC Debtors and Industrial Nations // *Brooking Papers on Economic Activity*. — 1985. — №2. — P. 303-356.

³¹³ Frankel J., Roubini N. The Role of Industrial Country Policies in Emerging Market Crises // *NBER Working Papers*. — 2001. — №8634. — P. 6-11.

³¹⁴ Calvo G., Leiderman L., Reinhart C. Capital Flows and Exchange Rate in Latin America: The Role of External Factors // *IMF Staff Papers*. — 1993. — Vol. 40. — №1. — P. 108-150.

³¹⁵ Calvo G., Leiderman L., Reinhart C. Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s // *Journal of Economic Perspectives*. — 1996. — Spring. — P. 123-140.

можуть не відображати та не враховувати фундаментальні макроекономічні процеси та структурні зміни у світовому господарстві.

В іншому дослідженні з даного питання К.Рейнхарт та В.Рейнхарт виявляють, що динаміка процентних ставок набагато складніше впливає на потоки капіталу у країни третього світу. Це пов'язано з тим, що приплив прямих іноземних та портфельних інвестицій позитивно кореспондує з фазою зростання у США, на яку припадає підвищувальна динаміка процентних ставок, тоді як обсяги банківського кредитування суттєво знижуються, оскільки зростають можливості більш ефективного розміщення ресурсів всередині самих США. Незважаючи на те, що впродовж 1990-х рр. суттєво зросла роль саме прямих і портфельних інвестицій в глобальних потоках капіталів, чистий ефект щодо впливу коливання ставок у США на приплив капіталу до країн, що розвиваються, є негативний: потоки капіталу є чутливими до ставок, а їх динаміка є асиметричною. При цьому, значення процентних ставок у США щодо позитивного впливу на динаміку ВВП у країнах третього світу в загальному є навіть більш суттєвим, ніж динаміка ВВП самих США. Дані економісти констатують: "Номінальні ставки у Сполучених Штатах грають більш домінуючу та системну роль у поясненні потоків капіталу до країн з ринками, що виникають, ніж економічне зростання у США. Як загальне правило можна стверджувати — підвищення ставок у США асоціюється з падінням припливу капіталів у такі країни ... передбачаючи, що, коли США переживають економічне зростання, капітал лишається дома"³¹⁶. Зазначене ще раз підтверджує значущість асиметрії між значенням масштабів фізичної економіки США та впливовістю їх монетарної політики на решту світу у глобальних координатах.

Процентні ставки у розвинутих країнах, перш за все у США, не тільки впливають на кінцеві макроекономічні змінні (ВВП, експорт, споживання, інвестиції, потоки капіталу) у країнах третього світу, але й на капіталізацію їхніх фондових ринків. Дана тенденція діє на стику посилення інтеграції міжнародних фінансових ринків та розростання фінансового сектора у країнах, що розвиваються, внаслідок чого його значення для динаміки споживання, інвестицій та майбутньої інфляції (через актуалізацію ефекту добробуту тощо) зростає. Відповідно, флуктуації у сфері макроекономічних процесів, індукованих волатильністю фондових ринків таких країн, будуть привноситись ззовні, тим більше, що корельованість ставок грошового ринку є високою. Дані табл. В.2. додатку В демонструють, що чутливість реакції фондових ринків та ринків капіталу у країнах з ринками, що виникають, до ставки грошового ринку США є вищою, ніж реакції глобального індексу акцій до позичкових ставок країн Великої Сімки загалом та США зокрема. Більше того, чутливість динаміки

³¹⁶ Reinhart C., Reinhart V. What Hurts Most? G-3 Exchange Rate or Interest Rate Volatility. — NBER Working Papers. — 2001. — №8535. — P. 18.

фондових ринків у країнах з ринками, що виникають, до коливань ставки у США часто виявляється вищою, ніж коливання капіталізації фондового ринку у самих сполучених Штатах. Як видно з цієї ж табл., якщо коефіцієнт еластичності реакції індексу S&P 500 на коливання ставки по федеральних фондах США складає $-0,16$, то для показника глобального індексу облігацій країн з ринками, що виникають, такий коефіцієнт складає $-0,23$. Також слід відмітити, що якщо взяти до уваги позичкову ставку усіх країн Великої Сімки, то указаний коефіцієнт складатиме тільки $-0,34$, що опосередковано демонструє питому вагу США (67,6%) у визначенні тенденцій на фондових ринках країн третього світу. Тобто, така питома вага в загальному кореспондує з частками доларів США у деномінації потоків позичкового капіталу та у глобальних валютних резервах, але не кореспондує з часткою ВВП США у ВВП світу та, тим більше у ВВП країн G-7. Подібну ситуацію можна пояснити виходячи з того, що з позиції глобальних інвесторів ринок країн з ринками, що виникають, є більш ризиковий та, природно, більш вузький та менш глибокий, ніж американський. Тобто, більші масштаби та диверсифікація американського ринку роблять його менш волатильним, а наявність широких можливостей варіювати джерела фінансування роблять його менш чутливим до політики ФРС. Через це, будь-які зрушення у динаміці ставок у США, розглядаючись інвесторами як індикатори альтернативних комбінацій ризик-доходність, спонукатимуть до пошуку варіанту інвестицій, що мінімізував би ризик більшою мірою за того ж самого рівня доходності.

4.1.4. Глобальні платіжні дисбаланси в світлі монетарної політики

З пануванням ФРС у системі міжнародних фінансів, а США у глобальній фінансовій економіці, щільно пов'язана проблема дефіцитності платіжних балансів. Приймаючи до уваги, що платіжний баланс демонструє не тільки конкретну позицію країни щодо вхідних та вихідних потоків товарів, трансфертів та капіталів, а також співвідношення між доходом та абсорбцією країни у відкритій економіці, можна побачити, що його стан є безпосереднім відображенням характеру структури взаємозалежності у світі.

З позиції глобалізму, дефіцитність платіжних балансів не може розглядатись як негативне явище. Нерівновага балансу платежів у країнах та цілих регіонах потребує фінансування, внаслідок чого індукуються потоки міжнародного капіталу, які і замикають на собі інтегративну сутність фінансової глобалізації. Як видно з табл. 4.3., дефіцитність поточного рахунку за останні десятиліття самовідтворюється на вищому рівні абсолютних значень.

Таблиця 4.3.

Поточний рахунок платіжного балансу країн, що розвиваються, середні значення в млрд. дол. США

Регіон	1977-1982	1983-1990	1991-1996	1997-1999	2000-2004
Баланс поточного рахунку					

Країни з вільним доступом до фінансових ринків	-44	-9	-58	-36	-
Країни, що розвиваються	-28	-35	-93	-61	52,3
Африка	-15	-7	-10	-15	-15,2
Азія	-15	-3	-28	33	44,4
Близький Схід та Європа	29	-14	-18	-10	40,5
Західна Півкуля	-28	-10	-38	-69	-29,6

Джерело: Frankel J., Roubini N. The Role of Industrial Country Policies in Emerging Market Crises // NBER Working Papers. — 2001. — №8634. — P. 4.; World Economic Outlook. — IMF: Washington D.C., 2004. — P. 208.

Як видно з табл. 4.3., нерівноважність поточного рахунку платіжного балансу країн третього світу є значною і демонструє тенденцію до збільшення як у напрямку дефіциту, так і надлишку. Характерно, що, якщо взяти до уваги країни, що розвиваються, в цілому, то можна побачити наступну закономірність: дефіцитність платіжних балансів зростала до початку негараздів у Азії, які вилились у кризу, після чого почала зменшуватись, перетворюючись на профіцитність з 2000 р. Це особливо яскраво демонструє приклад самих Азійських країн, в яких надлишок поточного рахунку утворився практично одразу після крупних девальвацій кризового періоду. Подібна тенденція стосується і країн Латинської Америки: дефіцит поточного рахунку зростає до кінця 1990-х, після чого, хоч і не переріс у профіцит, як у країн Азії, але зменшився до рівня кінця 1970-х початку 1980-х рр.

Слід відмітити, що впродовж 1990-х рр. розвинуті країни та країни, що розвиваються, змінили свій статус щодо позиції платіжного балансу. Як видно з даних табл. 4.3., останні стали чистими кредиторами з 1999-2000 р., саме тоді, коли перші перетворились на чистих дебіторів. Так, якщо у 1995 р. поточний рахунок балансу платежів розвинутих країн в цілому склав 49,4 млрд. дол. США, у 1996 р. — 33,7 млрд., у 1997 — 88,7, у 1998 — 40,6, то вже у 1999 р. — -94,8 млрд., у 2000 — -234,5, у 2001 — -190,9, у 2002 — -186,6, у 2003 — -245,2, у 2004 — -224,6 млрд. дол. США³¹⁷. Зазначені процеси, з одного боку, відображають більш рельєфний прояв структурної взаємозалежності світу щодо обміну вимогами та зобов'язаннями, а з іншого, — зміну векторів макростратегій економічного зростання у третьому світі.

Так, посткризове підвищення невизначеності та зміна настроїв інвесторів унеможливила здійснення політики випереджаючого зростання внутрішнього попиту, що індукує приріст інвестиційного імпорту, оскільки зовнішні рестрикції на фінансування дефіциту поточного рахунку посилились. Необхідність проведення більш зваженої макроекономічної політики обернулася посиленням залежності таких країн від зовнішніх ринків, що відображається у підвищенні їх рівнів відкритості та підси-

³¹⁷ World Economic Outlook. — IMF: Washington D.C., 2003. — P. 208.

люється девальваційним ефектом (який мав місце у Азійських країнах, Бразилії, Аргентині, Туреччині тощо). Природно, що внаслідок замкненого характеру глобальної економіки, розвинуті країни опинились у стані дефіциту платіжних балансів, який фінансується країнами третього світу. Попри те, що такий стан речей відбувається на тлі в цілому здорової макроекономічної політики у розвинутих країнах, тобто експансія попиту у них на загал не може розглядатись як домінуючий фактор їхньої зовнішньої нерівноваги, можна стверджувати, що така тенденція не буде довгостроковою. По-суті, експансія попиту у розвинутих країнах не може і не повинна розглядатись як складова моделі економічного зростання, що у свою чергу загострюватиме конкуренцію в середині країн, що розвиваються. Окрім цього, монетарний характер залежності від розвинутих країн також змінюється. Якщо в умовах дефіцитності платіжних балансів монетарна стабільність визначалась позитивними наслідками припливу капіталу для збільшення валютних резервів та покриття ними грошової бази, то в умовах профіциту поточного рахунку вона, по-перше, більш щільно залежатиме від зовнішньої кон'юнктури, що змінюватиме характер флуктуацій, що привносяться у внутрішню грошову пропозицію (вони можуть більшою мірою бути обумовленими відтворювальними та структурними трансформаціями), по-друге, більшою мірою зважуватиметься інфляційною спроможністю виступати в ролі чистих кредиторів. З одного боку, останнє демонструє ситуацію, коли гонитва за резервами може перерости в погіршення інфляційної ситуації. Спроможність контролювати останню залежатиме від характеру інституціонального захисту центрального банку та його режиму монетарної політики. У випадку, коли у цій сфері є несприятливі тенденції, ефект Баласси-Самуельсона може швидко послабити статус чистого кредитора з подальшим погіршенням ринкових очікувань, впливом капіталу і валютною кризою. З іншого боку, така ситуація певною мірою відображає потенційну антагоністичну позицію країн, що розвиваються, у ролі кредиторів та розвинутих країн у ролі дебіторів щодо глобальної інфляції. Так, підвищувальний тренд останньої часто означає зростання цін на товари первісної обробки, які в більшості своїй експортуються країнами третього світу. Це створює додаткові можливості для них стимулювати економічне зростання та покращує їх позицію у сфері обслуговування зовнішніх боргів. Для розвинутих країн ця тенденція є небажаною, оскільки від неї може напряду залежати ефективність внутрішнього контролю за інфляцією. В світлі реалізації центральними банками політик стабільності цін та визначального значення цієї стратегії в структурі макроекономічних цілей в умовах глобалізації суттєвих стимулів з боку попиту для кон'юнктурного підвищення вартості таких товарів на міжнародних ринках не спостерігатиметься, що, в підсумку, і визначатиме ситуацію, коли перетворення розвинутих країн на чистих дебіторів третього світу не відобразить структурну трансформацію світового господарства.

Слід відмітити, що в кільватері сказаного вище, глобальний дефіцит поточного рахунку платіжного балансу природно не виглядає дуже значним. Так, даний показник у 1995 р. склав 52,4 млрд. дол. США, у 1996 — 51,7 млрд., у 1997 — -7,8, у 1998 — 71,6, у 1999 — 106,8, у 2000 — 141,6, у 2001 — 152,2, у 2002 — 102,8, у 2003 — 169,5, у 2004 — 199,5 млрд.³¹⁸. Можна побачити певну підвищувальну тенденцію у сфері глобальної нерівноваги платіжного балансу, що відображає посилення структурної взаємозалежності світу, а в світлі високої мобільності капіталів — значення міжнародних ринків у його фінансуванні. Однак, глобальна дефіцитність поточного рахунку у абсолютному вимірі в цілому є меншою, ніж його дефіцитність для випадку розвинутих країн, а у співвідношенні щодо ВВП взагалі є незначною — 0,34% за 1995-2004 рр.³¹⁹.

З мобільністю капіталів, що впливає з фінансування дефіциту платіжних балансів, пов'язані не тільки трансферт технологій, приплив зовнішніх ресурсів, здешевлення запозичень, але й вирівнювання процентних ставок. Без дефіцитних платіжних балансів не існувало би тенденції інтеграції фінансового сектора та перетворення його на єдиний глобальний фінансовий простір. Окрім цього, бажаність нерівноваги балансу платежів з міркувань інтеграції у сфері міжнародних фінансів, відображає і більш складне явище — нерівновага демонструє структурну взаємозалежність світу, яка виникає не просто на рівні балансу експорту і імпорту, а на рівні балансу інвестицій та заощаджень як похідних функцій доходу та споживання. Це, у свою чергу, ув'язує платіжний баланс як індикатор стану зовнішнього сектора країни з його статусом як макроекономічного, зокрема, монетарного феномену. З огляду на панівну роль ФРС у світовому монетарному секторі, закономірність, яку можна відобразити як ланцюжок “монетарна політика – платіжний баланс – глобальна взаємозалежність”, стає структурною віссю світової валютної системи та фінансової архітектури і, що важливо в світлі взаємовідносин в середині тріади, набагато більше відображає циклічні флуктуації у кожному з силових геоекономічних центрів, порівняно з випадком розвинутих країн та країн, що розвиваються, в цілому. Важливість даного циклічного компонента впливає як з його безпосередньої пов'язаності з монетарними рішеннями, так і з його ролі зовнішнього фактора динаміки макроекономічних змінних закордоном.

Слід відмітити, що між США Західною Європою та Японією ще у повоєнний період утворилась істотна взаємозалежність, яка знаходить відображення у стані платіжного балансу. Так, у повоєнний період США були чистими експортерами капіталу, маючи позитивний платіжний баланс. Однак, вже з 1964 р. надлишок поточного рахунку балансу платежів з рівня у 1% ВВП почав знижуватись, перетворив-

³¹⁸ Ibid.

³¹⁹ Ibid.

шись на дефіцит на початку 1970-х рр., а з 1976-1977 рр. США перебувають у стані хронічного дефіциту платіжного балансу, рівень якого істотно коливається (від значного дефіциту у середині 1980-х рр. (понад 3% ВВП) до 0,5% ВВП на початку 1990-х рр.). Відновлення економік Західної Європи та Японії, яке відбувалось не за абиякої ролі експорту, почало “з’їдати” надлишок поточного рахунку США. При цьому, Японія вийшла на системний профіцит балансу платежів з початку 1970-х рр., а Західна Європа має достатньо волатильний показник співвідношення поточного рахунку до ВВП; він мав яскраву позитивну динаміку (разом із профіцитом Японії) впродовж середини 1980-х рр., коли США мали найбільший дефіцит порівняно з попередніми роками, і продемонстрував протилежну динаміку, коли американський дефіцит почав зменшуватись з 1987 р. При цьому, спільна для тріади тенденція щодо стану поточного рахунку яскраво проявилась тільки впродовж першого та другого нафтового шоків³²⁰. Звідси випливає, що країни тріади, в загальному, є достатньо комплементарними щодо фінансування платіжних дефіцитів один одного, а спільні тенденції щодо утворення сальдо поточного рахунку з’являються завдяки потужним екзогенним симетричним шокам. Причому, сумарний вираз дефіцитів і профіцитів тріади буде достатньо наблизитись до нуля з невеликою перевагою на користь надлишків, утворених перевищенням суми профіцитів ЄС та Японії над дефіцитом США, що, зокрема, підтверджується тенденцією до дефіцитності поточних рахунків країн, що розвиваються. За останнє десятиліття ситуація дещо змінилась (див. табл. 4.4.).

Таблиця 4.4.

Поточний рахунок платіжного балансу розвинутих країн

	1995	1997	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Млрд. дол. США								
Розвинуті країни	49,4	88,7	-94,8	-234,5	-190,9	-186,6	-245,2	-224,6
США	-105,8	-128,4	-292,9	-410,3	-393,7	-480,9	-553,3	-537,3
Зона євро	50,9	98,2	29,0	-28,7	11,8	61,2	62,4	65,7
Японія	111,4	96,6	114,5	119,6	87,8	112,7	121,1	120,1
В % ВВП								
Розвинуті країни	0,2	0,4	-0,4	-0,9	-0,8	-0,7	-0,9	-0,8
США	-1,4	-1,5	-3,2	-4,2	-3,9	-4,6	-5,1	-4,7
Зона євро	0,7	1,5	0,4	-0,5	0,2	0,9	0,8	0,8
Японія	2,1	2,2	2,6	2,5	2,1	2,8	2,9	2,9

Джерело: World Economic Outlook. — IMF: Washington D.C., 2004. — P. 208, P.210.

Як видно з табл. 4.4., існує яскраво виражена тенденція до: перетворення розвинутих країн як групи у дебіторів, а абсолютний вимір дефіциту балансу платежів зростає; США перетворюються на основного боржника в світі; зона євро та Японія, маючи надлишок платіжного балансу, демонструють відносно стабільний статус експортерів капіталу; якщо у попередні десятиліття поточні рахунки були більш вола-

³²⁰ Герст П., Томсон Г. Сумніви в глобалізації. Пер. з англ. — К.: К.І.С., 2002. — С. 174.

тильними, то тепер спостерігається відносно врівноважена тенденція до дефіцитності балансу платежів США та його надлишку в зоні євро та Японії. На перший погляд може скластись враження про відтворення компліментарності тріади в добу експансії глобалізації. Однак, насправді, ситуація виглядає дещо інакше. Якщо ще в середині 1990-х рр. надлишки у Європі та Японії могли перекрити зовнішній дефіцит у США, опосередковано створюючи передумови для підтримання дефіцитності балансу платежів у третьому світі, то, починаючи з 2000 р., спостерігається нова тенденція: дефіцит у США у 1,5-2 раз перевищує профіцити в зоні євро та Японії, а трансформація розвинутих країн як групи у боржників зумовлюється виключно аналогічною зміною статусу Сполучених Штатів. Причому, в абсолютному вимірі таке розходження є набагато більшим, ніж у випадку співставлення дефіцитів та профіцитів як відсотків ВВП (див. табл. 4.4.).

Суттєве перевищення дефіцитом США профіциту зони євро та Японії, коли відтворювана впродовж практично всього повоєнного періоду компліментарність платіжних статусів тріади вже не підтримується, демонструє виникнення нових явищ. По-перше, залежність США від країн третього світу різко зростає, особливо від Азійського регіону, країни якого залишаються на сьогодні з найбільшим профіцитом платіжного балансу. По-друге, ефект резервної валюти та економія на процентних ставках у США відтворюється навіть всупереч характеру їх зовнішньої рівноваги. У свою чергу, це опосередковано вбиває клин між динамікою курсу долара, обумовленого фундаментальними макроекономічними факторами, та глибиною нерівноваги платіжного балансу США, каталізуючи ефект беззастережності ФРС щодо валютно-курсних наслідків її монетарної політики. По-третє, підвищення залежності курсу долара та фінансування дефіциту в балансі платежів Америки від країн третього світу розширює канал експансії доларів у світовий обіг, опосередковано сприяючи глобальній інфляції. Причому, в силу ряду об'єктивних дефляційних тенденцій у глобальній економіці (збільшення частки експорту з Китаю та перенесення виробництв до нього, рецесія в Японії та ЄС, зниження цін на технологічні товари тощо) боротьба з дефляцією у США, Японії та почасти в зоні євро, що проявилось у рекордній монетизації американського ВВП та безпрецедентного розбалансування поточного рахунку, протилежні інфляційні тенденції відкладатимуться, або гальмуватимуться, “ховаючись” у акомодативній реакції світових експортерів. Як наслідок, формуватиметься “доларове нависання”, яке, за рахунок ефекту відкладеної глобальної інфляції, тільки загострюватиме проблему масштабної девальвації американської валюти, та реальне посилення багатьох валют (через дію механізму “валютні резерви – грошова пропозиція – реальна ревальвація”), внаслідок чого утвориться тенденція до анклавних валютних криз з розповсюдженням цієї тенденції по всій глобальній економіці з огляду на інтегрованість та взаємозалежність її фінансового

сегменту. Іншим наслідком такого явища виступить підвищення світових цін на критичний імпорт та золото. Здороження нафти тільки погіршуватиме ситуацію за рахунок того, що його інфляціогенні наслідки кореспондуватимуть з реалізацією монетарної доктрини стабільності цін на тлі рецесії у багатьох розвинутих країнах. По-четверте, фіскальна політика США знову стала фактором глобальної нестабільності. Так, значне розбалансування поточного рахунку Америки у середині 1980-х рр. та у 2000-х рр. супроводжується значними бюджетними дефіцитами.

Розширення сукупного попиту в США супроводжується неспроможністю американських виробників повною мірою його задовольнити. У свою чергу, наявність певних позитивних зв'язків між динамікою бюджетних видатків та поживанням ВВП консервує повернення США до моделі економічного зростання, що базується на споживчому попиті, а не на інвестиціях у високотехнологічний сектор, яка сформувалась у 1990-х. Як наслідок, макроекономічні стимули експансії попиту для підтримання економічного зростання так чи інакше “перетікатимуть” за межі американської економіки, безвідносно до глобальної кон'юнктури, відтворюючи зовнішню нерівновагу. З одного боку, така ситуація має внутрішнє походження, яке коріниться у характері монетарної політики ФРС, а, з іншого, недовір'я механізму пристосування до нових рівноважних умов по каналах платіжного балансу (в даному випадку, за рахунок зменшення зовнішнього дефіциту) детермінується системними факторами, які коріняться у характері функціонування міжнародного валютного устрою.

Щодо монетарної політики ФРС як фактору перманентної зовнішньої нерівноваги, то можна стверджувати наступне. Сповідання стратегії “м'якої байдужості” щодо коливання валютного курсу створює ситуацію, коли монетарні дії як найменше пов'язуються з відновленням рівноваги платіжного балансу з допомогою курсового інструментарію. Можливість реалізації такої стратегії впливає як з мандату ФРС, так і з факту того, що США є великою відносно закритою економікою, яка в цілому не є чутлива до курсових флуктуацій. Стосовно мандату Федеральної резервної системи слід додати, що “забезпечення мінімуму інфляції за максимуму зайнятості” визначає таку поведінку щодо процентних ставок, яка кореспондує з показниками інфляції та ВВП-розриву. Низький вплив валютно-курсного фактора на дані показники з огляду на масштаби американської економіки створює базу для поєднання макроекономічних передумов інституціонального закріплення орієнтації на внутрішню рівновагу. Відповідно, приймаючи до уваги домінування фактору попиту у стимулюванні економічного зростання в США та мандат ФРС, можна стверджувати, що: у випадку безробіття та зовнішнього дефіциту, монетарні дії спрямовуватимуться на стимулювання сукупного попиту, навіть якщо це погіршуватиме платіжний баланс; у випадку інфляції і зовнішньої нерівноваги, монетарні дії, спря-

мовані на обмеження сукупного попиту, будуть задіяні тільки для забезпечення стабільності цін, попри те, що проблема відновлення зовнішньої рівноваги може залишитись не вирішеною, оскільки вступають в силу обмеження щодо надмірного рестриктивного ухилу політики, пов'язані з реакціями на безробіття.

Окрім цього, по-перше, в рамках реалізації моделі монетарної політики, яка приймає до уваги раціональні очікування (що характерно сучасному історичному типу центральних банків в цілому, а не тільки ФРС), встановлення процентних ставок відповідно до очікуваної економічними агентами зміни цін завжди не буде повною мірою враховувати ситуацію, коли частина попиту буде переключатись на імпорт, гасячи тим самим внутрішнє інфляційне напруження. Тобто, експансія попиту та момент відображення перегріву кон'юнктури у зміні інфляційних очікувань і, відповідно, реакції ФРС на них в часі будуть віддалені тим більшою мірою, чим більшою мірою платіжний баланс буде демонструвати відведення попиту закордон. Фактично, це створює ситуацію, коли переоцінка долара і пов'язана з нею зовнішня нерівновага не будуть сприйматись як суттєва макроекономічна проблема з огляду на те, що це дозволяє контролювати інфляцію за менших втрат у безробітті у короткостроковому періоді. По-друге, зміни в попиті також визначаються і фіскальною політикою, яка за напрямком свого впливу на абсорбцію може не співпадати з динамікою кон'юнктури, тоді як поведінка ФРС, також справляючи вплив на попит, орієнтуватиметься на кінцевий макроекономічний результат у вигляді стабільності цін, внаслідок чого ті імпульси фіскальної політики щодо сукупного попиту, які пов'язуються з переключенням видатків на імпорт, здебільшого взагалі не будуть враховані у поточній монетарній політиці.

Попри те, що характер монетарної політики ФРС є важливою детермінантою можливості США перманентно нехтувати проблемою зовнішньої нерівноваги, розрив зв'язку між курсом долара та платіжним балансом обумовлюється також і тим, що фінансування такого дефіциту здійснюється у доларах США. Проблема не в тому, що виконання долларом ролі резервного активу актуалізує ефект резервної валюти (економія на процентних ставках в зв'язку з попитом на державні цінні папери країни емітента такої валюти), а у тому, що такий ефект гіперболізується його панівною роллю у світовій монетарній та фінансовій системі. Завищений, порівняно з фундаментальними детермінантами, курс долара впливає з двох важливих передумов: відсутність конкуренції та нагромадження надмірних валютних резервів окремими світовими експортерами.

Відсутність конкуренції у сфері виконання ролі резервної валюти є важливою системною передумовою панування долара та беззастережності ФРС щодо зовнішнього дисбалансу. Приплив капіталів у США для поповнення валютних резервів чи здійснення операцій на приватних ринках у доларах компенсуватиме доларову про-

позицію ФРС, яка, не знаходячи адекватної реакції з боку динаміки доходу та призводячи до збільшення попиту на імпорт, мала би тягнути за собою девальвацію. Наявність конкурента у сфері міжнародного обігу означало би, що розширення можливостей щодо вибору валюти деномінації валютних резервів та фінансових операцій відтягувало би частину попиту з американського грошового ринку на ринок валюти-конкурента. Як наслідок, курсові коливання більшою мірою би відповідали стану платіжного балансу, оскільки відновлення симетрії у попиту на валюту означатиме також і відновлення симетрії між внутрішнім попитом та пропозицією. Поява конкурента долару бачиться у посиленні значення євро у глобальній економіці. Те, що таке посилення матиме суттєве значення для пригнічення тенденції до завищення курсу долара та його відриву від стану платіжного балансу США, Р.Манделл демонструє на прикладі ситуації з наявністю кількох резервних валют, менш значимих, ніж євро зараз: “У колишні часи, коли долар починав падати, відбувалась його диверсифікація у інші “сильні” валюти, але з огляду на тонкість ринків цих валют (єни, марки, швейцарського франка) падіння швидко сягало дна. З появою євро ситуація докорінно змінюється, оскільки розширюються розміри трансакційної зони, і попит на нову валюту в якості резерву та засобу для інвестицій збільшується”³²¹.

Основна перевага появи конкурента у долара полягає в тому, що це сприятиме наближенню його значення у глобальній економіці до значення у ній фізичної економіки США. Внаслідок цього сформується природна тенденція до послаблення залежності глобальної економіки та фінансової архітектури від курсу ФРС, а ускладнення проблеми фінансування зовнішнього дисбалансу США означатиме також підвищення чутливості процесів курсоутворення до стану конкурентоспроможності американської економіки. В сукупності це схилить валютний моноцентризм у бік більш симетричного статусу окремих центральних банків у валютній системі світу.

Щодо проблеми нагромадження надмірних валютних резервів у світі, то вона має багатогранний прояв. По-перше, вона відображає монетарний вимір моделі економічного зростання, коли орієнтація на експорт (чи глобальний попит) обертається значним надлишком платіжного балансу, який на глобальному рівні повинен кореспондувати з дефіцитом у інших країнах чи навіть регіонів. По-друге, вона демонструє, що попри тренд в бік підвищення значення плаваючих курсів, “страх перед плаванням” потребує інструментального підкріплення, яким і є нагромадження валютних резервів. По-третє, волатильність валютних курсів та потоків капіталу, а також невизначеність щодо широкого спектру структурних та макроекономічних змін на рівні окремої країни та глобальної економіки формують тенденцію до гіперболізації попиту на валютні резерви як засіб протистояти спонтанним проявам імперфекцій

³²¹ Манделл Р. Евро и стабильность мировой валютной системы // Евро — дитя Манделла? Теория оптимальных валютных зон. — Пер. с англ. — М.: Дело, 2002. — С. 313.

глобальних ринків. Таку тенденцію, порівняно з феноменом “страху перед плаванням” можна охарактеризувати як “страх за нестачу резервів безвідносно до режиму валютного курсу”. На думку Б.Ейченгріна, надмірна увага багатьох центральних банків світу до валютних резервів певною мірою відтворює ситуацію сорокарічної давності, коли існував валютний центр — емітент валюти, і периферія, яка підтримує попит на таку валюту. Згідно Ейченгріна, таку систему можна назвати “Новим бреттонвудським устроєм”³²².

Емпіричний аналіз динаміки валютних резервів у світі дозволяє виділити ряд тенденцій, які демонструють незвичне підвищення їх значення та обсягів. Так, рис. В. 1. додатку В демонструє, що перший істотний приріст валютних резервів в світі розпочався практично з переходом до системи плаваючих валютних курсів (згідно рис. — з середини 1970-х рр.). Незважаючи на те, що такий перехід повинен був супроводжуватись зворотною тенденцією, тренд має чітко виражений прирістний характер. Таке явище можна пояснити тим, що більшість країн третього світу не перейшла на плавання, а підвищення невизначеності та макроекономічні потрясіння 1970-х рр. спонукали більшість країн світу сприймати валютні резерви як інструмент забезпечення від зовнішніх та внутрішніх негараздів. Також, пояснення того, що зміна тренду динаміки валютних резервів світу в підвищувальному напрямку також обумовлюється змінами позиції Японії у світовій економіці як провідного експортера, що підсилювалось подібними процесами щодо тих країн, які згодом стали новими індустріальними країнами Азії. Як демонструє рис. В. 1. додатку В, такий “новий” підвищувальний тренд тривав практично 20 рр. Він зазнав змін з середини 1990-х рр., коли зростання обсягу валютних резервів у світі ще більш прискорилося, внаслідок чого аналізований сорокарічний тренд за період 1965-2004 рр. набув експоненціального характеру.

Прискорене зростання зовнішніх активів центральних банків в світі за останнє десятиліття виглядає достатньо алогічним в світлі посилення орієнтації на гнучкі курсові режими. При цьому, також слід елімінувати значення Японії, що переживала рецесію впродовж 1990-х рр. Феномен “страху перед плаванням” також не може пояснити зміни тренду. Тобто, безумовно він є актуальний щодо пояснення факту нагромадження резервів, але це не пояснює, чому з середини 1990-х рр. відбувся другий підвищувальний злам тенденції зростання абсолютних значень зовнішніх активів органів грошової влади у світі. Слід також відмітити, що виявлені підвищувальні злами не кореспондують з умовним початком другої хвилі глобалізації, який конвенціонально припадає на середину 1980-х рр.

³²² Eichengreen B. Imbalances and the Lessons of Bretton Woods // NBER Working Paper. — 2004. — №10497. // www.nber.org.

В світлі історичного досвіду наявності зв'язку між прискореним зростанням резервів та грошовою пропозицією ФРС в період, що передував краху Бреттонвудської системи (детальніше див. параграф 1.3.) та домінування ФРС у міжнародній монетарній системі, що виливається у проблему дефіциту платіжного балансу США, можна припустити наявність обумовленості динаміки резервів станом зовнішньої рівноваги Сполучених Штатів. Таке припущення природно впливає з аналізованих вище макроекономічних та міжнародних детермінант відсутності чи суттєвої загальмованості дії механізмів корекції платіжного дефіциту Америки, а також із залежності між динамікою світової доларової бази і глобальною інфляцією.

Так, рис. В.2. додатку В демонструє, що впродовж 1965-2004 рр. спостерігалась яскраво виражена чітка та статистично значима залежність між зовнішньою нерівновагою США (виміряною як % ВВП) та динамікою валютних резервів в світі. Така залежність є прямою, що свідчить про те, що зростання американського платіжного дефіциту індукує прискорення нагромадження обсягу валютних резервів. Це фактично є емпіричним підтвердженням факту обумовленості гіпертрофованого зростання обсягів зовнішніх резервів центральних банків рівнем зовнішньої розбалансованості американської економіки.

Аналогічний аналіз в розрізі десятиліть дозволяє суттєво уточнити виявлену закономірність. Так, впродовж 1965-1974 рр. (рис. В. 3. додатку В) також спостерігається пряма лінійна залежність між зовнішнім дисбалансом США та валютними резервами (щільність зв'язку є суттєвою, але не є статистично значимою). Однак, на початку цього періоду США мали профіцит поточного рахунку, а впродовж початку 1970-х рр. поточний рахунок був достатньо волатильний, кореспондуючи з посиленням дискреційності макроекономічної політики Сполучених Штатів. З огляду на те, що надлишок їх поточного рахунку не повинен бути безпосереднім фактором зростання резервів в світі, залежність все таки зберігає прямий характер, що відображає тенденцію відтоку капіталу з США, що створює сприятливе підґрунтя для позитивної динаміки резервів в світі. Впродовж 1975-1984 рр. ситуація кардинально змінюється (див. рис. В. 4. та рис. В. 1. додатку В). Підвищувальна зміна тренду нагромадження зовнішніх активів кореспондує з перетворенням платіжного балансу США у перманентно дефіцитний та з ущільненням залежності між рівнем зовнішньої розбалансованості американської економіки та зростанням обсягів валютних резервів. Така залежність є прямою, лінійною, яскраво вираженою та практично статистично значимою. Відповідно, перехід до системи плаваючих валютних курсів не призвів до зменшення ролі валютних резервів центральних банків, а, навпаки, — до підвищення їх значення, внаслідок чого ефективність механізму корекції зовнішньої нерівноваги американської економіки почала мінімізуватись. Таке підвищення значення валютних резервів у монетарній політиці можна пояснити хіба що макроеко-

номічною нестабільністю даного десятиліття (нафтові шоки, криза зовнішнього боргу Латинської Америки, криза міжнародної ліквідності, боротьба з інфляційним зміщенням у розвинутих країнах, реалізація стабілізаційних програм із боротьби з гіперінфляцією), що супроводжується перебуванням практично усіх країн, що розвиваються, у стані найістотнішого розбалансування поточного рахунку (див. табл. 4.3.). Останнє, зокрема, відображає підвищення значення мобільності капіталів (розвиток чого дійсно припав на середину 1970-х) у фінансуванні зовнішньої нерівноваги та нагромадження валютних резервів, оскільки і США і країни третього світу знаходились у стані дефіциту поточного рахунку.

Впродовж 1985-1994 рр. спостерігається несподіваний характер зв'язку між зовнішнім дефіцитом США та процесом нагромадження резервів (рис. В. 5. додатку В): він стає лінійним, статистично значимим, але оберненим. Цей несподіваний результат має місце на тлі зростаючого тренду динаміки самих резервів. При цьому, нагромадження значного зовнішнього дефіциту США впродовж 1985-1988 рр. кореспондує з уповільненням абсолютного збільшення резервів в світі, що, власне, і робить таку залежність оберненою. Те, що зовнішня нерівновага США в даному випадку не позначилась на зростанні резервів, а, навпаки, їх відносному зменшенні, обумовлюється значним припливом капіталів до Сполучених Штатів та своєрідним їх "відсмоктуванням" з міжнародних ринків. Дане явище є свідченням того, що залежність світової економіки від макроекономічної політики США підвищилась, і, причому, така залежність може діяти як в напрямку відносного збільшення, так і в напрямку відносного зменшення резервів. Стосовно періоду 1995-2004 рр. можна стверджувати, що спостерігається відновлення зв'язку між напрямом руху дефіциту поточного рахунку США та валютними резервами світу, але характер такого зв'язку суттєво трансформується порівняно з 1965-1984 рр. Як вже зазначалось, саме на цей період припадає другий підвищувальний злам тренду акумулювання зовнішніх активів центральних банків, що робить тренд за сорокарічний період експоненціальним. При цьому, сам характер зв'язку між зовнішнім дисбалансом США та динамікою резервів також стає експоненціальним з дуже високим рівнем статистичної значимості (див. рис. В. 6. додатку В)³²³.

Подібна ситуація демонструє, що на тлі посилення зовнішнього дисбалансу американської економіки відбувається акселерація нагромадження валютних резервів, при чому, дані параметри знаходяться в детермінаційному зв'язку. З цього випливає, що платіжна дефіцитність США, ескалація якої припадає саме на даний період, стає визначальним фактором збільшення обсягу зовнішніх активів центральних банків, практично руйнуючи механізм корекції зовнішньої нерівноваги. Також має

³²³ Лінійна апроксимація зменшує статистичну значимість зв'язку (R^2 зменшується з 0,9 до, приблизно, 0,86), але висока статистична значимість все одно очевидна.

місце суттєва відмінність у зв'язку між першою істотною ескалацією дефіциту платежів США та валютними резервами у другій половині 1980-х рр. та у аналізованому десятилітті. Якщо тоді зовнішня нерівновага США позначалась на відносному зменшенні обсягів резервів, то в даному випадку, навпаки, — збільшення їх обсягу акселерується. Якщо тоді це позначилось на припливі капіталів до США навіть попри зовнішню дефіцитність країн, що розвиваються, то теперішня ситуація в цьому плані є відмінною. Зміна платіжного статусу (утворення профіцитів платіжного балансу) країн третього світу, особливо нових індустріальних країн Азії, є головною причиною визначення характеру аналізованого зв'язку. Тобто, значний надлишок поточного рахунку країн, що розвиваються, кореспондуючи зі значним зовнішнім дефіцитом США, відображає посилення глобальної залежності економічного зростання від динаміки сукупного попиту у Сполучених Штатах, внаслідок чого американська модель обумовленого споживчим попитом зростання ВВП експортується закордон, відтворюючи потенційну замкненість експортоорієнтованого зростання у третьому світі, передовсім в Азії. Те, що саме перетворення поточного рахунку платіжного балансу у третьому світі у профіцитний знаходиться в основі позитивного експоненціального зв'язку між зовнішньою нерівновагою США та динамікою валютних резервів, видно з аналізу рис. В. 7. та В. 8. додатку В. Так, зв'язок між зовнішнім дефіцитом США та валютними резервами розвинутих країн за 1995-2004 рр. є дещо менш щільним, ніж зв'язок між першим показником та валютними резервами країн, що розвиваються. При цьому, в останньому випадку (рис. В. 8. додатку В) функція апроксимації має вищий кут нахилу, що говорить про більш яскраво виражений вплив американського платіжного дефіциту на валютні резерви країн, що розвиваються, ніж на валютні резерви розвинутих країн. З одного боку, це свідчить на користь реальності феномену “страху перед плаванням”, а з іншого боку, — саме консервування експортоорієнтованого зростання у перших робить таку залежність більш істотною, підвищуючи вразливість глобальної економіки до динаміки попиту у США та дій ФРС щодо впливу на нього. В підсумку, як стверджує Президент Банку міжнародних розрахунків М.Найт, не відомо до чого призведе наростаюче розбалансування поточних рахунків в глобальних масштабах та які будуть наслідки цього³²⁴.

Так, тенденція до більш щільного зв'язку між американським зовнішнім дисбалансом та динамікою валютних резервів країн, що розвиваються, понад усе обумовлюється ситуацією в Азійських країнах. І на думку згаданого М.Найта і на думку Б.Ейченгріна³²⁵ саме з експортоорієнтованим зростанням в Азії пов'язана поточна

³²⁴ Knight M. Responding to External Shocks: What Has Changed Since the Crisis in the mid-1990s? // BIS Speeches // www.bis.org.

³²⁵ Eichengreen B. Imbalances and the Lessons of Bretton Woods // NBER Working Paper. — 2004. — №10497. // www.nber.org.

ситуація, коли ФРС, здійснюючи політику не зважання на стан поточного рахунку платіжного балансу, практично “субсидує” гіпертрофію валютних резервів в Азійському регіоні. З одного боку, масштабні девальвації після Азійської кризи сприяли підвищенню конкурентоспроможності товарів з даного регіону на глобальних ринках, що, в цілому, і позначилось на виникненні проблеми значних профіцитів поточних рахунків, які виступили передумовою для нагромадження резервів. З іншого боку, процес нагромадження резервів обумовлюється цілим рядом суб’єктивних чинників. Навіть попри підвищення гнучкості курсових режимів в Азії нагромадження резервів мотивується тим, що це дозволяє підвищити макроекономічну стійкість країни в умовах високої мобільності капіталів. Тобто, переведення причин кризи і проблем із запобіганням девальвації за масштабного відтоку капіталів у площину достатності валютних резервів суттєво викривлює їх функціональне призначення, послаблюючи тим самим важливість структурних та інституціональних змін, які би створили довгострокове підґрунтя для перешкодження розвитку ситуації за кризовим сценарієм. Окрім цього, значні валютні резерви, в світлі досвіду циклічності стабілізаційних програм у Латинській Америці та, знову таки, після Азійської кризи, сприймаються міжнародними інвесторами та рейтинговими агентствами як визначальний індикатор кредитоспроможності країни, що природно позначається на її рейтингу. Як наслідок, завищення резервів в умовах, коли глобальні ринки капіталу спираються на декілька пануючих стереотипних уявлень про індикатори макроекономічної стабільності країни, кодифікованих світовими рейтинговими агентствами і почасти міжнародними організаціями, перетворюються на засіб боротьби за зниження суверенних ризиків та зниження процентних ставок. Попри те, що зниження ризиків та ставок покращує алокаційну ефективність глобальних ринків, оскільки сам ризик суттєво обмежує можливості скористатись вигодами від інтеграції з глобальним фінансовим простором, можуть загостритись проблеми структурної адекватності національної економіки ситуації, що змінюється, з відповідними циклічними змінами у сфері інвестування та фінансування тих чи інших секторів. Наприклад, якщо за наявної кон’юнктури збільшення резервів запобігає ревальвації валютного курсу, то окремі експортні сектори потрапляють у преференційне становище, приваблюючи і внутрішні і зовнішні ресурси. Зміна кон’юнктури, або ж необхідність переходу до рестриктивної політики внаслідок переобтяження внутрішнього попиту значними зовнішніми активами центрального банку може негативно позначитись на економічному зростанні. Проте, найбільша проблема полягатиме у тому, що виклики економічному зростанню матимуть місце за умов, коли воно індукується преференційним станом окремих секторів, що може закласти негативний фундамент для довгострокової гнучкості економіки, її інноваційності та адаптивності до глобальних зрушень.

Масштабне нагромадження резервів в Азії, на думку згаданого М.Найта, вже перейшло всі уявні межі: “Криза 1997-1998 рр. виховала сприйняття, що азійські економіки повинні нагромадити ще більші офіційні валютні резерви для виживання у світі мобільного міжнародного капіталу. ... В деяких країнах поточний рівень резервів перевищує той, який є необхідний, виходячи з сумування потреб, що ґрунтуються на конвенціональних індикаторах — місяці імпорту, покриття короткострокового зовнішнього боргу тощо”³²⁶. Наприклад, якщо прийнятним вважається покриття валютними резервами 3 місяців імпорту, тобто співвідношення резерви/імпорт складає 25%, то впродовж 2000-2004 рр. дане співвідношення для більшості азійських країн перевищувало 50%, що означає покриття резервами 6 місяців імпорту, а в окремих з них — 100% імпорту³²⁷ (детальніше див. табл. В.3. додатку В).

Процес надмірного нагромадження валютних резервів, окрім потенційного негативного впливу на національну економіку, має і негативні зовнішні наслідки, які передаються функціонуванню міжнародного валютного устрою. По-перше, девальвація долара майже на 20% порівняно з його найвищим значенням у 2001 р. позначилась на суттєвій ревальвації тільки кількох валют розвинутих країн (Канада, Нова Зеландія та Австралія). Тобто прив’язка до долара або його використання як інтервенційної валюти створює додаткові стимули для нагромадження валютних резервів за межами США, що знову таки обертається відтворенням зовнішньої нерівноваги Сполучених Штатів і затребуваності експансії міжнародної ліквідності. По-друге, завищений попит на долари, навіть попри його девальвацію, створює додаткові стимули для беззастережних дій ФРС щодо зовнішніх наслідків її грошової пропозиції. Через це, експансія платіжного дефіциту США завжди буде справляти неоднозначний вплив на глобальну економіку: він буде і фактором глобальної інфляції, і фактором підтримання міжнародної ліквідності, і фактором генерування невизначеності щодо майбутнього курсу долара. Тобто, сприятливі макроекономічні передумови для девальвації долара можуть як актуалізуватись, так і ні. В першому випадку, це означатиме ревальвацію євро і потенційне погіршення експортного потенціалу більшості країн ЄС, що знову обертається гальмуванням глобального економічного зростання. У другому випадку, помилка інвесторів щодо майбутнього курсу долара, резонуючи на глобальному рівні, загрожує виникненням анклавних фінансових криз в залежності від ринку, на якому були відкриті валютні позиції, за якими не вдасться розрахуватись. По-третє, переобтяження валютних резервів світу доларовою деномінацією на тлі їх зростання в абсолютному обсязі та невизначеності щодо курсу долара може підвищити волатильність внутрішньої грошової пропозиції, оскільки

³²⁶ Knight M. Responding to External Shocks: What Has Changed Since the Crisis in the mid-1990s? // BIS Speeches // www.bis.org.

³²⁷ Bergsten F., Williamson J. Dollar Adjustment: How Far? Against What? // Institute for International Economics Papers. — 2004. — P. 14-16.

потенційна орієнтація останньої на покриття грошової бази резервами автоматично ставить в залежність наміри центрального банку щодо поведінки на грошовому ринку від курсу американської валюти. Як наслідок, домінування ФРС у формуванні впливу на макроекономічні тенденції глобального рівні, що консервується структурою сучасного міжнародного валютного устрою, позначається на підвищенні залежності монетарного та фінансового секторів світової економіки від макроекономічного курсу США.

Суттєві проблеми функціонування сучасної монетарної системи та фінансової архітектури світу (структурне відображення якої міститься у рис. В.9. додатку В) не можуть не розглядатись як об'єкт реформування та трансформації в напрямку забезпечення вищої фінансової стабільності глобальної економіки та монетарної ефективності центральних банків. З огляду на обумовленість сучасного стану світової фінансової архітектури домінантним характером поведінки останніх, варіанти її реформування так чи інакше замикаються на імперативи та еволюційні риси функціонування органів грошової влади, що актуалізує необхідність розглядати проблеми глобального регулювання в контексті закономірностей трансформації центральних банків та монетарної політики в умовах глобалізації.

4.2. Монетарний вимір проблеми глобального регулювання

Сформовані домінантні риси сучасного валютного устрою та фінансової архітектури, маючи тим більш безпосередні та значимі монетарні наслідки для центральних банків, чим більшою мірою країна інтегрована з глобальними ринками, вже тривалий час розглядаються під кутом зору співвідношення саморегуляційного — ринкового начала та начала, що відображає свідоме регулювання глобальних процесів. Саме на стику глобального регулювання та глобального лібералізму зустрічаються дві достатньо протилежні позиції. З одного боку, поточний стан речей згідно Дж.Сороса ідентифікується як “ринковий фундаменталізм” (Він стверджує: “Вважається, що найкращий спосіб забезпечити спільні інтереси — це надати можливість кожному діяти у своїх власних інтересах. ... Цей принцип отримав у ХІХ столітті назву “*laissez faire*” Я знайшов кращу назву цьому принципу: ринковий фундаменталізм. Саме ринковий фундаменталізм зробив глобальну капіталістичну систему хворою та недієздатною. До того ж такий стан справ склався відносно недавно”³²⁸). У площині глобальних ринків він стосується вільного курсоутворення та свободи переливу капіталів, які, у свою чергу, є структуровизначальними рисами сучасного валютного устрою та фінансової архітектури. З іншого боку, глобалізація сприймається як спосіб уникнути провалів держави, її втручання у ринкові процеси за рахунок вислизання ринкової активності у площину функціонування глобальних ринків,

³²⁸ Сорос Дж. Криза глобального капіталізму: (Відкрите суспільство під загрозою) / Пер. з англ. — К.: Основи, 1999. — С. 18.

активності глобальних космополітичних бізнес-структур, які не підконтрольні жодному з урядів, а, отже, при регулюванні максимізують їх шанси на помилку, що створює алокаційну ефективність економіки. Однак, такий неоліберальний погляд на глобалізацію, як на нас, є достатньо радикальним та таким, що не відповідає дійсності. Збереження національних держав з їх апаратом примусу, органами влади та національними монетарними системами, попри послаблення ефективності будь-якого втручання у ринкові процеси в умовах глобалізації, є загальною передумовою для того, щоб такий радикальний погляд на глобалізацію був ефемерний. Але, водночас, саме у площині прогресування ринкових сил, інспірованих глобалізацією, і збереження національних держав з атрибутивними ним органами макроекономічної політики, і породжується найбільша кількість проблем, порівняно з випадком, коли б гіпотетично не існувало би держав як таких, а весь світ був би глобальним ринковим плацдармом. Однак, і такий варіант теж неможливий, оскільки він не відтворюється навіть на найменш значимих з позиції світу в цілому локалізованих рівнях окремої держави. Наявність провалів ринку є підставою для державного втручання з метою відновлення Парето-оптимальної алокації ресурсів.

Екстраполяція даної класичної проблеми теорії публічних фінансів на глобальний рівень здобуває абсолютно відмінного виразу, ніж на рівні окремої держави. Так, факт критики існуючого валютно-фінансового ладу у глобальній економіці можна вважати беззаперечним доказом наявності провалів глобального ринку. При цьому, попри розбіжність думок, більшість економістів приблизно однаково визначають коло принципів проблем глобальної економіки як передумови необхідності запровадження глобального регулювання. Наприклад, Дж. Сорос висловлює в цілому колективну думку більшості авторів, що основна проблема криється у високій мобільності капіталів та ринковому курсоутворенні, відірваному від будь-яких фундаментальних факторів³²⁹. Аналогічну думку висловлює відома українська дослідниця світових фінансів З. Луцишин, яка вважає, що системний вимір проблеми базується на гіпертрофії глобального фінансового сектора, порівняно з розвитком фізичної економіки³³⁰. Російський економіст С. Афонцев найбільш значимою вважає проблему того, що в умовах глобалізації та взаємозалежності валютно-фінансові кризи мають здатність мігрувати від однієї країни до іншої³³¹. Ф. Бергстен та О. Давані зауважують, що в основі проблеми знаходяться питання валютно-фінансової стабільності в окремих країнах, яка порушується браком довіри до національних макроекономічних органів. Мобільність капіталів, в даному випадку, виступає тільки механізмом

³²⁹ Ibid. — 259 с.

³³⁰ Луцишин З. Трансформація світової фінансової системи в умовах глобалізації. — К.: ДРУК, 2002. — С. 224-248.

³³¹ Афонцев С. Проблема глобального управління мирохозяйственной системой: теоретические аспекты // МЭиМО. — 2001. — С. 66.

актуалізації проблеми функціонування глобальної архітектури³³². У дослідженні МВФ з питань реформування міжнародної монетарної та фінансової системи в основу проблеми кладуться питання загальної нестабільності у глобальній економіці, пов'язані з високою волатильністю валютних курсів та потоків капіталу, а сама дана проблема має три виміри: перша, — характер валютно-курсного режиму між трьома провідними валютами світу (доларом, євро та єною); друга — зростаючі і спадаючі (циклічні) потоки капіталів, розуміння чого є основою попередження криз; третя — характер побудови політики-відповіді на указані проблеми, яка би була ефективною в умовах високої мобільності капіталів³³³. З такою постановкою питання збігається думка Р.Манделла, який вважає, що запровадження євро, відтворення блокового характеру поділу світу тощо знижуватиме рівень відкритості провідних економік, внаслідок чого їх інтерес до проблеми регулювання валютних курсів знижуватиметься, оскільки його значимість для внутрішньої макроекономічної стабільності та ефективності монетарної політики падатиме. А це, у свою чергу, підвищує загальну невизначеність в світі, оскільки треті країни лишаються на одинці з коливаннями провідних валют, тоді як наявність однієї провідної валюти спрощує вибір: або прив'язка, або плавання³³⁴. Так само, існує широкий консенсус щодо того, що валютно-фінансові потрясіння 1990-х рр. (криза Європейської валютної системи 1992-1993 рр., мексиканська криза 1994 р., азійська криза 1997 р., російська криза 1998 р., бразильська криза 1999 р., турецька криза 2000 та 2004 рр., аргентинська криза 2001 р. тощо) і особливо Азійська криза є яскравим свідченням необхідності глобального регулювання.

Так, навіть на рівні держави проблема взаємодоповнення провалів ринку та державної активності не є остаточно вирішеним питанням. Для найбільш спрощеного пояснення цього явища наведемо приклад дискусії між Ш.Бланкартом та К.Ерроу. Бланкерт зазначає: "... теорія відмови функціонування ринку лише констатує той факт, що за порушення дії ринкових механізмів зростає потенційна роль державного регулювання... У 1970 р. Кеннет Ерроу зробив спробу більш докладно дослідити дане питання. Зокрема, він пише: "Припустимо, що в стані ринкової рівноваги переважає парето-неефективність, тоді виникає тиск... спрямований на те, щоб подолати такий стан шляхом виходу з ринку, тобто вдатися до однієї з форм колективного вирішення проблеми". Проте що означає вислів: "виникає тиск"? Які політичні наслідки з цього випливають?"³³⁵. Як видно з даної постановки питання,

³³² Bergsten F., Davanne O., Jacquet P. The Case for Joint Management of Exchange Rate Flexibility // Institute for International Economics Working Paper. — 1999. — №9. — P. 1-30.

³³³ Kenen P., Swoboda A., Overview. Reforming the International Monetary and Financial System. Proceeding of a Conference held in Washington, D.C. — May 28-29, 1999. IMF // www.imf.org.

³³⁴ Манделл Р. Евро и стабильность мировой валютной системы // Евро — дитя Манделла? Теория оптимальных валютных зон. — Пер. с англ. — М.: Дело, 2002. — С. 297-298.

³³⁵ Бланкерт Ш. Державні фінанси в умовах демократії: Пер. з нім. — К.: Либідь, 2000. — С. 79.

“виникнення тиску” в напрямку запровадження державного втручання у зоні провалів ринку не виникає само по собі. В умовах окремої держави з політичною організацією публічної влади такі питання вирішуються через складну систему демократичного представництва, взаємодію політичних ринків, на яких відбувається обмін рішень на голоси виборців, групи інтересів, що справляють вплив на суспільний вибір та, власне, інституціональний каркас, який забезпечує легітимні рамки реалізації суспільного вибору. Перенесення даного методологічного підходу на рівень глобальної економіки є цілком виправданий, оскільки, рішення щодо організації міжнародної валютної системи, функціонування світових організацій, координації заходів у тій чи іншій сфері міжнародного життя вирішується у середовищі політичного діалогу між державами. Тобто, згідно С.Афонцева “економіко-політичний підхід дає можливість економістам по-іншому подивитись на проблему координації економічної політики у глобальному масштабі”³³⁶. Відповідно, проблему глобального регулювання слід розглядати у контексті політико-економічних рамок у сучасному світі та в світлі тих новацій, які привносить глобалізація у них.

По-перше, будь-яка постановка питання про заповнення провалів ринку державною активністю передбачає наявність уряду, який має фіскальний та адміністративний примус, внаслідок реалізації якого (зокрема, після схвалення його реалізації на політичних ринках) відбувається наближення до Парето-оптимального стану алокації ресурсів.

По-друге, заходи економічної активності держави, зокрема регулятивні, є наслідком утворення рівноваги на політичних ринках, коли виборці, або зацікавлені групи, обмінюють свої голоси на очікуване збільшення добробуту, внаслідок чого відбувається делегування владних повноважень тим силам, які їх реалізують відповідно до оголошеної програми. Однак, в умовах глобалізації відбувається розрив між суспільним вибором, який є наслідком територіальної локалізації його носіїв, і суспільним вибором, який є фактичним проявом політико-економічної позиції усіх учасників політичних ринків країни. Така ситуація відбувається за рахунок того, що “кордони” політичного ринку окремої країни розмиваються, більше не репрезентуючи позицію територіально локалізованих учасників політичного процесу. Таке явище можна назвати глобалізаційною руйнацією політичного ринку окремої країни, або доцентровою політико-економічною активністю в тому розумінні, що окрема держава вже не є центром або віссю такої активності. Але, в міру того, як розмиваються границі останнього, утворюється глобальний політичний ринок. З одного боку, він відображатиме політико-економічну динаміку інтересів, які діють у наскрізному режимі щодо національних держав, але векторизуються в напрямку їх ре-

³³⁶ Афонцев С. Проблема глобального управління мирохозяйственной системой: теоретические аспекты // МЭиМО. — 2001. — С. 66.

алізації через активність таких держав. (Наприклад, — намагання пануючих в світі ТНК стандартизувати бухгалтерський облік, оподаткування, нормативи банківської діяльності тощо. У випадку макроекономічної політики ситуація може бути набагато складніше, оскільки тиск щодо створення певного рівня інфляції чи підтримання того чи іншого валютного курсу в окремій країні теоретично можна розглядати як елемент оптимізації виробництва чи портфелю оподаткування у глобальній відтворювальній мережі.) З іншого боку, він відображатиме динаміку інтересів, які мають глобальне значення і однаково стосуються усіх учасників глобалізованого політичного ринку. Таку політико-економічну активність можна назвати відцентровою, оскільки вона відштовхується від глобалізаційного ядра.

По-третє, глобалізація відображає появу асиметрії між таким явищем як виникнення глобальних суспільних благ, тобто благ, які мали би бути запропоновані світу з огляду на те, що алокація ресурсів у глобальному вимірі відхиляється від Парето-оптимальної, та глобалізацією політичних ринків. Тобто, на рівні держави попит на суспільні блага формується в рамках суспільного вибору, а пропозиція — внаслідок державної активності, які взаємодіють через систему політичних ринків, але діють в інституціоналізованих та легітимних межах політичного процесу країни, в середовищі якого відбувається фіскальний обмін (в чистому вигляді, це обмін податків на суспільні блага). Відповідно, виникнення глобальних суспільних благ і репрезентація попиту на них відбувається на глобалізованих політичних ринках, які не пройшли достатню інституціоналізацію для того, щоб забезпечувати пропозицію таких благ при тому, що навіть вплив таких політичних ринків на національні держави в даному конкретному випадку не буде ефективний, оскільки окрема держава не спроможна забезпечити пропозиції глобальних суспільних благ.

Слід зазначити, що якщо на рівні окремої держави суспільні блага фінансуються з податкових (або боргових) джерел, то природно, що глобальні суспільні блага не можуть фінансуватися у подібний спосіб, оскільки не існує глобального оподаткування чи централізованого глобального перерозподілу бюджетних ресурсів окремих країн. Щодо останнього, то слід відмітити — елементи перерозподілу бюджетних ресурсів провідних країн для організації допомоги та сприяння розвитку найбільш біднішим країнам існують. Водночас, забезпечення стабільності у них і прогресу ринкової економіки на засадах демократії є тільки одним з проявів глобальних суспільних благ. Відповідно, більш амбітні плани щодо сприяння розвитку та реалізації проектів глобального масштабу потребуватиме більш значних ресурсів як з боку окремих країн, так і з боку міжнародних організацій. Природно, що обмеженість ефективності застосування фіскального інструментарію для додаткової мобілізації ресурсів як за рахунок небажання податкоплатників нести додатковий тягар, так і за рахунок підвищення мобільності виробничих факторів актуалізує проблему позиці-

онування центральних банків в системі формування джерел для фінансування глобальних суспільних благ. У випадку, коли сеньйораж розглядатиметься як фіскальний засіб забезпечення таких джерел, то виникне проблема інфляції на національному, а згодом, і на глобальному рівні. Зменшення частини валютних резервів з подібною метою може мати менш яскраво виражені інфляційні наслідки, але проблема полягатиме в тому, що в розрізі різних країн на валютні резерви падає диференційоване навантаження при забезпеченні макроекономічної стабільності. Особливо яскраво це проявляється на прикладі розвинутих країн та країн з ринками, що виникають, які серед усього третього світу найбільше інтегровані з глобальними фінансовими ринками. Відповідно, застосування такого джерела може призвести до ще більшої волатильності валютних курсів та потоків капіталу. Якщо у випадку з пропозицією Дж.Сороса (озвучена 25 жовтня 2001 р. в Інституті міжнародної економіки у Вашингтоні) щодо укладання кредитних угод між МВФ та центральними банками розвинутих країн з одного боку та країнами, що потребують допомоги розвитку з іншого³³⁷, можна припустити відсутність суттєвих наслідків у сфері макроекономічної стабільності в світі, то проблема полягатиме у тому, що: це тільки один з аспектів прояву попиту на глобальні суспільні блага; такий попит можна задовольнити за рахунок тіснішої координації за наявних інституціональних рамкових умов політичної організації світу; адресність допомоги, тобто персоніфікація отримувачів та пропозиціонерів, і дозволяє вирішити саме дану проблему за наявних інституціональних рамок. Відсутність такої адресності та неподільний характер самих благ унеможливають реалізацію моделі включення центральних банків в систему їх фінансування, інакше це буде викликом їх незалежності з усіма негативними наслідками для погіршення інфляційної ситуації та фінансової дестабілізації у світі.

Ще одним важливим аспектом прояву глобальних суспільних благ є протидія сучасним валютно-фінансовим кризам. Як стверджує Д.Веннер: “Глобалізація фінансової системи та вірогідність міжнародного враження фінансовою інфекцією стає викликом усім центральним банкам, оскільки вони напряму пов’язані з боротьбою з нею та її широкими наслідками для внутрішньої економіки. В сучасних обставинах регулярних криз фінансова стабільність сама по собі перетворюється на міжнародне суспільне благо”³³⁸. Однак, попри те, що в сучасних умовах взаємозалежності перелив кризової ситуації з ринку однієї країни на ринок другої вражає інші держави, а не тільки ті, де відбулися кризи, та детермінує рецесійні тенденції по всій глобальній економіці, розгляд даної проблеми потребує більш широкого погляду.

³³⁷ Роль мировых рынков в условиях глобализации // Экономика и управление в зарубежных странах (по материалам иностранной печати). — Информационный бюллетень №2. — М.: ВИНТИ, 2003. — С. 24-25.

³³⁸ Venner D. How can Monetary Policy be Conducted in the Union? // Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems. Conference at the IMF in Washington, D.C., September 16-17, 2002. // IMF Seminars and Conferences Paper. — 2002. — P. 1.

Так, в цьому плані доречно порівняння розвитку кризових ситуацій впродовж обох хвиль глобалізації та в періоди між ними (див. табл. 4.5.).

Таблиця 4.5.

Кількість криз в розрізі етапів еволюції міжнародного валютного устрою

	Роки	Банківські кризи	Валютні кризи	Подвійні кризи	Усі кризи
Розвинуті країни	1880-1913	4	2	1	7
	1919-1939	11	13	12	36
	1945-1971	0	21	0	21
	1973-1997	9	29	6	44
Країни з ринками, що виникають	1880-1913	11	6	8	25
	1919-1939	7	3	3	13
	1945-1971	0	16	1	17
	1973-1997	17	57	21	95

Джерело: Eichengreen B., Bordo M. Crises Now and Then: What Lessons From the Last Era of Financial Globalization? // NBER Working Paper. — 2002. — №8716. — P. 41.

Як видно з табл. 4.5., кількість валютних криз за період 1973-1997 рр. (плаваючі курси) є більшою, порівняно з періодом 1880-1913 рр. (золотий стандарт), і для розвинутих країн, і для країн з ринками, що виникають. Поряд з тим, у розвинутих країнах кількість валютних криз у міжвоєнний період (безсистемність щодо підтримання золотого стандарту) та у повоєнний період (Бреттон-вудська система) не набагато менша порівняно з часом панування плаваючих курсів, тоді як для країн з ринками, що виникають, кількість валютних криз за часів Бреттон-вудської системи є більшою порівняно з попередніми періодами, але за плаваючих курсів їх кількість радикально зростає. Стосовно банківських криз, то у перших їх кількість найбільшою є у міжвоєнний період, але за часів плаваючих курсів є вищою, ніж за період золотого стандарту, а у других, найбільша їх кількість припадає на періоди високої мобільності капіталів (золотий стандарт та плаваючі курси). Однак кількість подвійних криз у розвинутих країнах за плаваючих курсів є меншою тільки порівняно з періодом міжвоєнної нестабільності, тоді як у країнах з ринками, що виникають, найбільша кількість подвійних криз знову таки припадала на золотий стандарт та добу плаваючих курсів. Звідси можна зробити висновок, що незважаючи на загальне підвищення кількості криз після краху системи фіксованих курсів у 1973 р., попередні монетарні режими не розв'язували повною мірою проблему забезпечення валютно-фінансової стабільності у міжнародній економіці.

Б.Ейченгрін та М.Бордо зазначають, що за характером системних рис міжнародної економіки найбільш порівнювані між собою кризи епохи обох хвиль глобалізації, оскільки в обох випадках в потоках міжнародного капіталу домінували приватні позичальники, а валютні кризи, інспіровані бюджетними дефіцитами, є ознакою тільки 1980-х рр. Окрім цього, за їхніми обрахунками швидкість одужання економіки у зазначені періоди є приблизно однаковою, так само приблизно однаковими є

втрати у ВВП, але суттєвою різницею є те, що сучасні банківські кризи набагато більшою мірою пов'язані з валютними дестабілізаціями, ніж це було раніше³³⁹.

М.Бордо та А.Моши з іншого боку аналізують дану проблему. Згідно них, впродовж панування міжнародного золотого стандарту швидкість поширення фінансової інфекції була вищою, а дестабілізація макроекономічної ситуації в країнах, пов'язаних між собою торгівельними та фінансовими зв'язками, викликана нею, була суттєвішою. Це видно з характеру реакцій довгострокових процентних ставок на кризові потрясіння на ринках різних країн³⁴⁰. Основна причина полягає в тому, що за рахунок жорсткого монетарного режиму, яким є золотий стандарт, прив'язка грошової пропозиції до стану резервних активів, фіксовані курси та висока мобільність капіталів були основними передумовами швидкого розповсюдження криз та враження ними різних ринків.

З вищевикладеного можна зробити наступні висновки: по-перше, якщо жоден з монетарних режимів не забезпечує суттєвих переваг один перед одним щодо забезпечення міжнародної економіки від валютно-фінансових потрясінь, а основним джерелом нестабільності виступає приватний сектор, то розгляд проблеми глобального регулювання навряд чи повинен концентруватись на аналізі можливостей запровадження тих елементів міжнародної валютної системи, які були до цього; по-друге, з домінуванням приватних потоків у міжнародному русі капіталу пов'язаний феномен подвійних криз, а також таке явище як перенесення банківських криз на валютні ринки; якщо ж в більшості випадків валютні кризи індукуються характером функціонування приватних ринків, а валютна вразливість країни інспірується крихітністю фінансово-банківського сектора, то дана проблема в принципі виходить за межі монетарного аналізу, оскільки її необхідно розглядати в контексті удосконалення системи нагляду за фінансовими посередниками та регулювання банківської діяльності. Попри те, що в умовах глобалізації банківське регулювання національного рівня дуже часто вже ефективно не спрацьовує, його удосконалення з допомогою координації міжнародної політики у цій сфері не потребує радикального перегляду інституціональних засад монетарних аспектів глобального регулювання.

Однак, найбільш суттєвою проблемою теперішнього етапу глобалізації є те, що валютні кризи (незалежно від того, чи вони є наслідком неефективної макроекономічної політики чи недосконалого банківського регулювання та нагляду) перекидаються з ринку на ринок, а імперфекції глобальних ринків (аналіз яких див. у параграфі 2.3.) стають рушійним механізмом рознесення фінансової інфекції. Природно, що за таких обставин виникає проблема екстерналій, які глобалізуються відповідно

³³⁹ Eichengreen B., Bordo M. Crises Now and Then: What Lessons From the Last Era of Financial Globalization? // NBER Working Paper. — 2002. — №8716. — P. 1-55.

³⁴⁰ Bordo M., Murshid A. Globalization and Changing Patterns in the International Transmission of Shocks in Financial Markets // NBER Working Paper. — 2002. — №9019. // www.nber.org.

до експансії фінансових ринків та інтеграції дедалі ширшого кола країн з ними. Усунення проблеми глобальних екстерналій в контексті підтримання фінансової стабільності у світі як глобального суспільного блага знову ставить питання про запровадження регулювання, що мало би зверхність щодо окремих держав.

Варто відзначити, що у сферах глобальної економіки, які забезпечують її експансію, на структурному та інституціональному рівні існує суттєва асиметрія. Так, сфера міжнародної торгівлі практично є глобально регульованою через функціонування Всесвітньої торгівельної організації. Подібні структури регулюють діяльність у сфері прямих іноземних інвестицій та міграції робочої сили, а у сфері монетарного устрою світу та його фінансової архітектури, які є матричними основами задавання макроекономічних рамок умов розвитку глобалізації, такого регулювання не існує. Таку регулятивну модель у сучасній економіці можна описати наступним чином: макроекономічне підґрунті глобалізації, яке водночас забезпечує рамові умови здійснення монетарної політики у відкритій економіці і, відповідно, валютно-фінансові зв'язки між країнами, існує у позарегулятивному режимі, а окремі сфери глобальної економіки, діяльність у яких забезпечує виникнення та відтворення на структурному рівні її рис, існує у режимі неоднорідного за глибиною та характером регулювання. З одного боку, формування такої моделі є прямим наслідком відмінного в часі виникнення інституціональної бази регулювання. Наприклад, виникнення системи міжнародного регулювання торгівлі відбулося за іншого міжнародного валютного устрою, але на сьогодні така система перетворилась на засіб глобального регулювання з достатньо чітким інституціональним каркасом, тоді як інституціональні зміни у міжнародному валютному устрої зачепили здебільшого тільки Статут МВФ без жодних застережень щодо “правил гри” і “три за правилами”. З іншого боку, така асиметрія регулювання напряду впливає з відсутності єдиного регулятивного центру. Внаслідок цього ті чи інші сфери глобальної економіки будуть регулюватись відповідно до поточної можливості досягнути симетрії інтересів між учасниками політико-економічного простору світу та інституціоналізувати досягнутий компроміс. У свою чергу, утворюється фактична безсистемність такого регулювання, каталізуючи проблему глобалізації екстерналій політики однієї країни чи групи країн, розв'язання якої стає можливим за наявності інституціональної системи (“глобального уряду”), що забезпечувала би зверхність щодо окремої держави та стала би джерелом систематизації регулювання відповідно до оптимуму за Парето.

Однак, на міжнародному рівні “глобального уряду” не існує, а отже апелювати до нього як до інстанції, дія якої вирішує проблему, неможливо. Дж.Сорос красномовно стверджує з цього приводу: “Ми живемо за умов глобальної економіки, тоді як політична організація нашого глобального суспільства є разюче неадекватною. ... Розвиток глобальної економіки не супроводжується розвитком глобального суспіль-

ства. Базовою структурою у політичному і соціальному житті лишається нація-держави. < > Для стабілізації і регулювання справді глобальної економіки нам потрібна глобальна система політичного ухвалення рішень. Інакше кажучи, нам потрібне глобальне суспільство для підтримки глобальної економіки”³⁴¹. Це ставить питання про те, що для глобального регулювання потрібен глобальний уряд, який би діяв без утворення глобальної держави, виникнення якої скоріше є нереальним. З одного боку, це актуалізує положення так званих гегемоністських теорій стабільності, згідно яких одна держава-лідер повинна взяти на себе відповідальність за підтримання стабільності усєї системи, функціонування якої би спиралось на ліберальні засади ринкової економіки, а експансія ринкового лібералізму повсюдно забезпечувала би гомогенність економічних процесів у всьому світі, сприяючи максимізації загального світового добробуту. Під таким кутом зору у свій час розглядалось комплементарне явище першої хвилі глобалізації і феномен *Pax Britannica*. Сьогодні існують інтенції розглядати другу хвилю глобалізації у її зв'язку з *Pax Americana*. Тобто, наявність держави-гегемона усуває проблему неадекватності інституціональних рамок ухвалення політичних рішень на глобальному рівні актуальному рівню глобалізації економіки, а необхідність функціонування політичних ринків усувається, оскільки рішення такої держави *a priori* повинні спиратись на примат загального добробуту. Зауважимо, що у монетарній площині гегемоністська концепція так чи інакше повинна проявлятися у тому, що така держава-лідер, водночас, є емітентом грошей, які є резервними активами, і забезпечує стабільність функціонування монетарного устрою світу через підпорядкування власних інтересів у сфері монетарної політики загальним.

З іншого боку, досвід показав не реалістичність припущень гегемоністських концепцій. А) З позиції тріадного поділу світу випливає, що окремий геоекономічний силовий блок не спроможний взяти на себе тягар відповідальності за глобальні процеси. Більше того, навіть США як найбільш потужна економіка світу, справляючи найсуттєвіший вплив на макроекономічні процеси глобального масштабу, не спроможні самотужки нести такий тягар. Як стверджувалось на двадцятій щорічній конференції (2001 р.) Центру глобальної взаємозалежності, “в сучасних умовах США самі по собі не спроможні зламати економічну динаміку у світовому господарстві із застою на підйом. Тут потрібні спільні зусилля і США, і Європейського Союзу, і Японії з рештою Азії”³⁴². Фахівці ФРС Л.Мейер, Б.Дойл, Дж.Гагнон, Д.Гендерсон, розглядаючи дану проблему з позиції координації макроекономічної політики у світі, ще більш категоричні. Вони стверджують, що країни Великої Сімки

³⁴¹ Сорос Дж. Криза глобального капіталізму: (Відкрите суспільство під загрозою) / Пер. з англ. — К.: Основи, 1999. — С. 17., С. 27.

³⁴² Роль мировых рынков в условиях глобализации // Экономика и управление в зарубежных странах (по материалам иностранной печати). — Информационный бюллетень №2. — М.: ВИНТИ, 2003. — С. 22.

на сьогодні залишаються основою глобального росту, але ріст у таких країнах за рахунок інших вже неможливий³⁴³. Така ситуація обумовлюється тим, що глобалізація трансформує характер взаємозалежності економік в світі. Навіть попри його тріадний поділ значення країн третього світу і особливо країн з ринками, що виникають, зросло настільки, що без них довгострокове економічне зростання розвинутих країн неможливе. Дане явище визначається не тільки зростанням відносного значення третього світу, але й тим, що він вже є складовою глобальних відтворювальних, виробничо-технологічних ланцюгів, є важливим елементом фінансових диверсифікаційних стратегій. Зокрема, без такої диверсифікації економічна динаміка розвинутих країн суттєво пригнічувалась би надлишком капіталу (що має негативні і монетарні наслідки: надлишок капіталу призводить до падіння процентних ставок, а це робить монетарну політику неефективним макроекономічним інструментом), внаслідок чого алокаційна ефективність економіки багатих країн також би погіршувалась, внаслідок того, що вона би відірвалась від конкуренції з третім світом. Це особливо яскраво продемонструвала Азійська криза. Фінансові потрясіння у країнах з ринками, що виникають, звужують потенціал економічного зростання розвинутих країн, а рецесія в останніх звужує потенціал зростання у перших.

Б) В контексті монетарного аспекту неспроможності гегемоністської концепції слід відзначити наступне. Досвід першої глобалізаційної хвилі продемонстрував, що правила золотого стандарту, на якому вона багато в чому базувалась, порушувались понад усе саме країнами-лідерами. Банк Англії був одним з перших, хто за рахунок орієнтації на внутрішню рівновагу зменшував залежність власної грошової пропозиції від стану резервів та платіжного балансу (детальніше див. параграф 1.3.). Занепад Бреттон-вудської системи також довів, що країна-лідер (в даному випадку США) не поступиться власними монетарними інтересами задля загального блага. В сучасних умовах ситуація ще більш однозначна, оскільки відсутність загальновизнаних резервних активів, валютний монополізм долара, євро і єни та домінування долара США у валютних резервах та глобальних фінансових операціях привносить елемент динамічної нестабільності у монетарний вимір гегемоністської моделі світу. Це обумовлюється не тільки фактором конкуренції у валютній площині глобальної економіки, але й тим, що домінування центральних банків тріади з явним перекосом на користь значення ФРС у такому монетарному вимірі є неадекватним спроможності таких центральних банків забезпечувати боротьбу з глобальними проблемами та нести відповідальність за вихід з глобальної рецесії. Особливо гострою ця ситуація виглядає за екстраполяції на США, які не спроможні самотужки подолати глобальну рецесію, але спроможні розв'язати глобальну інфляцію за рахунок втрати механіз-

³⁴³ Meyer L., Doyle B., Gagnon J., Henderson D. International Coordination of Macroeconomic Policies: Still Alive in the New Millennium // Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers. — 2002. — №723. — P. 35.

мом корекції дефіциту платіжного балансу своєї ефективності через завищений попит на долари та гіпертрофію валютних резервів у світі, понад усе в азійських країнах.

В) Гегемоністська модель тільки тоді стає ефективною, коли держава, що являється гегемоном, сама має внутрішні інтенції до цього, а, отже, готова пожертвувати своїм благом заради добробуту світу. В цьому плані існує суттєва відмінність між епохами *Pax Britannica* та *Pax Americana*. Велика Британія, попри те, що започаткувала практику порушення правил гри золотого стандарту, була готова виконувати таку роль. Це проявилось, наприклад, у міжвоєнний період, коли розглядаючи девальвацію чи нестабільність фунта як передумову дефляційного ухилу політики у всьому світі та підвищення загальної невизначеності у міжнародних економічних відносинах, Британія пішла на відновлення довоєнного паритету фунта та золота, чим спровокувала внутрішню рецесію. У випадку з США таких прикладів не існує, що пов'язано з укоріненими у свідомість американського політикуму стереотипами американської самодостатності, в першу чергу у сфері економіки. А це якісно змінює ситуацію. США не погодяться нести тягар економічного гегемонізму задля блага усього світу. Це красномовно демонструють Дж.Франкель та Н.Рубіні, стверджуючи: “Багато американців зараз відмовляються сплачувати ціну задля глобального лідерства, навіть тоді, коли ціна є низькою. Існує брак інтересу до інтернаціоналізму. США виграли Холодну війну, так само як і міжнародну економічну конкуренцію, але вони достатньо не цікавляться колекціонуванням своїх перемог для того, щоб зробити невеличкий депозит, який вимагається статусом гегемона”³⁴⁴.

Отже, утворення “глобального уряду” як альтернативи гегемоністській концепції повинно було би розв’язати наведені протиріччя. Однак, не кажучи про те, що “глобальний уряд” є викликом глобальному лібералізму, який саме в глобалізації вбачає можливість самореалізації, звужуючи регулююче втручання у ринкові процеси на будь-якому рівні, він (такий уряд) залишається не життєздатною моделлю, яка могла би бути покладеною в основу радикальної трансформації монетарної системи світу та його фінансової архітектури. Відсутність інституціонального каркасу, в рамках якого би ефективно функціонувала система стимулів та покарань, *a priori* легітимізованих конвенціональними засадами виникнення самого цього каркасу як такого, ставить модель “глобального урядування” в залежність від симетрії інтересів учасників світової спільноти, реальність якої би означала, що для ухвалення рішення потрібно було би визначити тільки правила голосування, а одностайне схвалення призвело би до виникнення Парето-оптимального результату, а схвалення на основі правила більшості наближало би такий результат до Парето-оптимального з певним

³⁴⁴ Frankel J., Roubini N. The Role of Industrial Country Policies in Emerging Market Crises // NBER Working Papers. — 2001. — №8634. — P. 27.

перерозподільчим зазором. Однак, це неможливо, оскільки світова спільнота не має симетричних інтересів, а тому вихід за межі переговорного процесу залишає стан речей незмінним. Відсутність стимулів та покарань і є тою іманентно важливою складовою міжнародного формату переговорів про “глобальний уряд”, наявність якої уможливила би якщо не формування симетричних інтересів, то принаймні збереження переговорного процесу в актуалізованому стані. За рахунок цього модель “глобального урядування без глобального уряду” виглядає більш привабливою з міркувань політико-економічної життєздатності, але вона наперед визначає, що таке “урядування” не спиратиметься на легітимізовані інституціональні рамки, релевантні всім учасникам світової політики та економіки. Як наслідок, це наперед звужує можливі варіанти трансформації монетарного устрою світу та його фінансової архітектури відповідно до засад: спроможності різних країн об’єднуватись в групи; вагомості таких груп в геоekonomічному плані та в плані впливу на глобальні процеси (тобто вичленення таких груп і задаватиме погоджений формат переговорів всередині групи, що і проявляється на прикладі країн Великої Сімки). В таких умовах “глобальне урядування” зводиться до переведення координації політик на системну основу з прецедентним розв’язанням проблеми формату ухвалення рішень та постановки питань щодо об’єктів координації. Незважаючи на те, що така модель зберігає *status quo*, на думку Афонцева, “враховуючи інтенсивність змін, що відбуваються у світогосподарській системі, видається малоімовірним, що консенсус з питань глобального управління світовою економікою зможе сформуватися ще до того, як виникне необхідність нового перегляду відповідних економічних та політичних уявлень”³⁴⁵. За рахунок цього, “глобальне урядування” базуватиметься на метапринципах координації, потреба в якій буде актуальною для учасників мірою їх власних потреб, чи мірою реакції на потребу інших, зважену на те, як це, знову таки, позначається на можливості задоволення власної потреби.

Враховуючи вищесказане, трансформація монетарного устрою світу та його фінансової архітектури перебуватиме у достатньо вузьких рамках запровадження інновацій у сфері глобального регулювання. Це також означає, що повернення до будь-яких форм загальноновизнаних резервних активів, які би були відмінними від існуючих провідних валют і нагадували би СДР, або навпаки, суттєво відрізнялися від СДР-івського стандарту МВФ, є неможливий. Усі варіанти щодо реформування монетарного устрою світу як визначального компонента системи глобального регулювання можна звести у наступні групи: перша група — радикальне реформування валютного устрою світу через запровадження нових резервних активів, що робило би коректування платіжних балансів симетричним і якомога більш автоматичним, вна-

³⁴⁵ Афонцев С. Проблема глобального управления мирохозяйственной системой: теоретические аспекты // МЭиМО. — 2001. — С. 67.

слідок чого усувалась би проблема надмірної волатильності валютних курсів; друга група — посилення витоків координації у сфері валютної політики провідних країн та можлива формалізація зусиль, спрямованих на обмеження коливань валютних курсів; третя група — посилення витоків у координації у сфері монетарних пріоритетів для забезпечення більш щільного контролю за грошовою пропозицією на глобальному рівні з метою усунення монетарних передумов глобальної інфляції та волатильності валютних курсів як наслідку першої; четверта група — посилення витоків у координації у сфері монетарних пріоритетів через використання елементів таргетування глобальних макроекономічних показників.

У чистому вигляді перший варіант може повернути симетрію між центральними банками по типу, як це мало місце за часів золотого стандарту. Згідно Л.Абалкіна, у такий спосіб буде забезпечено обмеження “ринкового фундаменталізму” через формування нової резервної валюти”, на основі чого відбудеться відновлення рівноваги між ринковими та неринковими витоками регулювання монетарних процесів у глобальній економіці³⁴⁶. На думку Д.Смыслова, подібні варіанти мають прокейнсіанську основу, спрямовану на те, щоб відновлення рівноваги платіжного балансу відбувалось автоматично та симетрично за одночасної стабілізації валютних курсів³⁴⁷. З огляду на досвід краху Бреттон-вудської системи та існуючий рівень мобільності капіталів кейнсіанські версії трансформації глобальної фінансової архітектури, в основу чого було покладено резервний актив загальновизнаного характеру, необхідно визнати внутрішньо суперечливими. Це впливає з того, що запровадження загальновизнаних резервних активів може відновити процес автоматичного коректування платіжного балансу тільки за рахунок унеможливлення виконання монетарною політикою ролі стабілізаційного інструмента, що, на сутнісному рівні, не узгоджується з кейнсіанською макроекономічною доктриною.

Слід зазначити, що пропозиції подібного роду об’єднуються у групу найбільш радикальних рецептів трансформації валютної системи світу, що не виглядає реальним в світлі вище проведеного політико-економічного аналізу проблеми глобального регулювання. Окрім цього, подібні пропозиції можна піддати критиці з наступних позицій: по-перше, наприклад, згідно Абалкіна, запровадження нової резервної валюти відновить рівновагу у ринковому та неринковому регулюванні монетарних процесів, хоча система міжнародного золотого стандарту, яка виникла шляхом еволюції та уособлювала компроміс щодо паперового внутрішнього обігу і механічності врівноваження грошової пропозиції з допомогою платіжного балансу та мобільності капіталів, функціонувала автоматично, а, отже, не потребувала втручання неринкового характеру, тоді як Бреттон-вудська система, яка мала вмонтовані такі механі-

³⁴⁶ Абалкин Л. Ещё раз о бегстве капитала из России // Деньги и кредит. — 2000. — №2. — С. 24-26.

³⁴⁷ Смыслов Д. Мировые деньги в прошлом, настоящем и будущем // Деньги и кредит. — 2002. — №7. — С. 57.

зми, тільки викривлювала проблему субординації пріоритетів внутрішньої та зовнішньої рівноваги; по-друге, подібні пропозиції не враховують інституціональну динаміку розвитку центральних банків та остаточне утвердження пріоритету внутрішньої рівноваги мірою розвитку економіки країни та зростання добробуту у ній; по-третє, запровадження нового резервного активу означатиме, що такий актив матиме синтетичний або технократичний характер (наприклад, товарна корзина), що, в принципі, не усуває можливість функціонування грошової системи і без центрального банку на основі відновлення системи приватної емісії, через що проблема глобального регулювання не тільки не буде вирішуватися в принципі, а, навпаки, поставить нові запитання щодо технології функціонування монетарної системи як такої та її наслідки для глобальної економіки з “регресом ринкового фундаменталізму” до мікрорівня окремої країни.

Друга група пропозицій спирається на те, що плаваючі курси є основною передумовою розвитку кризових ситуацій у валютно-фінансовій сфері. Сюди також можна додати те, що наявність плаваючих курсів далеко не завжди гарантує автоматичне коректування платіжного балансу відповідно до зміни курсових паритетів внаслідок ринкової активності, що, знову таки, сприяє тривалим відхиленням фактичних валютних курсів від їх рівноважних значень, а це, у свою чергу, спонукає до розвитку кризових процесів. Одна з перших пропозицій щодо повернення до системи фіксованих курсів була сформульована у 1984 р. Р.МакКінноном³⁴⁸. Згодом, починаючи з 1985 р., вона розвинулась у більш м'якому варіанті Дж.Вільямсоном³⁴⁹. Слід зазначити, що, фактично, такі пропозиції з'явилися або до того, або когерентно з часом, який вважається початком другої глобалізаційної хвилі, а, отже, негативні прояви глобалізації ще явно не були виражені і, власне, широких теоретичних уявлень про глобалізацію також іще не було. Причиною, чому саме в середині 1980-х рр. з'явився такий інтерес до фіксованих курсів у міжнародній економіці, можна вважати наступні явища: інфляційне зміщення 1970-х початку 1980-х рр., коли центральні банки більшості розвинутих країн не змогли забезпечити цінову стабільність, спираючись на плаваючі курси; розгортання критики монетаристської технології забезпечення стабільності цін, в основу якої було покладено таргетування грошової маси; криза зовнішнього боргу країн, що розвиваються, та криза міжнародної ліквідності, спровоковані змінами у напрямку монетарної політики у розвинутих країнах, понад усе в США; різка зміна в трендах курсових паритетів валют розвинутих країн, детермінована різкою ревальвацією долара внаслідок переходу ФРС до жорсткої антиінфляційної політики у 1979 р. Дані фактори відображають як внутрішньо монетарні аспекти апологетики на користь фіксації валютних курсів, так і ас-

³⁴⁸ McKinnon R., *An International Standard for Monetary Stabilization*. — Wash. (D.C.): Institute for International Economics, 1984.

³⁴⁹ Williamson J. *The Exchange Rate System*. — Wash. (D.C.): Institute for International Economics, 1985.

пекти функціонування міжнародної економіки, в якій мобільність капіталів почала нарощувати оберти і з'явилися перші ознаки структурної взаємозалежності, утворені внаслідок ринкової взаємодії, а не існування спільного для всіх резервного активу. Втім, МакКіннон продемонстрував, що такі аспекти можуть поєднуватись на рівні активності окремого центрального банку. Згідно нього, дестабілізуючий вплив грошової пропозиції ФРС на циклічні коливання американської економіки обумовлений намаганнями пристосувати динаміку грошової бази до екзогенного попиту на долари. Тобто, корекція грошової пропозиції, спрямована на згладжування курсових коливань, зумовлених зовнішнім попитом, не є циклічно нейтральною, що призводить до погіршення макроекономічних результатів і в економіці США, і в світі. Звідси випливає, що фіксація курсів між провідними країнами ліквідує саму потребу коректувати валютний курс, внаслідок чого флуктуації грошової бази ФРС зменшаться, мінімізуючи інспіровані цим коливання ділової активності. В основу фіксації валютних курсів повинна бути покладена валютна корзина, яка складається з валют провідних країн.

Згідно Вільямсона система фіксації валютних курсів, перш за все між країнами тріади, повинна бути більш м'якою, відображаючи збереження внутрішнього адаптивного механізму, властивого м'яким курсовим режимам. Згодом, така позиція лягла в основу широковідомої пропозиції щодо запровадження "цільових валютних зон", методологія функціонування яких була розроблена Вільямсоном у ряді подальших праць³⁵⁰. Її зміст полягає у тому, що між країнами тріади визначається рівноважні валютні курси, довкола яких, у допустимому діапазоні коливань, можуть флуктувати долар, європейська валюта та єна. Наближення до границь цільової зони повинно бути сигналом для вжиття заходів щодо корекції монетарної політики або ж дво- чи багатосторонніх інтервенцій для підтримання номінальних курсів у цільовому діапазоні.

Перевагою даної системи є те, що вона дозволяє поєднати елементи стабільності фіксованих курсів з гнучкою реакцією паритетів на зміну довгострокових рівноважних умов. Зміст цього полягає в тому, що фіксація паритетів повинна здійснюватись відповідно до валютних курсів, які би відображали динаміку фундаментальних макроекономічних змінних. Як наслідок, самі паритети можуть змінюватись у довгостроковому періоді з відповідним оголошенням світовій громадськості про необхідність зміни параметрів цільової зони, але в цілому система забезпечуватиме сталість курсових співвідношень провідних валют у короткостроковому періоді. У свою чергу, мінімізація поточної курсової волатильності повинна мати подальші позитивні наслідки для всієї міжнародної економіки, оскільки: зменшаться надбавки за

³⁵⁰ Williamson J. Target Zones and the Management of the Dollar. — Wash. (D.C.): Institute for International Economics, 1986.; Williamson J., Miller M. Targets and Indicators // Policy Analyses in International Economics. — 1987. — №22.

валютний ризик; з'являться додаткові стимули для розвитку міжнародної торгівлі; країни третього світу будуть меншою мірою зазнавати негативного впливу на свої платіжні баланси та боргову позицію з боку несподіваних коливань валютних курсів тріади, внаслідок чого посиляться рамкові умови підтримання валютно-фінансової стабільності у світі тощо.

Слід зазначити, що для побудови моделі цільових валютних зон була суттєво переглянута концепція рівноважних валютних курсів. Так, ще з часів Г.Касселя (початок ХХ ст.) панувала парадигма паритету купівельної спроможності (ПКС), яка, у свою чергу, спирається на закон єдиної ціни, відомий з часів Д.Рікардо, Дж.С.Мілля та А.Маршала. Саме доктрина ПКС була методологічним підґрунтям дослідження та виявлення рівноважних валютних курсів, авторитет якої підтримувався завдяки численним емпіричним дослідженням, що підтверджували теоретичну валідність даної гіпотези на широкому прикладі емпіричних даних у довгостроковому періоді. Якщо до кінця 1970-х рр. в основу емпіричних досліджень були покладені методи кореляційно-регресійного аналізу, то у теперішній час панують складніші економетричні моделі, на основі яких багатьом економістам вдається підтвердити відповідність між динамікою валютних курсів та ПКС³⁵¹. В теорії валютних курсів сформувалась своєрідна дихотомія: ПКС, з одного боку, є відображенням довгострокових тенденцій, а численні монетаристські, структурні та інституціональні моделі валютних курсів, з іншого боку, пояснюють відхилення фактичних курсів від ПКС. Проте, для побудови системи цільових валютних зон доктрина ПКС є непридатною, що довів Дж.Вільямсом, запропонувавши альтернативний підхід у вигляді рівноважних валютних курсів, що відповідають фундаментальній рівновазі, або фундаментально рівноважних валютних курсів (ФРВК).

Згідно С.Рен-Левіса, на сьогодні доктрина ФРВК є найсуттєвішим конкурентом теорії ПКС, з огляду на те, що вона краще пристосована для аналізу фундаментальної рівноваги в умовах, що швидко змінюються³⁵². Основна проблема доктрини ПКС полягає в тому, що згідно неї ціни на однаковий набір товарів у різних країнах повинні вирівнюватися за рахунок арбітражних операцій, каналом яких є міжнародна торгівля, а передумовою для їх ефективності — гнучке та симетричне ціноутворення. В сучасних умовах, ціноутворення в більшості випадків не є симетричним, оскільки ціна відображає тільки один аспект споживчих преференцій (і не враховує інші, наприклад, якість тощо), та відбувається на ринках з недосконалою конкуренцією. Більше того, світові ринки, особливо товарів з високим ступенем обробки, побудовані за принципом олігополістичної конкуренції, внаслідок чого ціни тяжіють

³⁵¹ Більше детальний аналіз ПКС в теоретичних уявленнях про рівноважні валютні курси див.: Вахненко Т. Визначальні фактори формування валютних курсів // Вісник НБУ. — 2004. — №8. — С. 31-37.; Моисеев С. Макроанализ валютного курса: от Касселя до Обстфельда и Рогоффа // Вопросы экономики. — 2004. — №1. — С. 49-65.

³⁵² Wren-Lewis S. Exchange Rates for the Dollar, Yen and Euro // Institute for International Economics Policy Brief. — 1998-3. // www.iir.com.

до негнучкості, а міжнародна торгівля слабо реагує на зміни в реальних валютних курсах в розрізі багатьох країн, особливо розвинутих. Як наслідок, у середньостроковій перспективі рівноважні валютні курси не будуть відображенням дії закону єдиної ціни, а будуть похідними тих чи інших макроекономічних факторів.

Така парадигмальна зміна поглядів на рівноважні валютні курси має і функціональне значення, оскільки цільові валютні зони підтримуються органами макроекономічної політики, перш за все центральними банками, які можуть впливати тільки на макроекономічні процеси. Через це курси, рівноважні згідно ПКС, автоматично випадають з площини об'єктивного відображення зв'язків між ними та такими процесами, оскільки детермінуються факторами, на які макроекономічні органи впливати не можуть (наприклад, інституціональна структура міжнародних і внутрішніх ринків та їх алокаційна ефективність). Згідно доктрини ФРВК, рівноважними будуть валютні курси, які є консистентними зі станом економіки у внутрішній рівновазі, коли ВВП перебуває на своїй трендовій траєкторії, а спроможність центральних банків впливати на реальні процентні ставки і пов'язані з ними реальні валютні курси, усувається. Тобто, такі рівноважні курси можна ідентифікувати як циклічно згладжені без впливу на них мобільності капіталів, що з'являється внаслідок відхилення фактичних і очікуваних процентних ставок на форвардних ринках, результатом чого є перелив капіталів відповідно до ефекту Фішера. Важливою складовою доктрини ФРВК є те, що згідно неї рівноважний платіжний баланс не обов'язково повинен дорівнювати нулю. Існує цілий набір структурних факторів, які визначають те, що не нульове сальдо поточного рахунку кореспондує зі станом внутрішньої рівноваги, наприклад, внаслідок відсутності балансу між інвестиціями та заощадженнями, зумовленої асиметричними технологічними зрушеннями чи відмінною демографічною ситуацією в розрізі країн. Відповідно курс, рівноважний за доктриною ФРВК, буде ув'язувати зовнішню торгівлю з даним станом поточного рахунку, що відображає внутрішню рівновагу.

На сьогодні доктрина цільових валютних зон залишається найбільш проробленою альтернативою плаваючим валютним курсам, яка зорієнтована на реформування монетарного устрою світу. По-суті, вона перетворилась на вісь, довкола якої будуються численні варіації щодо побудови валютних відносин у світі, в основу чого покладено принцип обмеження курсових коливань та поступового запровадження між розвинутими країнами режиму валютних курсів, наближеного до фіксованого. Те, що даний концепт не реалізований на практиці, але породив стільки варіацій, попри те, що відповідає баченню багатьох провідних економістів щодо необхідності зменшити курсову нестабільність в світі, обумовлено процесами глобалізації. Масштаб потоків капіталу, їх волатильність та плинність тенденцій на валютних ринках роблять неможливим прямий перехід до цільових валютних зон як основи реформу-

вання міжнародного монетарного устрою, що і є основою еволюції поглядів на пропозицію Вільямсона щодо забезпечення курсової стабільності в світі.

Таким еволюційним баченням цільових валютних зон є, наприклад, пропозиція Ф.Бергстена, О.Даванні та П.Жаке, згідно якої виходу на систему фіксації курсів по типу цільових зон між провідними країнами повинні передувати кілька етапів³⁵³. Такими етапами є інтенсифікація спостережень та нагляду (*surveillance*) за динамікою валютних курсів, запровадження “спокійних” (*quiet*) (м’яких) валютних зон та перехід до більш жорстких режимів фіксації. Тобто, на етапі посилення нагляду за валютними курсами реалізується більш щільний обмін інформацією про фундаментальні процеси та курсові тренди, внаслідок чого у неформальному режимі ухвалюються рішення про координацію політики. Перетворення такого нагляду на системний вимір макроекономічних взаємовідносин між країнами призводить до природного утворення спільного бачення допустимих діапазонів коливань валютних курсів (спокійні зони), а реалізація політики на підтримання курсів в межах таких зон еволюціонує у наближення до цільових зон з більш жорсткою фіксацією валютних курсів.

Основним принципом такого етапного підходу є інтенсифікація координації між країнами тріади і Великої Сімки та підвищення значення МВФ (нагляд за рівноважними курсами), що є інституціональною передумовою для можливості проходження кожного з етапів. Згідно даних авторів в основу практичної реалізації координації повинен бути закладений інструмент стерилізованих інтервенцій. Відхилення фактичних курсів від рівноважних (згідно доктрини ФРВК) є підставою для втручання центральних банків. Тут слід зазначити, що втручання органів грошової влади у функціонування міжнародних валютних ринків за відхилення фактичних курсів від рівноважних за ПКС є в принципі неможливим (такі курси рідко коли співпадають у певний момент чи навіть у середньостроковій перспективі), призводячи до підвищення нестабільності у глобальній економіці.

Причому, таке втручання повинно спиратись на два принципових моменти: підтримання курсової стабільності не повинно йти всупереч з політикою забезпечення стабільності цін; для ухвалення рішень про інтервенції необхідний нагляд за відповідністю процесів диверсифікації глобальних інвестиційних активів фундаментальним макроекономічним процесам, інакше — це є імперфекції ринків, що викривлюють валютні курси, а останні, відповідно, повинні бути відкоректовані. Стосовно першого, слід зазначити, що такий погляд, будучи консистентним з еволюцією самих центральних банків, фактично визначає примат внутрішньої рівноваги, що суттєво обмежує можливості для втручання у валютні ринки. Щодо останнього, то

³⁵³ Bergsten F., Davanne O., Jacquet P. The Case for Joint Management of Exchange Rate Flexibility // Institute for International Economics Working Paper. — 1999. — №9. — P. 1-30.

слід зазначити, якщо учасники ринків раціональні, то таке відхилення або відображає реальні преференції інвесторів (наприклад, схильність до більш ризикової поведінки в одні періоди, і схильність до менш ризикової поведінки в інші), або є наслідком невизначеності, внаслідок чого диверсифікація відображає технічне коректування валютної складової ризиків глобальних портфелів, яка і породжує невизначеність щодо динаміки валютних курсів і їх волатильність. А якщо так, то невизначеність є передумовою для неможливості з'ясувати, що насправді викликало таку волатильність, ірраціоналізуючи потребу в інтервенціях центральних банків: на підставі чого потрібне втручання, якщо невідомо, що викликало волатильність.

Якщо дані зауваження стосуються конкретно пропозиції Бергстена, Давані та Жаке, то сам підхід до реформування міжнародного монетарного устрою та фінансової архітектури світу на основі імплементації курсових режимів, наближених до фіксованих, повинен бути об'єктом концептуальної критики. Більше того, незважаючи на те, що підхід цільових зон та його подальша еволюція сформувались у 1980-х рр., коли рівень розвитку міжнародних ринків поступався теперішньому, його критика повинна спиратись на глобалізаційні процеси поточного моменту.

По-перше, імплементабельність будь-якої системи, що обмежує курсові коливання, є сумнівною з позиції аналізу монетарної політики у відкритій економіці у контексті проблеми “трилеми”. Примат орієнтації на внутрішню рівновагу на системному рівні активності центральних банків, закріплений в процесі інституціональних трансформацій органів грошової влади впродовж останнього десятиліття у більшості розвинутих країн та країн з ринками, що виникають, тобто тих країн, які складають ядро глобалізації, залишає можливою альтернативу: або плавання курсів і мобільність капіталів, або фіксація курсів і обмеження на рух капіталів. Перший варіант зберігає *status quo*. Другий — є викликом самій глобалізації, а отже вигодам для більшості економік, які з нею пов'язані, внаслідок чого такий варіант є мало ймовірним з політико-економічної точки зору. Пожвавлення дискусій з приводу так званого податку Тобіна демонструють не намагання обмежити мобільність капіталів у світі, а намагання: а) розширити зазор між мобільністю та спроможністю центральних банків підтримувати внутрішню макроекономічну стабільність, що не є принциповим для реформування глобальної фінансової архітектури; б) створити фіскальні передумови для глобального регулювання у контексті розширення фінансової бази міжнародних фінансових організацій, перш за все МВФ та Світового банку. Більше того, як зазначалось у параграфі 4.1., з виникненням силових полюсів у глобальній економіці та корельованістю процентних ставок окремих країн-учасниць широких валютних зон ставками у країнах-силових центрах, проблема “трилеми” відтворюється здебільшого тільки на рівні макроекономічних взаємовідносин у глобальній економіці між такими силовими центрами. Природно, що таке відтворення ко-

респондує з підвищенням загальних обсягів капіталу, що циркулює між широкою валютною зоною, а не просто між країною-центром такої зони, внаслідок чого ефективність обмеження курсових коливань буде ризиковою з міркувань забезпечення внутрішньої макроекономічної стабільності.

По-друге, якщо рівноважний валютний курс може не кореспондувати зі збалансованим поточним рахунком, то це ставить питання про відносний характер таких рівноважних курсів у контексті функціонування міжнародної валютної системи. Так, якщо бачення врівноваженого платіжного балансу згідно доктрини ПКС спирається на кореспонденцію між валютним курсом та нульовим сальдо поточного рахунку, то згідно доктрини ФРВК ситуація змінюється. Рівноважним буде той платіжний баланс, дефіцит якого може бути профінансований без суттєвих негативних наслідків для економіки, а профіцит — не становитиме інфляційної загрози. Звідси випливає, що в умовах глобалізації, коли можливості фінансувати платіжний дефіцит зростають, рівноважні курси фактично завжди можуть співвідноситись із зовнішньою нерівновагою. Позитивним наслідком цього є рух капіталу, який вирівнює процентні ставки і покращує алокацію ресурсів у глобальному масштабі, але зворотним наслідком буде те, що в окремих випадках масштабні платіжні дефіцити окремих великих країн (перш за все США) справлятимуть негативний вплив на глобальну економіку навіть за рівноважних валютних курсів. Як наслідок, позитивом фіксації валютних курсів в системі цільових зон буде зменшення курсової волатильності, але це не гарантує, що глобальна економіка не зазнаватиме негативного впливу з боку платіжного балансу великих країн, які мають рівноважний курс, але водночас перебувають у стані розбалансованості поточного рахунку. Якщо ж повернутись до прикладу США, то, згідно висновків Ф.Бергстена та Дж.Вільямсона, домінуючим поглядом на врівноваження платіжного балансу США є масштабна, але поступова, девальвація долара: від 20% для наближення до стану початку корекції платіжного дефіциту до 10% на рік впродовж кількох років поспіль, щоб запобігти значним зовнішнім дефіцитам у майбутньому³⁵⁴. А це, у свою чергу, загострюватиме проблему міжнародної ліквідності, оскільки одним з найбільш ємних джерел її експансії є платіжний баланс США.

По-третє, фіксація валютних курсів всередині тріади неодмінно позначиться на підвищенні волатильності процентних ставок. Тобто, намагання обмежити волатильність валютних курсів призведе до підвищення коливань ставок проценту і навпаки. В умовах сучасного характеру структурної взаємозалежності, коли вплив на економіку країн, що розвиваються, з боку ситуації у розвинутих країнах передається не тільки по каналах торгівлі, але й по каналах фінансових ринків, альтернатива

³⁵⁴ Bergsten F., Williamson J. Dollar Adjustment: How Far? Against What? // Institute for International Economics Papers. — 2004. — P. 21-23.

плаваючим курсам долара, євро та єни не є однозначно позитивною. Основна передумова цього — нарощування фінансової відкритості країн, що розвиваються, та їх інтеграція з глобальними ринками капіталів. Як наслідок, фіксація валютних курсів всередині тріади буде позитивно впливати на розвиток торгівлі у глобальній економіці, але, підвищуючи коливання процентних ставок, підвищуватиме вразливість третього світу у фінансовому аспекті. Таке явище пов'язано з наступними процесами.

А) Волатильність процентних ставок у розвинутих країнах може виступати безпосереднім фактором валютно-фінансової кризи у країнах з ринками, що виникають. Дж.Франкель та Н.Роубіні констатують, що підвищення процентних ставок у США практично завжди передувало кризам впродовж 1990-х рр. у країнах з ринками, що виникають. Це стосується Мексики 1994 р., Таїланду 1997 р., Росії 1998 р., Бразилії у 1999 р., Аргентині та Туреччині 2000-2001 рр. Причому, зниження процентних ставок Федеральною резервною системою також інколи позначається на послабленні посткризового шоку. Це особливо яскраво проявилось у послідувачі після кризи роки у Мексиці, Азії та Бразилії, коли ефект девальвації їхніх валют супроводжувався зниженням світових процентних ставок, що здешевлювало міжнародні та й внутрішні запозичення; хоча подібне зниження ставок у період, що слідував за кризами у Туреччині та Аргентині, не призвело до суттєвого покращення ситуації у таких країнах³⁵⁵.

Така ситуація пов'язана з проявом двох системних явищ, які характеризують сучасну глобальну економіку. Перше, як вже зазначалось, — глобальні інвестиційні потоки часто обумовлюються не фундаментальними макроекономічними процесами, а преференціями інвесторів. Звідси — підвищення ставок у розвинутих країнах на тлі поведінки, спрямованої на несприйняття ризику, є фактором відпливу капіталів з ринків країн, що розвиваються, тоді як зниження ставок у розвинутих країнах заохочує протилежні фінансові потоки, які можуть бути каталізованими за рахунок зміни ставлення до ризику. Друге — монетарне лідерство ФРС створює ситуацію, коли зміни процентних ставок в США сприймаються глобальними ринками як утворення нового глобального рівноважного рівня у сфері пропозиції грошей. За рахунок цього, небажання знижувати процентні ставки окремим центральним банком може нічого не значити для відпливу капіталів; навпаки, це сигналізуватиме про неспроможність підтримувати курсову стабільність у майбутньому, що суперечить традиційним уявленням про роль монетарної рестрикції в системі запобігання девальвації. Природно, що підвищення волатильності процентних ставок всередині тріади матиме негативні наслідки для решти світу.

³⁵⁵ Frankel J., Roubini N. The Role of Industrial Country Policies in Emerging Market Crises // NBER Working Papers. — 2001. — №8634. — P. 10-11.

Б) Як вже зазначалось (див. параграф 4.1.), глобальні потоки капіталу особливо чутливі до процентних ставок та, зрештою, до ділового циклу та циклу монетарної політики, понад усе в США. Фіксація ж курсів між доларом, євро та єною створює ситуацію, коли флуктуації на ринках капіталів, детерміновані змінами у монетарній політиці провідних геоелекономічних центрів, що є наслідком реакції на коливання валютних курсів, не співпадатимуть з динамікою ділового циклу. Відповідно, на глобальні потоки капіталу відмінності в діловому циклі та в циклі монетарної політики будуть справляти протилежний вплив, або ж взаємовиключний вплив. В сукупності, це призведе до підвищення невизначеності у сфері функціонування міжнародних фінансових ринків, що тільки загострюватиме валютно-фінансову вразливість країн третього світу. Згідно, К.Рейнхарт та В.Рейнхарт наразі не існує яскраво виражених ознак того, що фіксація валютних курсів між США, зоною євро та Японією є більш вигідною для глобальної економіки за рахунок створення додаткових стимулів для розвитку торгівлі, ніж збереження плаваючих курсів між ними, що звужує волатильність процентних ставок і створює стимули для позитивного впливу на глобальну економіку з боку фінансової сфери³⁵⁶. Більше того, за період 1970-1999 рр. середні темпи зростання в нових індустриальних країнах Азії склали 8,49% коли волатильність ставок у США була низькою, а коли волатильність валютних курсів між США, ЄС та Японією була низькою — 7,02%; аналогічні показники для країн, що розвиваються, в цілому склали 5,54% та 4,56%, для країн Африки — 3,12% та 2,75%, Азії — 6,87% та 6,89%, Близького Сходу та Європи — 5,42% та 3,37%, Західної Півкулі — 4,09% та 1,98%. Це саме стосується випадку, коли порівнюється висока волатильність ставок у США та висока волатильність валютних курсів всередині тріади³⁵⁷.

Якщо припустити, що мірою експансії глобалізації фінансова інтеграція зросте, то вигоди від низької волатильності процентних ставок будуть ще вищими. Така тенденція буде підсилюватися тим, що фінансова відкритість країн, що розвиваються, зростатиме, а затребуваність фінансової стабільності у світі з боку розвинутих країн дедалі загострюватиметься, що обумовлено ситуацією, коли межі економічного зростання в останніх відчутно визначаються економічною динамікою у перших. Відповідно, реформування міжнародного монетарного устрою за сценарієм, наслідком реалізації якого було би підвищення флуктуацій процентних ставок, є неефективним.

По-четверте, глобальна фінансова інтеграція та пов'язані з нею негативні наслідки високої волатильності процентних ставок, а також валютних курсів, актуалізують проблему асиметрії мандатів центральних банків. Такий мандат, будучи ін-

³⁵⁶ Reinhart C., Reinhart V. What Hurts Most? G-3 Exchange Rate or Interest Rate Volatility. — NBER Working Papers. — 2001. — №8535. — P. 20-28.

³⁵⁷ Ibid. — Table. 9.

ституціональним виміром макроекономічних установок органів грошової влади, багато в чому визначає параметри функції реакцій на коливання тих чи інших макроекономічних змінних. У свою чергу, потоки капіталу з певним рівнем еластичності реагують і на коливання таких змінних, і на коливання валютних курсів. Останні ж є похідними і потоків капіталу, і реакції ринків на динаміку макроекономічних змінних, і реакції (чи не реакції) центрального банку на їхню динаміку. Відповідно, чим більшою мірою відрізнятиметься функція реакції центральних банків, внаслідок дивергенції мандатів, тим більше буде відмінностей в адаптивних реакціях валютних курсів та потоків капіталу на поведінку органів грошової влади. Незважаючи на те, що зв'язки між курсоутворенням, капітальними потоками та динамікою макропараметрів є відмінними в розрізі країни, внаслідок структурних відмінностей між ними, спільний алгоритм актуалізації таких зв'язків все ж таки зберігається, внаслідок чого можна говорити про варіювання їх щільності. Відмінні ж реакції центральних банків на макроекономічні процеси призводитимуть до того, що попри вже наявну варіацію щільності указаних зв'язків добавлятиметься відмінна адаптивна реакція ринків, яка вже буде не просто послаблювати щільність зв'язків, а зменшуватиме їх структурну однорідність.

Наприклад, якщо на тлі невизначеності і як наслідок волатильності у короткостроковому періоді валютний курс в основному у середньостроковому періоді визначається ситуацією на ринках капіталів, а останній — динамікою внутрішньої ділової кон'юнктури, щільно пов'язаної з процентними ставками, то за симетричних шоків та відмінних мандатів, а отже і функцій реакцій двох центральних банків, намітиться підвищення волатильності валютних курсів. Це буде обумовлено наступним. Центральний банк, більшою мірою реагуючи на ВВП-розрив, буде менш схильний до підвищення процентних ставок, внаслідок чого експансивна політика створюватиме стимули для згладжування кон'юнктури, збереження активності на ринку капіталів, що мало би позитивно відобразитись на збереженні зв'язку між останнім та валютним курсом, але, водночас, актуалізуються монетарні фактори курсоутворення (наприклад, гіперреакція валютного курсу згідно моделі Дорнбуша), які можуть йти в розріз з його середньостроковим трендом, підвищуючи поточну волатильність. Центральний банк, більшою мірою реагуючий на інфляцію, буде тяжіти до підвищення ставок, створюючи несприятливі передумови для кон'юнктури та її впливу на ринок капіталів. Але, підвищення ставок може заохочувати приплив капіталів відповідно до ефекту Фішера і відповідно до усвідомлення ринками, що реакція на інфляцію теперішнього моменту може означати покращення макроекономічного середовища для пожвавлення кон'юнктури у майбутньому. Як наслідок, за збереження подібного характеру зв'язку між валютним курсом та ситуацією на ринках капіталів у середньостроковій перспективі, поточна волатильність курсів між валю-

тами двох країн може бути збільшена виключно відмінними реакціями центральних банків на шоки.

У свою чергу, це є теоретичним аргументом на користь того, що фіксація валютних курсів не є визначальною передумовою зниження їх волатильності. Більше того, конвергенція мандатів та створення інституціональних передумов для зближення функцій реакцій центральних банків може створити сприятливе підґрунтя для мінімізації коливань процентних ставок та валютних курсів одразу, хоча сама така конвергенція потребує координації міжнародної політики, приклади чого мали місце впродовж 1990-х рр., понад усе у Європі.

Дослідження К.Каттнера та А.Позена щодо окремого елемента інституціонального каркасу центральних банків — транспарентності — є емпіричним прикладом того, як інституціональні фактори організації органів грошової влади можуть впливати на волатильність валютних курсів. Згідно них, транспарентність центральних банків є безпосереднім фактором варіації волатильності в розрізі пар валют.

Так, починаючи з 1980-х рр. спостерігався високий рівень транспарентності Бундесбанку, процес підвищення транспарентності ФРС та поступове зниження транспарентності Банку Японії. Як наслідок, особливо впродовж 1990-х рр. спостерігається зниження волатильності коливання курсу між долларом та маркою ФРН мірою зближення рівнів транспарентності Бундесбанку та ФРС. При цьому, дивергенція в рівнях транспарентності між останньою та Банком Японії позначилась на підвищенні волатильності курсу між єною та долларом за відповідний період; це саме стосується підвищення волатильності між єною та маркою. Висновок Каттнера та Позена йде далі, ніж виключно проблема транспарентності. Максимізація зближення інституціональних режимів функціонування трьох провідних центральних банків світу (зокрема, через запровадження експліцитного таргетування інфляції) є важливим для зменшення коливань валютних курсів в глобальній економіці³⁵⁸.

По-п'яте, найбільш суттєвим викликом будь-якому варіанту трансформації міжнародного монетарного устрою на засадах відновлення фіксації валютних курсів є асиметричність циклічної активності економік США, зони євро та Японії. Власне, невідповідність між циклами і створює фундаментальні макроекономічні передумови того, що в умовах високої мобільності капіталів обмеження курсових коливань може дестабілізувати внутрішню ситуацію всередині тріади і глобальну економіку в цілому. Слід зазначити, що проблема курсової стабільності та ділових циклів має подвійний прояв. Як показав досвід монетарної уніфікації у Західній Європі та цілий ряд досліджень варіантів міжнародної координації монетарної політики, фіксація валютних курсів створює передумови для зближення ділових циклів (зокрема, ви-

³⁵⁸ Kuttner K., Posen A. Inflation, Transparency, and G3 Exchange Rate Volatility // Institute for International Working Papers. — 2004. — №6. // www.iie.com.

сновки про те, що саме фіксація валютних курсів серед варіантів координації монетарної політики на міжнародному рівні забезпечує зближення циклічних коливань, хоча і не максимізує добробут в цілому, містяться в роботах Г.Коенена та В.Вейланда³⁵⁹, А.Сазерленда³⁶⁰ та Г.Беніно та П.Беніно³⁶¹), оскільки реакція макроекономічних органів на шоки повинна бути симетричною з метою недопущення ризику відхилення від погоджених курсових паритетів. Однак, саме відмінності у циклічній позиції, на думку фахівців МВФ, є найбільш вагомим передумовою варіації валютних курсів, які пристосовуються до тієї чи іншої фази ділової кон'юнктури в розрізі тріади, що, водночас, підсилюється ефектом відмінної гнучкості заробітних плат і цін у США, зоні євро та Японії. За рахунок цього, коливання валютних курсів відображають природну акомодативну реакцію ринків на ситуацію відсутності суттєвої циклічної конвергенції. Якщо говорити про фіксацію валютних курсів у категоріях оптимальності валютних зон, то США, зона євро та Японія такої зони природно становити не можуть³⁶².

В світлі проблеми трансформації міжнародного монетарного устрою на засадах фіксованих курсів слід зазначити, що глобалізація породжує суперечливу ситуацію довкола циклічного зближення указаних геоекономічних блоків. Це пов'язано з тим, що всередині самої глобалізації внутрішньо закладені механізми, які у сфері корельованості циклів діють у протилежних напрямках.

Так, фактор нарощування відкритості, і торгівельної, і фінансової, є передумовами для того, щоб динаміка ділової активності була пов'язана в різних країнах. Торгівельна відкритість сприяє синхронізації ділових циклів по каналах попиту та через дію імпортного мультиплікатору, а фінансова — через існування спільних джерел запозичень та міжчасового згладжування. Природно, що нарощування обох видів відкритості, атрибутивне глобалізації, створюватиме передумови для зближення циклічних коливань.

Згідно досліджень М.Айхан Коуз, Е.Прасада та М.Терронеа корельованість ділових циклів у розвинутих країнах суттєво підвищилась саме в період глобалізації. Так, в розвинутих країнах кореляція ділових циклів, виміряна з допомогою кореляції ВВП країни зі світовим медіанним ВВП, у 1960-х рр. склала 0,05, у 1970-х — 0,33, у 1980-х — 0,35, у 1990-х — 0,58. Що стосується споживання, то показники кореляції за відповідні періоди склали $-0,02$, $0,34$, $0,35$ та $0,50$ ³⁶³. У іншій праці указані дослі-

³⁵⁹ Coenen G., Wieland V. International Dynamics and International Linkages: A Model of The United States, The Euro Area and Japan // ECB Working Papers. — 2002. — №181. //www.ecb.int.

³⁶⁰ Sutherland A. International Monetary Policy Coordination and Financial Market Integration // ECB Working Papers. — 2002. — №174. //www.ecb.int.

³⁶¹ Benigno G., Benigno P. Designing Targeting Rules for International Monetary Policy Coordination // ECB Working Papers. — 2003. — №279. //www.ecb.int.

³⁶² Exchange Rates in the Increasingly Interdependent World // IMF Occasional Papers. — 2001. — №193. — P. 8-9.

³⁶³ Ayhan Kose M., Prasad E., Terrones M. How Does Globalization Affect the Synchronization of Business Cycles? // IMF Working Paper. — 2003. — WP/03/27. — P. 10.

дники змінили строкові періоди, поділивши їх на: період Бретон-вудської системи (1960-1972 рр.); період спільних шоків (1973-1985 рр.); період глобалізації (1986-2002 рр.). У даних періодах вищенаведені показники кореляції, відповідно, склали 0,9, 0,39, 0,46 та 0,06, 0,33, 0,57 (додатково, інвестиції — 0,25, 0,40, 0,51)³⁶⁴. Зміна періодів також демонструє, що саме з глобалізацією пов'язана синхронізація ділових циклів у розвинутих країнах.

Тим не менше, а) згідно указаних дослідників за наведені періоди питома вага дії спільного фактора, що визначає коливання кон'юнктури у розвинутих країнах, в період глобалізації зменшилась; б) перегрупування країн за рівнем відкритості не відображає будь-якої закономірності щодо підвищення корельованості бізнес-циклів між ними, що може спотворюватись за рахунок включення країн з ринками, що виникають, але з огляду на те, що останні є найбільш відкриті та інтегровані з розвинутими країнами, результати не мали би бути такими відмінними; в) пов'язаність ділової активності у країнах третього світу з розвинутими країнами зросла, але середині самих країн третього світу залишається вкрай низькою; г) зростання рівня синхронізації циклів в період глобалізації частково пов'язані зі зменшенням їх волатильності.

Стосовно протилежних синхронізації процесів, то Дж.Хізкоут та Ф.Перрі стверджують, що в умовах глобалізації, навпаки, відбуваються процеси реальної регіоналізації. Згідно їхніх обрахунків, якщо за 1972-1986 рр. кореляція ВВП між США та агрегрованою Європою, Канадою та Японією, відповідно, склала 0,76, 0,66 та 0,63, за 1986-2000 рр., відповідно, 0,26, 0,03 та -0,07³⁶⁵. Згідно даних дослідників, основна причина того, чому спостерігається процес реальної регіоналізації полягає в тому, що розвиток та диверсифікація фінансового посередництва забезпечує послаблення ("гасіння") шоків, які надходять від однієї економіки до іншої. По-суті, фінансова глобалізація стає своєрідним ендегенним фактором десинхронізації ділової активності в тому розумінні, в якому в основу такої кореляції покладено принцип поширення шоку від однієї країни до іншої. Згідно Е.Фаїа, різниця у структурі фінансового сектора різних країн на сьогодні є основою кореляції шоків, випереджаючи за своїм значенням роль торгівлі у цьому³⁶⁶. Отже, чим більш гомогенізуватиметься сфера фінансового посередництва та чим більшою мірою глобальний фінансовий сектор, відірваний від реального, забезпечуватиме деконцентрацію ризиків внаслідок диверсифікації, тим більшою мірою формуватимуться передумови для послаблення зв'язку між діловими циклами найбільш фінансово інтегрованих країн.

³⁶⁴ Ayhan Kose M., Prasad E., Terrones M. Volatility and Comovement in a Globalized World Economy: An Empirical Exploration // IMF Working Paper. — 2003. — WP/03/246. — P. 21.

³⁶⁵ Heathcote J., Perri F. Financial Globalization and Real Regionalization // NBER Working Paper. — 2002. — №9292. // www.nber.org.

³⁶⁶ Faia E. Monetary Policy in a World With Different Financial Systems // ECB Working Paper. — 2002. — №183. // www.ecb.int.

Зокрема, це узгоджується з виявленою Айхан Коуз, Прасадом та Терронезом низькою синхронізацією циклів в групі країн з високим рівнем фінансової інтеграції та з обговореними проблемами регіоналізації за блоковим типом процесів коливання процентних ставок.

Окрім того, що глобалізація сприяє і синхронізації ділових циклів і протилежним процесам, сам характер таких циклів у США, зоні євро та Японії є відмінним. Згідно П.МакАдама, у кожному з трьох випадків існує своя специфіка. Так, діловий цикл США характеризується низькою волатильністю та частими, але м'якими, спадами, які тривають в середньому рік. Японський цикл відзначається сильним, але волатильним, зростанням, яке супроводжується дуже незначними спадами, що тривають один квартал. Але, Японії властиві значні “застійні” періоди, внаслідок чого загальна динаміка ВВП не зазнає значних коливань. Діловому циклу зони євро властиве слабке, але стабільне, економічне зростання. При цьому, за тривалий період часу суттєві позитивні зрушення щодо зменшення амплітуди коливань ВВП спостерігаються тільки у США, тоді як для Японії та єврозони вони виражені слабше³⁶⁷. Основна причина у відмінності між діловими циклами всередині тріади обумовлюється структурними факторами. Переш за все, розвиток “нової економіки” більшою мірою покращив циклічну ситуацію в Америці. При цьому, в США та Японії ціни та заробітні плати є більш гнучкими, ніж у Європі, а ринки праці в США є більш гнучкими навіть, ніж у Японії. Також, залежність кожного з силових центрів сучасної світової економіки від зовнішніх ринків відрізняється, що відображається у відмінних рівнях відкритості, внаслідок чого і спроможність корегувати діловий цикл відрізняється. В сукупності, відмінні структурні фактори та характер регулювальних дій щодо згладжування ділової активності створюють передумови для того, щоб формувались внутрішні передумови для відтворення обмежень на подальшу синхронізацію циклів, навіть попри сприятливе для цього підвищення рівнів відкритості всередині тріади.

Вищезгадані дослідження спираються на аналіз синхронізації руху ВВП, тоді як для створення сприятливих циклічних передумов для фіксації валютних курсів необхідною є не тільки кореляція між динамікою виробництва, але й між інфляцією, оскільки саме на такі параметри реагують центральні банки найбільшою мірою. Більше того, суттєве підвищення значення параметру реакції на інфляцію у поведінковій функції органів грошової влади саме в умовах глобалізації створює передумови для того, що фактор руху цін стає більш вагомий при розгляді питання про фіксацію курсів, ніж рух ВВП. Табл. 4.6. демонструє кореляцію ВВП та інфляції всередині тріади та між розвинутими країнами в цілому та геоекономічними блоками.

³⁶⁷ McAdam P. US, Japan, and Euro Area: Comparing Business-Cycle Features // ECB Working Paper. — 2002. — №183. — P. 17-19.

Кореляція ВВП та інфляції, 1995-2004 рр.

Кореляція	ВВП	Інфляція
Розвинуті країни та країни, що розвиваються	0,41	0,67
Розвинуті країни та США	0,86	0,84
Розвинуті країни та єврозона	0,74	0,71
Розвинуті країни та Японія	0,37	0,14
США та єврозона	0,54	0,53
США та Японія	0,11	-0,11
Єврозона та Японія	-0,11	-0,40

Примітка 1. Обраховано автором за World Economic Outlook. — IMF: Washington D.C., 2004. — P. 173, P. 184.

На основі даних табл. 4.6., можна виявити ряд закономірностей: синхронізація ВВП між розвинутими країнами є вищою, ніж між ними та країнами, що розвиваються, але при цьому синхронізація інфляції між першими та другими є вищою, ніж між першими (це говорить про вищу залежність країн, що розвиваються, від монетарної політики у розвинутих країнах, а також те, що монетарна політика забезпечує важливий канал пов'язаності між сукупними попитом у них; при цьому, більш низький рівень кореляції ВВП, ніж інфляції, свідчить про те, що дані групи країн зазнають відмінних шоків та диференційовано адаптуються до симетричних шоків); всередині розвинутих країн синхронізація ВВП є завжди вищою, ніж синхронізація інфляції, причому, щільність кореляції знижується мірою зменшення питомої ваги розвинутої країни у світовому ВВП (тобто, корельованість ВВП і інфляції США з розвинутими країнами в цілому та всередині тріади зокрема є вищою, ніж відповідно зони євро та Японії); якщо ділові цикли між США та зоною євро є відчутно корельованими, то кореляція між ними та Японією за показниками ВВП та інфляції є низькою, або від'ємною; динаміка інфляції між США та Японією та Японією та зоною євро є набагато нижче, вона є від'ємною, ніж між США та зоною євро.

З цього можна зробити висновок, що не існує циклічних передумов для реалізації політики фіксації валютних курсів між США, зоною євро та Японією, що особливо впливає з проблеми фактичної відсутності синхронізації інфляції та недостатньої синхронізації ВВП всередині тріади. Як наслідок, такий напрямок трансформації міжнародного монетарного устрою не буде викликати довіри в економічних агентів.

По-шосте, в умовах високої мобільності капіталів фактор довіри до фіксованих курсів стає не просто принциповим, а визначальним. Це пов'язано з тим, що будь-які сумніви у глобальних інвесторів щодо спроможності, а головне бажання, підтримувати встановлені курсові паритети одразу потягнуть за собою масштабні валютні спекуляції. Причому, формальний характер такої фіксації не матиме принципового значення. Так, за імпліцитної фіксації валютних курсів завжди існуватиме ймовірність того, що одна зі сторін не дотримуватиметься угоди, наприклад, внаслідок

док несприятливих циклічних зрушень, або структурних проблем. Запобігти цьому може формалізація стосунків всередині тріади та експліцитна фіксація валютних курсів. Але в даному випадку проблема полягатиме не стільки в тому, що навряд чи провідні центральні банки погодяться на такий варіант запровадження обмежень щодо їхньої монетарної автономії та спроможності сипаритизуватись від потенційних екзогенних шоків, скільки в тому, що будь-яка експліцитна фіксація курсів спонукатиме до мультиплікації спекулятивних настроїв, безвідносно до фундаментальних макроекономічних передумов для цього. Якщо прийняти до уваги, що провідні центральні банки функціонують в рамках мандатів, тобто мають інституціональний вимір своїх макроекономічних пріоритетів, то протистояння масштабним, або навіть глобальним, спекуляціям може вийти за рамки їхньої спроможності виконувати мандат. А це, у свою чергу, матиме негативні наслідки для їх спроможності підтримувати внутрішню макроекономічну стабільність та довіру до монетарної політики.

Третя група пропозицій — створення передумов за контролем над грошовою масою глобального рівня — з самого початку виникла як передумова реалізації моделі фіксації валютних курсів. Так само як і випадку з такою моделлю першим, хто висловив бачення необхідності міжнародного контролю за грошовою масою був МакКіннон³⁶⁸. Згідно нього, якщо коливання ділової кон'юнктури викликаються флуктуаціями у сфері грошової пропозиції, що адаптується до зовнішнього попиту, то більш жорсткий контроль за динамікою грошових агрегатів і забезпечить усунення негативних наслідків такої дискреційної політики ФРС, спровокованої екзогенними факторами. Це саме стосується і інших провідних центральних банків, валюти яких використовуються як резервні активи. Відповідно, в умовах наростаючої взаємозалежності між країнами необхідне підвищення координаційних зусиль центральних банків щодо контролю за грошовою масою у глобальному контексті. Так, якщо провідні центральні банки перейдуть до координації політики грошової пропозиції, яка би враховувала нівелювання впливу зовнішнього фактора на внутрішню поведінку грошових агрегатів, то це би дозволило усунути коливання ділової активності і пов'язану з нею невизначеність щодо валютних курсів. Такий погляд демонструє, що досягнення стабільності у сфері функціонування міжнародного монетарного устрою є наслідком удосконалення внутрішнього монетарного механізму за рахунок міжнародної координації.

Інший погляд МакКіннона на дану проблему полягає у тому, що взаємозалежність у світовій економіці досягнула такого рівня, що необхідно говорити про контроль за світовою грошовою масою. Для технічної реалізації даної моделі міжнародної монетарної політики ним було запропоновано обраховувати агрегат світової

³⁶⁸ McKinnon R., An International Standard for Monetary Stabilization. — Wash. (D.C.): Institute for International Economics, 1984.

грошової маси на основі середньозваженого показника грошових агрегатів країн, задіяних у координації. Проте, згідно МакКіннона контроль за світовою грошовою пропозицією є тільки проміжним етапом, на якому досягається створення монетарних передумов для зменшення курсових коливань. Надалі остаточне нівелювання останніх повинно забезпечуватись за рахунок фіксації валютних курсів на основі їх рівноважних значень, які розумілися ним відповідно до доктрини ПКС. Слід зазначити, що монетарна етимологія даної доктрини, в принципі, ув'язує проблему посилення контролю за грошовою пропозицією і стабільністю валютних курсів, однак, як вже зазначалось, саме монетарні фактори є одними з найсуттєвіших при детермінації відхилення фактичного курсу від ПКС, а сам ПКС на сьогодні навряд чи може служити орієнтиром макроекономічних рішень (обмежена гнучкість цін, олігополістична модель глобальних ринків, нецінова конкуренція, швидкоплинність макроекономічних процесів та технологічних зрушень тощо).

Подальший розвиток поглядів на необхідність контролю за грошовою пропозицією у світі в цілому відображено у дослідженнях Дж.Мюллера³⁶⁹. Основною ідеєю тут є те, що сформована взаємозалежність у світовій економіці дозволяє говорити про перенесення на глобальний рівень кількісної теорії грошей. Так, зростання доларового запасу у світі позначається на зростанні цін на енергоносії та продукти харчування з лагом у 2 роки. Як наслідок, доларова пропозиція є принциповою передумовою глобального коливання рівня цін, внаслідок чого спотворюються внутрішні циклічні процеси. На взаємозв'язки між внутрішньою грошовою масою та інфляцією накладаються такі зв'язки між доларовою пропозицією і глобальним ціновим фоном. Все це підвищує невизначеність щодо того, як внутрішня макроекономічна ситуація в країні повинна визначати її валютний курс. Згідно Мюллера, вирішення проблеми глобальної кількісної теорії повинно знаходитись у площині таргетування спеціального грошового агрегату — світової доларової бази. Він складається з доларової готівки та валютних резервів усіх країн світу, деномінованих у долари США.

Слід зазначити, що запропонований Мюллером варіант світового грошового агрегату має ряд переваг перед аналогічною пропозицією МакКіннона. Так, агрегат останнього повинен обраховуватись на основі середньозважених значень агрегатів країн-учасниць. Однак, значення окремої країни у глобальній економіці, відштовхуючись від чого обраховуватиметься світовий грошовий агрегат, може не співпадати зі значенням її грошової пропозиції та використанням її валюти у самій глобальній економіці (що видно з аналізу, здійсненого у параграфі 4.1.). За рахунок цього ефективність контролю за таким агрегатом послаблюватиметься через те, що він не відображатиме вплив динаміки грошових агрегатів провідних центральних банків на

³⁶⁹ Mueller J. The World's Real Money Supply // Wall Street Journal . — 1991. — March 5. — E.P.

монетарні процеси за кордоном, через що, в підсумку, такий світовий грошовий агрегат втратить свою репрезентативність. Запропонований Мюллером агрегат світової доларової бази, з одного боку, ігнорує принцип симетрії між країнами чи силовими блоками, що хоча б відносно простежувалось у пропозиції МакКіннона. Але, з іншого боку, така пропозиція спирається на прагматичне бачення технічної простоти організації процесу таргетування (агрегат Мюллера легше обрахувати та контролювати, ніж агрегат МакКіннона) та емпіричне значення саме доларової маси щодо визначення глобальних цінових процесів. В світлі того, що саме з дефіцитом платіжного балансу США, багато в чому зумовленого монетарним фактором, щільно зв'язана динаміка валютних резервів в світі (див., параграф 4.1.), контроль за світовою доларовою базою опосередковано означатиме контроль за станом валютних резервів в світі. Це, з одного боку, дозволяє послабити інфляційний тиск всередині країни, індукований розбуханням валютних резервів, з відповідними позитивними наслідками для глобальної інфляційної та фінансової стабільності. А з іншого боку, — створює передумови для підвищення ефективності врівноваження поточного рахунку Сполучених Штатів, адже можливість підтримувати останній у розбалансованому стані впливає з використання долара як резервного активу та валюти деномінації зовнішніх активів центральних банків в світі.

Важливість проблеми відновлення ефективності механізму врівноваження платіжного балансу США в світлі проблеми таргетування світової доларової бази і щільного зв'язку між зовнішнім дисбалансом Америки та динамікою валютних резервів в світі впливає з корельованості інфляції динамікою грошової маси на рівні груп країн. Так, рис. В.9. додатку В демонструє, що, зв'язок між грошовою масою (агрегат широкі гроші) та інфляцією за 1995-2004 рр. в розрізі групи розвинутих країн та групи країн, що розвиваються, є прямий, лінійний, а його щільність є високо статистично значимою. Рис. В.10. додатку В демонструє, що дезагрегація указаних двох груп на декілька груп та країн (США, зона євро, Японія, Велика Британія, Канада, Африка, Азія, Близький Схід і Туреччина, Західна Півкуля) зберігає аналогічний характер зв'язку між відповідними показниками за аналогічний період, хоча статистична значимість щільності такого зв'язку є дещо нижчою, проте дуже високою. Аналогічний аналіз, але на прикладі розвинутих країн (США, зона євро, Японія, Велика Британія, Канада — рис. В.11. додатку В), та на прикладі країн, що розвиваються, за регіональними групами (див. вище — рис. В.12. додатку В), дозволяє констатувати, що характер зв'язку між грошовою масою та інфляцією не змінюється, але його статистична значимість різко падає. Причому, для країн, що розвиваються, така щільність є вищою (вона майже досягає статистично значимого рівня), ніж у випадку розвинутих країн.

З виявленої закономірності випливає суперечлива ситуація. Так, з одного боку, існує зв'язок між грошовою масою і інфляцією, і чим більш загальними агрегованими у світовому вимірі є ці показники, тим більш щільним він є. І, навпаки, дезагрегація таких показників навіть до рівня окремих країн (у випадку групи розвинутих країн) чи до рівня регіонів (у випадку групи країн, що розвиваються) відображає послаблення щільності такого зв'язку. Як наслідок, проблема глобального контролю за світовою грошовою масою, особливо в світлі того, що вона багато в чому визначається грошовою пропозицією ФРС через канал зв'язку "платіжний баланс – валютні резерви", є актуальною і відповідає монетаристському баченню засадних рис грошового регулювання. Тут також слід додати, сам момент виникнення ідеї контролю за кількісними параметрами глобального грошового обігу цілком співпадає з пануванням монетаристської методології побудови каркасу поведінки центральних банків у розвинутих країнах. Зокрема, внаслідок цього і спостерігається екстраполяція критеріїв побудови каркасу монетарної політики з рівня окремої країни на рівень глобальної економіки.

З іншого боку, сам факт зменшення щільності зв'язку між грошовою масою та інфляцією в процесі дезагрегації робить його неопераційним, що особливо яскраво простежується на прикладі розвинутих країн. Тобто, сам емпіричний та теоретичний факт такого зв'язку є недостатнім, щоб на його основі будувався каркас монетарної політики. Зрештою, відхід від монетаристської моделі таргетування грошових агрегатів та запровадження таргетування інфляції як закономірність трансформації центральних банків в період глобалізації демонструє утворення розриву між характером пов'язаності агрегованих монетарних показників глобального рівня та таким характером і відповідними реакціями центральних банків на національному рівні. Причому, такий розрив має складну природу. Сам факт того, щільність зв'язку в залежності від рівня аналізу змінюється, відображає макроекономічні аспекти розриву між глобальним та національним рівнем економіки. Але, при цьому, відмінними є теоретичні засади та методологія поведінки центральних банків. По-суті, на глобальному рівні із запізненням відтворюються взаємозалежності між монетарними показниками, які були властиві розвинутих країнам з лагом в 5-10 років. Відповідно, і регулятивна модель спирається на аналогічне відставання монетарної теорії. Це створює ситуацію, коли регулятивна модель для глобальної економіки стає не консистентною щодо еволюційного розвитку самих центральних банків, внаслідок чого звужується її практична імплементабельність, оскільки органи грошової влади сповідають інші теоретико-методологічні засади свого функціонування.

Також слід зазначити, що моделі, в яких пропонується домінуючу увагу приділяти контролю за кількісними грошовими величинами, мають і ряд внутрішніх вад, які не виходять за межі традиційного монетарного аналізу: а) як видно з дослі-

джен Дж.Мюллера, лаг між зростанням доларової бази світу і цінами орієнтовно дорівнює 2 роки, що суттєво ускладнює можливість вибору кількісної величини цільового показника приросту світового грошового агрегату; б) відповідно, актуальною стає проблема правила забезпечення стабільного приросту такого грошового агрегату; в) як наслідок, в умовах швидких технологічних та макроекономічних змін, тим більше на глобальному рівні, правило на момент встановлення може не відповідати фактичним тенденціям у глобальній економіці; г) з огляду на те, що глобалізація сприяє звуженню горизонту прогнозування політики, політика забезпечення приросту світової грошової маси на основі правила втратить свій зміст, оскільки такі правила ефективні для довгострокових періодів, впродовж яких вплив структурних шоків на оптимальну грошову пропозицію згладжується, привносячи стабілізаційний ефект у монетарну систему тощо.

Необхідність пошуку симетрії між моделлю глобального регулювання та сучасним етапом еволюційного розвитку центральних банків відобразилась у четвертій групі пропозицій щодо реформування міжнародного монетарного устрою. Рамкові принципи даної групи пропозицій представлені у роботі Р.Баррелла, К.Дарі та Я.Хьорста. Згідно них, моделі, які передбачають таргетування валютних курсів не відповідатимуть критеріям ефективності саме в умовах глобалізації, а моделі, в яких пропонується роздільна відповідальність фіскальної та монетарної політики за внутрішню та зовнішню рівновагу (так зване правило Суона), на практиці виявляються нереалістичними³⁷⁰. Причина цього полягає в тому, що таргетування поточного рахунку платіжного балансу як індикатора динаміки сукупного попиту може увійти в суперечність з політикою стабільності цін, а також усуває тільки одну причину волатильності валютних курсів — зовнішній дисбаланс, тоді як визначення курсової динаміки, особливо в умовах глобалізації, може бути не пов'язано зі станом платіжного балансу країни.

Основна ідея Баррелла, Дарі та Хьорста зводиться до того, що в сучасних умовах високої взаємозалежності центральні банки провідних країн повинні реагувати не тільки на динаміку внутрішніх макроекономічних змінних, але й зовнішніх, або тих, які уособлюють динаміку глобальних змінних. Причому, характер таких реакцій повинен бути консистентний з сучасним етапом розвитку самих центральних банків, а функція таких реакцій достатньо простою. В основу такої функції покладено просте правило Тейлора, до якого додається параметр реакції центрального банку на динаміку світового ВВП. Математичний вираз даної функції наступний:

$$r_t = \alpha + \pi_t + \lambda(\pi_t - \pi_t^*) + \gamma(Y_t - Y_t^*) + \beta(Y_t^{wd} - Y_t^{wd*}), \quad (4.1.)$$

³⁷⁰ Barrell R., Dury K., Hurst I. International Monetary Policy Coordination: An Evaluation Using a Large Econometric Model // Economic Modeling. — 2003. — Vol. 20. — Issue 3. — P. 507-527.

де: r_t — процентна ставка, що встановлюється центральним банком країни t ; α — рівноважна реальна процентна ставка; π_t — інфляція в країні t ; Y_t — ВВП в країні t ; Y_t^{wd} — світовий ВВП за мінусом ВВП країни t ; * — позначення цільових показників; λ , γ , β — параметри реакції центрального банку на відхилення відповідних фактичних показників від цільових.

За пропозицією даних економістів світовий ВВП означає ВВП країн ОЕСР, а λ , γ , β відповідно складають 1,5, 0,5 та 0,25. Побудова такої функції реакції центрального банку означає, що процес встановлення процентних ставок відображає реакцію на внутрішню інфляцію, внутрішній ВВП-розрив та світовий ВВП-розрив. Те, що $\beta = 0,25$, означає, що центральний банк повинен вдвічі менше реагувати на відхилення світового ВВП від трендового, порівняно з вітчизняним ВВП.

Дана модель може мати багато варіацій, які відобразатимуть додавання параметрів реакцій на валютні курси, зміну параметрів реакцій, збільшення кількості країн тощо. Однак, її основною перевагою є те, що центральний банк несе відповідальність не тільки за внутрішні макроекономічні процеси, але й за світові, оскільки передбачається, що останні впливають на економіку його країни, а її стан — на світову. Передумовою цього є високий рівень взаємозалежності у глобальній економіці, коли ситуація в одній великій економіці справляє вплив на світ в цілому та на решту країн і навпаки. Відповідальність за динаміку світового ВВП якраз і дозволяє на рівні встановлення процентних ставок створювати екзогенні передумови для покращення внутрішньої макроекономічної ситуації. З огляду на те, що така функція реакцій передбачає своєрідну перехресну реакцію на світовий ВВП-розрив, то стабільність динаміки глобального виробництва повинна зрости, передаючи імпульси стабільності по всій глобальній економіці, які повертаються назад в економіку країни, що інтегрована у даний процес.

Втім, моделі подібного гатунку мають ряд недоліків. По-перше, аналізована функція передбачає реакцію тільки на відхилення світового ВВП від трендового, і не передбачає реакцію на аналогічне відхилення інфляції. Тобто, фактор глобальної інфляції взагалі не враховується при побудові функції реакції центрального банку. Можна припустити, що це пов'язано з трикратним перевищенням параметром реакції на внутрішню інфляцію параметру реакції на внутрішній ВВП-розрив і шестикратним — світовий ВВП-розрив. Але неможливо ігнорувати факт того, що динаміка попиту закордоном, що відображається у показнику світового ВВП, впливає не тільки на внутрішній рівень інфляції, але й на глобальну інфляцію в цілому. Природно, що вона буде пригнічуватись більш суттєвою реакцією центрального банку на внутрішню інфляцію, внаслідок чого глобальна інфляція буде під більш жорстким контролем. Проте, це не усуває ризик того, що певний центральний банк завжди буде схильний витіснити інфляцію із зони своєї відповідальності (рівень окремої країни)

закордон, або на глобальний рівень. По-друге, еластичність зв'язку між ВВП та інфляцією в розрізі країн-учасниць реалізації даної моделі з аналогічними глобальними показниками може відрізнятись, так само як варіюються показники кореляції між макропоказниками національного та глобального рівнів в розрізі таких країн, що особливо яскраво видно на прикладі США, ЄС (зони євро) та Японії. Така ситуація обумовлюється структурними факторами, а також потенційно відмінним впливом фіскальної політики в окремій країні на зміни сукупного попиту і реальні процентні ставки закордоном. Відповідно, це передбачає, що реакція окремого центрального банку на відхилення фактичних глобальних макропоказників від трендових повинна зважуватись на еластичність зв'язку між, наприклад, показниками ВВП його країни і глобального ВВП. Інакше, відмінні еластичності за однакового параметра перехресної реакції завжди результуватимуть або у прискоренні глобальної інфляції, або у посиленні рецесійних тенденцій у глобальній економіці, реагування на що, відображаючись у функції реакції центрального банку, може призвести до підвищення волатильності процентних ставок. По-третє, теоретично, чим більше показників у функції реакції центрального банку, тим більш волатильними стають процентні ставки. В даному випадку, можна допустити, що така волатильність буде набагато нижчою, порівняно з випадком імплементації моделей, які передбачають обмеження коливань валютних курсів між провідними валютами. Однак, факт того, що це таки підвищить волатильність ставок порівняно з випадком орієнтації центральних банків виключно на внутрішні змінні при їх (ставок) встановленні, є очевидний. У свою чергу це матиме додаткові зовнішні наслідки для третіх країн, в зв'язку з функціонуванням трансмісійних механізмів всередині глобальних фінансових ринків. По-четверте, з волатильністю ставок тісно пов'язана проблема транспарентності. У випадку, коли встановлення ставок вже не передбачає реакцію виключно на внутрішні змінні, з'являється необхідність пояснення економічним агентам того, чому так відбувається. Оскільки проблема транспарентності з'являється у кожного центрального банку, долученого до реалізації подібної моделі, то виникає потреба у інтернаціоналізації транспарентності, що передбачає більш щільну координацію дій монетарних органів.

Слід зазначити, що найбільшою проблемою проаналізованих варіантів трансформації монетарного устрою світу є те, що систематичність поведінки центральних банків відповідно до їх реалізації вимагає створення певного інституціонального формату монетарних дій. Інакше, участь органів грошової влади у системі таргетування світової грошової бази чи врахування параметру реакції на світовий ВВП у їх поведінковій функції стане дискреційною. Така дискреційність буде відображати тимчасову зацікавленість у конкретних проявах глобальної стабільності не відповідно до неї як такої, а відповідно до внутрішнього кон'юнктурного моменту. Як наслі-

док, відсутність політико-економічних передумов для інституціональної формалізації розглянутих варіантів реформування міжнародного монетарного устрою актуалізує дослідження тих форм міжнародної координації функціонування центральних банків, які є найбільш дієвими з огляду на свою гнучкість та неформальність.

4.3. Центральні банки в системі міжнародної координації макроекономічної політики

Проблеми системної трансформації міжнародного валютного устрою та побудови моделі глобального регулювання відображають ситуацію, коли докорінні та радикальні зміни у поточному якісному стані фундаментальних основ монетарної політики є неможливі. Здобута автономія монетарних рішень від зовнішніх процесів (природно, що вона не може бути повною з огляду на структурну взаємозалежність, але все ж таки на рівні засад побудови алгоритму здійснення монетарної політики у відкритій економіці автономія досягнута завдяки плаваючим курсам) створюють системне підґрунтя для того, щоб експансія міжнародних ринків перетворилась на внутрішній фактор сучасної моделі економічного зростання. Відтворення позитивних наслідків даної моделі, особливо у розвинутих країнах, є основною передумовою того, що поточний політико-економічний формат міжнародних відносин виключає радикальні зміни у сфері глобального регулювання. Втім, таке явище має свої переваги. Структурні відмінності економік гео економічних центрів світу та цілих регіонів, які, наразі, не зменшуються навіть попри експансію глобалізації, роблять внутрішньо вразливою будь-яку систему монетарного регулювання глобального рівня, якщо вона передбачатиме новий інституціональний формат поведінки центральних банків та формалізацію наддержавних детермінант їх монетарних рішень. Якщо гнучкість економіки, відновлення якої пов'язується з глобалізацією, та органів грошової влади в пристосуванні до неї є відображенням багатопольярної адаптивності (інституціональної, функціональної, поведінкової) до високо інтенсивних змін, породжуваних глибокими технологічними зрушеннями та експансією глобальних ринків, то модель міжнародної реакції на проблеми у сфері валютного устрою та фінансової архітектури світу також повинна будуватись на засадах гнучкості.

В даному випадку, гнучкість передбачатиме відсутність жорстких інституціональних рамок поведінки органів макроекономічної політики, наявність яких би змінювала базові алгоритми її реалізації у відкритій економіці. У свою чергу, така гнучкість створюватиме передумови для виникнення своєї комунікативної інтенції, реалізація якої у конкретних формах макроекономічних дій на національному рівні передбачатиме те, що такі дії є продуктом міжнародної координації політики, а наслідки таких дій розподілятимуться між учасниками координаційного процесу. За рахунок цього міжнародна координація макроекономічної політики забезпечить створення системного виміру реакцій на глобальні проблеми без радикальної транс-

формації монетарного устрою світу. Так само, міжнародна координація є альтернативою цілісній системі глобального регулювання з її жорстким каркасом, який хоч і теоретично може розглядатись як потенційно ефективний, але наразі залишається неімплементабельним. Дана альтернатива буде поєднувати в собі наступні принципи еволюційні риси: обмеження на монетарний вибір в рамках “трилеми”; відтворення структурних рис сучасного історичного типу центральних банків; комунікативність і конвенціональність як верифікаційні критерії реальності тої чи іншої проблеми та передумови ухвалення рішень, що наближають глобальні макроекономічні процеси до Парето-оптимального стану.

Основним теоретичним аргументом на користь міжнародної координації монетарної політики є наявність зовнішніх ефектів рішень центральних банків у одних країнах щодо інших та те, що в умовах взаємозалежності погоджена політика підвищує добробут в цілому, порівняно з випадком, коли політика не координується. Так, наявність зовнішніх ефектів передбачає, що рішення на рівні окремої країни вже не будуть стосуватися виключно її самої, що у категоріях теорії ігор описується як можливість здійснення односторонньої політики, одним з негативних наслідків якої є виникнення поведінки “розори сусіда”. Іншим негативним наслідком такої політики є те, що в умовах структурної пов’язаності економік політика “розори сусіда” призводить до погіршення стану національної економіки, оскільки негативна ситуація в “сусідній” країні позначатиметься на національній внаслідок наявності торгівельних та фінансових зв’язків між ними. Як стверджують Л.Мейер, Б.Дойл, Дж.Гегнон та Д.Гендерсон, реальність екстерналій є мета-принципом, на який спирається необхідність координації монетарної політики³⁷¹.

Іншим теоретичним базовим елементом проблеми координації політики є питання вибору країною домінуючих стратегій. Дана проблема полягає у тому, що у випадку коли: обидві країни не координують політику, у категоріях добробуту вони мають найнижчий індивідуальний та спільний результат; обидві країни координують політику, вони мають найвищий спільний та помірний індивідуальний результат; одна країна координує політику, а інша — ні, спільний результат є нижче, ніж у другому випадку, але вище, ніж у першому, але при цьому країна, яка не координує політику (відмовляється), має результат кращий і у випадку, коли обидві країни її координують, і у випадку, коли країни її не координують, тоді як країна, яка координує політику (притримується зобов’язань) має найгірший результат (так звана матриця звільнення у дилемі в’язня)³⁷².

³⁷¹ Meyer L., Doyle B., Gagnon J., Henderson D. International Coordination of Macroeconomic Policies: Still Alive in the New Millennium // Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers. — 2002. — №723. — P. 1.

³⁷² Hamada K. The Political Economy of International Monetary Interdependence. — Cambridge: MIT Press, 1985.: Humpage O. A Hitchhiker’s Guide to International Policy Coordination // Federal Reserve Bank of Cleveland Economic Review. — 1987. — №72 (3). — P. 2-14.

У контексті монетарної політики теоретична інтерпретація проблеми координації почала розглядатись у двох основних аспектах. Перший — спроможність країн здійснювати підтримку валютних курсів на основі взятих двосторонніх зобов'язань в світлі того, що така підтримка може обернутись негативними наслідками для обох країн. Так, у випадку, коли в одній країні економічний спад і її валюта девальвує, а в іншій країні економічний бум і її валюта ревальвує, то підвищення процентних ставок у першій та їх зниження у другій для підтримки погоджених валютних курсів призведе, відповідно, до поглиблення спаду та прискорення інфляції. Відповідно, ринки будуть зацікавлені у спекулятивних атаках проти погодженого курсу, що ризикуватиме макроекономічну стабільність в обох країнах, а можливість протистояти таким атакам багато в чому обумовлена фактором довіри до центральних банків країн-учасниць координаційного процесу. Такий аспект відображає теоретичний підхід з позиції міжнародної макроекономіки. Другий аспект демонструє те, що факт міжнародної координації монетарної політики призводить до виникнення проблеми динамічної інконсистентності. Якщо розглядати вищенаведений приклад, то у випадку з країною, яка зазнає спаду, її центральний банк буде розглядатись з позиції того, чи піде він на вирішення проблеми безробіття, нехтуючи зовнішніми зобов'язаннями, і якщо — так, то це підвищить інфляційні очікування майбутнього періоду. У другому випадку, центральний банк, прихильний до зовнішніх зобов'язань, буде розглядатись як неспроможний запобігти інфляції, отже він генеруватиме інфляційне зміщення внаслідок неузгодженості цілей своєї політики. Даний аспект відображає класичний підхід до монетарного аналізу школою нової макроекономіки, або аналіз з позиції внутрішніх монетарних процесів.

Втім, обидва підходи сходяться в одному: якщо центральні банки віддають перевагу тим чи іншим цілям, то рано чи пізно виникне ситуація погіршення спроможності досягати одну з них (тобто фактор асиметричних шоків і, як наслідок, циклічної дивергенції ототожнюється з ендегенним параметром макроекономічної моделі); це загострює проблему вибору відповідно до пріоритетів; ймовірність відмови від однієї цілі заради іншої розглядаються з позиції довіри до центральних банків, і у випадку підходу щодо валютних курсів, і у випадку підходу динамічної інконсистентності; якщо монетарні органи порушували взяті зобов'язання, то їхні цілі наперед розглядатимуться як нереалістичні і спроможність їх досягнення мінімізується і з макроекономічних міркувань, і з міркувань організації процесу координації; якщо вони продемонстрували відданість зобов'язанням в цілому, але можливість спорадичного відхилення від них, то це ставить питання про довіру між партнерами, як основу подальшої координації; якщо ж партнери усвідомлюють, що кожен з них у певний момент може відмовитись від зобов'язань, то, можливо, краще досягти хоча б чогось за рахунок координації, ніж нічого без неї внаслідок недовіри до партнера.

Звідси, теоретичним висновком є те, що вигоди та втрати від процесу координації повинні обраховуватись учасниками, відповідно до чого повинні ухвалюватися рішення щодо неї³⁷³.

Втім, емпіричний аналіз вигод від координації монетарної політики відображає те, що вони є незначними. Кількісний вираз таких вигод на рівні окремої країни згідно Х.Галлета коливається від 0,47% до 1,35% ВВП, згідно Дж.Оудіза та Дж.Сакса — від 1,4% до 4,1%; В.МакКіббін в огляді проблем теорії та емпіричного аналізу міжнародної координації монетарної політики стверджує, що конвенціонально такі вигоди оцінюються не більше, ніж в діапазоні 0,5-1% ВВП³⁷⁴. А К.Клінтон та Ж.-К.Черокі взагалі ставлять питання наступним чином: “В той час як теорія каже нам, що вигоди від координації існують, вона не каже наскільки великими такі вигоди повинні бути”³⁷⁵. Як наслідок, з’явився напрямок аналізу, який спростовує ефективність міжнародної координації макроекономічної політики, основні висновки якого можна звести до наступного: найкращий міжнародний результат досягатиметься за рахунок стабільної та здорової національної політики; проблема довіри є основою того, що ефективність міжнародної координації досягатиметься тільки тоді, коли існуватимуть формалізовані зобов’язання між учасниками, а досягнення згоди на такі зобов’язання можливі лише внаслідок відповідності їх ефективності за Парето, тоді як усі випадки досягнення рівноваги за Нешем будуть означати гірший макроекономічний результат, порівняно з не координованою політикою; координація призводить до підвищення невизначеності у ринкових агентів, що також є наслідком проблеми довіри; якщо центральні банки обох країн координують політику, то в обох країнах проблема інфляційного зміщення загостриться тощо.

Слід зазначити, що сама міжнародна координація макроекономічної політики виникла ще раніше, ніж її теоретичне обґрунтування. Її виникнення мало місце у 1973 р. і пов’язується з бажанням провідних країн, об’єднаних у так звану групу G-5 (США, Німеччина, Японія, Франція, Велика Британія), яка згодом еволюціонувала у Велику Сімку (Італія приєдналася у 1975 р., Канада у 1976 р.), домовитись про спільні дії та погоджені макроекономічні реакції на перший нафтовий шок за одночасного небажання та усвідомлення сторонами неможливості повернення до системи фіксованих валютних курсів. Проте, фактично впродовж кінця 1970-х та більшості 1980-х рр. конкретні макроекономічні рішення та погодженні рекомендації сторонам ухвалювалися групою G-5.

³⁷³ Clinton K., Chourqui J-K. Monetary Policy in the Second Part of 1980s: How much Room for Maneuver? OECD Department of Economics and Statistics Working Papers. — 1987. — №39. — P. 50-60.

³⁷⁴ Meyer L., Doyle B., Gagnon J., Henderson D. International Coordination of Macroeconomic Policies: Still Alive in the New Millennium // Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers. — 2002. — №723. P. 11-12.

³⁷⁵ Clinton K., Chourqui J-K. Monetary Policy in the Second Part of 1980s: How much Room for Maneuver? OECD Department of Economics and Statistics Working Papers. — 1987. — №39. — P. 52.

Так, у 1973 р. нафтовий шок та тенденція до підвищення цін в усіх розвинутих країнах загрожувала рестрикційною макроекономічною політикою світового масштабу. Тому лідери країн-учасниць координаційного процесу домовились, що рестрикційні заходи центральних банків будуть обмеженими, але одночасними і симетричними, створювалась нова кредитна лінія МВФ для фінансування дефіциту платіжного балансу, викликаного пристосуванням до нових рівноважних цін на нафту, яка покликана була стати альтернативою фіскальному стисненню, створювалось Міжнародне енергетичне агентство тощо. А в 1977 р. у Лондоні між даними країнами була досягнута домовленість про встановлення не специфікованих, але визнаних, цілей економічного зростання. Однак, такі цілі досягнуті не були. Боннська зустріч у 1978 р. суттєво змінила характер міжнародної координації, оскільки чи не вперше країни погоджувались на різнопланові дії, відмінні за своїм макроекономічним змістом та макроекономічними інструментами, що для цього застосовувались. Так, США погоджувались скасувати контроль за цінами на нафту, а Японія, Німеччина та Франція погоджувались на здійснення більш експансивної фіскальної політики. При цьому, погоджені дії розглядались як одна зі складових визначення позицій щодо торгівельних переговорів на Токійському Раунді. Макроекономічні тенденції 1979-1981 рр. демонструють, що Боннські домовленості не спрацювали. Це пов'язано як з другим нафтовим шоком 1979 р., реакція на який природно не була закладена у координаційні рішення, так і з тим, що сам характер ухвалених рішень вже не відповідав існуючим обставинам. Зокрема, прискорення інфляції у розвинутих країнах вимагало не погодженої фіскальної експансії, а погодженої монетарної рестрикції.

Наступний етап розвитку міжнародної координації макроекономічної політики пов'язаний з домовленостями у Плазі (1985 р.) та у Луврі (1987 р.). Специфікою даного етапу є те, що йому передувало достатньо тривалий час панування односторонніх дій, що пов'язується з приходом до влади у США Р.Рейгана, а у Великій Британії М.Тетчер, які не були схильними до координації політики, міжнародний характер погодження якої сприймався як обмеження дій відповідно до національних пріоритетів. Однак, негативні зовнішні наслідки політики ФРС змінили макроекономічне підґрунтя координаційних зусиль. Так, радикальна ревальвація долара та суттєве розбалансування поточного рахунку США, приплив глобальних капіталів у американську економіку внаслідок високих процентних ставок та створених фіскальних стимулів зменшували макроекономічні можливості решти розвинутих країн та країн третього світу виходити зі смуги затяжного спаду, що мав місце на початку 1980-х рр. Проте, найбільшим викликом не координованій політиці було те, що валютний перекид на користь долара актуалізував ризик відновлення глобальних торгівельних рестрикцій, внаслідок яких були би підірвані фундаментальні передумови

трансформації моделі економічного зростання, в якій за ліберальною ідеологією проглядалось яскраво виражене акцентування на зовнішніх факторах господарського прогресу. Нівелювання таких факторів за рахунок відновлення торгівельних бар'єрів також йшло всупереч з трендом поступового переходу центральних банків в режим досягнення цінової стабільності, їх депозиціонування у системі державного втручання в економіку та загального відходу від кейнсіанськоорієнтованих засад створення базових передумов для економічного зростання за рахунок маніпулювання сукупним попитом. Основний зміст Плазівських та Луврських домовленостей див. у табл. 4.7.

Таблиця 4.7.

Основний зміст домовленостей у Плазі та Луврі з приводу міжнародної координації макроекономічної політики

Домовленості в Плазі. 1985 р.
США погоджуються на зменшення бюджетного дефіциту на 1% ВВП у 1986 р. і продовжать зменшення фіскального дисбалансу у наступні роки. Японія погоджується на лібералізацію фінансових ринків, сприяння інтернаціоналізації єни, підвищення курсу єни, зростання значення курсу єни в структурі цілей монетарної політики. Німеччина погоджується на зниження податків та зменшення масштабів суспільного сектора економіки. Усі країни погоджуються запобігати протекціоністським тенденціям та здійснювати різного роду реформу у більшості секторів економіки для підвищення конкурентоспроможності та ринкової ефективності економіки. Усі країни, а перш за все США, Німеччина та Японія, здійснюють двосторонні валютні інтервенції, спрямовані на зниження курсу долара.
Домовленості у Луврі. 1987 р.
США погоджуються на зниження бюджетного дефіциту з 3,9% ВВП у 1987 р. до 2,3% у 1988 р. Японія погоджується на зниження процентних ставок не менше, ніж на 0,5%. Франція погоджується знизити податкові надходження на 1% ВВП та при цьому зменшити бюджетний дефіцит між 1986 та 1988 рр. Усі країни погоджуються продовжити структурні реформи, спрямовані на підвищення ринкової ефективності економіки. Визначено, що країни-учасниці, понад усе США, Японія та Німеччина розпочинають здійснення погоджених валютних інтервенцій на підтримку курсу долара та на загальну стабілізацію валютних курсів, волатильність яких є високою.

Джерело: Meyer L., Doyle B., Gagnon J., Henderson D. International Coordination of Macroeconomic Policies: Still Alive in the New Millennium // Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers. — 2002. — №723. Р. 19-20.; Миллер Р.Л., Ван-Хуз Д.Д. Современные деньги и банковское дело: Пер. с англ. — М.: ИНФРА-М, 2000. — С. 792-793.

Аналіз результатів реалізації домовленостей середини та другої половини 1980-х рр. дозволяє виявити ряд закономірностей. Так, широкий спектр об'єктів домовленостей та їх різноплановий характер є передумовою для того, щоб не можливо було ідентифікувати факт дотримання погодженої лінії поведінки. В першу чергу це стосується структурних реформ, коли не існує чітких зобов'язань щодо їх характеру та напрямків імплементації. Зміни у фіскальній політиці також дуже часто відбувалися із запізненням, або їх взагалі не можливо було реалізувати. Якщо корегування

фіскальної політики щодо основних макроекономічних пропорцій бюджету дозволяє чітко диференціювати поведінку країни-учасниці координаційного процесу за критерієм відповідності її рішень погодженому плану дій, то реалізацію структурних реформи у фіскальній сфері неможливо повною мірою співставити з тим, наскільки вони відповідають і макроекономічній корекції фіскальної позиції країни, і створенню довгострокових підвалин для підтримання такої позиції. Відтак макропараметри бюджету у довгостроковій перспективі завжди опиняються в залежності від імплементації структурних реформ у сфері податкових надходжень та програм витратків.

Основна причина того, що фіскальні та структурні реформи або не реалізовувались повною мірою, або реалізовувались так, що не можливо простежити їх відповідність ухваленим рішенням на рівні міжнародної координації політики, обумовлюється їх перерозподільчим характером та інституціональною залежністю від політико-економічних процесів в країні. Тільки відповідність погоджених дій внутрішній політичній кон'юнктурі дозволяє реалізувати заходи з міжнародної координації політики на рівні країни. На цьому фоні якісно контрастує ситуація, коли більшість узгоджених дій, що перебувають у компетенції центральних банків, були реалізовані практично повною мірою. Це засвідчило, що монетарні дії можуть виступати ефективним інструментом реалізації міжнародної координації макроекономічної політики. Причина цього полягає в тому, що в арсеналі центральних банків знаходяться найбільш гнучкі макрорегулятори, а їх інституціональна структура дозволяє швидко реагувати на ситуацію, що змінюється, зокрема, внаслідок того, що до поточного режиму реалізації монетарної політики додаються завдання, визначені на міжнародному рівні.

За основний приклад цього править відносний успіх погоджених інтервенцій, відповідно до домовленостей у Плазі та Луврі. Причому, згідно так званого Звіту Юргенсена, практика погоджених інтервенцій мала місце ще у 1970-х рр., але вони не мали широкого гласного характеру, їх масштаби були незначними, а структура регулювання валютних ринків була такою, що тільки США та Німеччина з країн груп G-5 та G-7 скасували валютні обмеження у середині 1970-х рр. Стосовно середини 1980-х рр., то ситуація змінилася, зокрема тому, що валютні інтервенції почали розглядатися як інструмент реалізації погоджених в рамках міжнародної координації цілей і факт цього мав публічний розголос, хоча і не завжди центральні банки слідували принципам транспарентності у даній сфері. Так, у випадку реалізації домовленостей у Плазі ФРС здійснювала придбання в основному марок ФРН, збільшуючи власну грошову пропозицію, а європейські центральні банки продавали долари зі своїх резервів, посилюючи рестриктивні витoki своїх монетарних дій. У випадку Луврських домовленостей, намагаючись запобігти подальшій девальвації до-

лара, ФРС здійснювала продаж європейських валют (перед усім марки ФРН) та єни, стискаючи доларову пропозицію, а решта центральних банків купували американську валюту, займаючи експансивну позицію відносно Федеральної резервної системи. У випадках, коли валютні інтервенції суперечили внутрішнім макроекономічним цілям, зміни грошової бази стерилізувалися за рахунок операцій на внутрішніх ринках.

Наприкінці 1980-х рр. тенденції щодо валютних курсів знову змінилися. Попри відсутність окремих прямих домовленостей щодо валютних інтервенцій, центральні банки США, Німеччини та Японії, слідуючи імпліцитному рішенню зберегти чинність угод, досягнутих в Плазі та Луврі, розпочали погоджене запобігання ревальвації долара. Піковим за масштабами таких інтервенцій виявився 1989 р., коли ФРС продала понад 22 млрд. дол., здійснюючи придбання марки ФРН та єни, за згоди Бундесбанку та Банку Японії. В подальшому масштаби та частота погоджених інтервенцій почала знижуватись. Їх незначні обсяги мали місце у 1990-1991 рр. та у 1994-1995 рр., а впродовж 1992-1993 рр. та 1996-1997 рр. вони були відсутні взагалі, а у 1998 р. погоджені інтервенції мали місце тільки один день, коли США підтримали Японію щодо запобігання раптовому та стрімкому обвалу єни. Японія час від часу продовжує здійснювати односторонні інтервенції і по даний час, але запровадження євро у 1999 р. та зменшення значення валютного курсу в монетарній політиці ЄЦБ, порівняно з його значенням в політиці Бундесбанку, звузили площину застосування погоджених інтервенцій в подальшому. Виключенням були спільні дії ФРС та ЄЦБ у 2001 р. після терактів в Нью-Йорку, спрямовані на запобігання обвалу долара, викликаному невизначеністю щодо політичного курсу США. Проте, навіть після виходу євро з неформально встановленого ЄЦБ коридору (1,25 долара за євро) наприкінці 2003 р., офіційно оголошені погоджені інтервенції не проводилися.

Як видно з фактографічного аналізу валютних інтервенцій, з розвитком глобалізації їх масштаби зменшуються, природно знижуючи ефективність такого інструменту реалізації міжнародної координації макроекономічної політики. Слід наголосити, спад інтервенційної активності провідних центральних банків обумовлюється факторами, прояв яких підсилюється саме в міру експансії глобалізації. По-перше, суто теоретично, в умовах високої мобільності капіталів стерилізовані інтервенції є неефективними. Важливість даного постулату впливає з того, що саме стерилізовані операції на валютних ринках розглядаються апологетами посиленого контролю за глобальною курсовою волатильністю як дієвий засіб впливу на валютний курс без негативних наслідків щодо внутрішніх макроекономічних змінних, пов'язаних з рухом грошової бази, що є неминучим наслідком змін зовнішніх активів центральних банків. Так, за умов, коли центральний банк скупає іноземну валюту з метою запобігання ревальвації власної валюти (або девальвації валюти країни-партнера), то для

підтримання сталих обсягів грошової бази потрібні операції на відкритих ринках, які би зменшили внутрішні активи і, відповідно, грошову базу. Продаж цінних паперів на внутрішньому ринку (зменшення внутрішніх активів) призводить до підвищення процентних ставок, а це приваблює додатковий приплив капіталів, який знову призводить до ревальвації національної валюти і так далі. У випадку протилежної ситуації, намагання запобігти девальвації власної валюти (ревальвації валюти країни-контрагента), яке здійснюється шляхом зменшення грошової пропозиції через продаж іноземної валюти, що стерилізується через операції купівлі цінних паперів на відкритих ринках, призводить до зменшення процентних ставок і, відповідно, відпливу капіталів. А це знову призводить до девальвації і так далі.

По-друге, М.Бордо та А.Шварц ще у 1991 р., фактично одразу після того як погоджені інтервенції досягли свого піку у 1989 р., сформулювали класичні аргументи проти втручання центральних банків у процеси курсоутворення на сучасних ринках. А) Інтервенції, які проводились відповідно до домовленостей у Плазі та Луврі, мали випадковий та несистематичний характер, отже вони не могли істотно вплинути на зміну тренду курсу долара США щодо інших валют. Такі зміни відбувалися під впливом фундаментальних факторів і не пов'язані з втручаннями монетарних органів США, країн Європи та Японії у функціонування валютних ринків. Б) Те, що погоджені інтервенції не могли вплинути на злам трендів, впливає зі співвідношення між обсягом інтервенцій та масштабами операцій на валютних ринках. Наприклад, у 1989 р. придбання ФРС валюти за цілий рік склало 14% щоденного обороту на валютних ринках. В) Валютні інтервенції мають значні негативні фіскальні наслідки, оскільки обертаються значними збитками для центральних банків, що перекладаються на бюджет відповідної країни³⁷⁶. Досвід кризи Європейської валютної системи впродовж 1992-1993 рр. яскраво засвідчив неспроможність будь-яких погоджених інтервенцій протистояти турбулентності глобальних ринків; підтримання фіксованих курсів всупереч ринковим настроям може обернутися такими маргінальними випадками як 500% ставки у Швеції та втрата усіх валютних резервів у Франції. Більше того, сучасні центральні банки розвинутих країн втрачають матеріальне підґрунтя для спроможності застосування інтервенційної політики на валютних ринках — їхні валютні резерви є не співставимо малими порівняно з масштабами фінансових та валютних ринків, взаємодія яких продукує виникнення глобально значимих потоків капіталу (детальніше див. параграф 2.1.-2.2.).

У контексті функціонування міжнародного монетарного устрою проблема адекватності валютних резервів можливостям їх застосування для зменшення волатильності валютних курсів чи зламу курсових трендів повинна розглядатись в світлі

³⁷⁶ Bordo M., Schwartz A. What Has Foreign Exchange Market Intervention Since the Plaza Agreement Accomplished? // *Open Economies Review*. — 1991. — №2. — P. 39-64.

того, як підвищення масштабів резервів розвинутих країн відіб'ється на ефективності функціонування механізму відновлення рівноваги їх платіжних балансів. Зокрема, якщо гіпертрофія валютних резервів в Азії вже перетворилась на фактор погіршення ситуації довкола автоматичного відновлення зовнішньої рівноваги США, то перехід на новий глобальний рівень валютних резервів у розвинутих країнах потягне за собою не тільки сплеск світової інфляції, але й позначиться на масштабній дестабілізації усіх платіжних балансів країн, валюти яких використовуються як резервні активи.

В рамках альтернативного бачення ролі валютних інтервенцій для підтримання глобальної стабільності констатується важливість не стільки самого факту інтервенцій, скільки оголошення намірів про них. По-суті, апологетика сигнальної ролі валютних інтервенцій, що прямо звідси випливає, спирається на певний факт, згідно якого в умовах інформаційної симетрії між центральним банком і ринками, раціональних очікувань, транспарентності та довіри до нього оприлюднення намірів щодо валютних курсів спонукає учасників ринку до такої поведінки, яка сама призводить до повернення валютних курсів на траєкторії, найбільш бажаної для монетарних органів і без їхнього втручання. Попри те, що таке твердження ґрунтується на методологічних підходах до монетарного аналізу проблеми репутації та транспарентності центральних банків, відповідно до чого, якщо останні користуються довірою та є транспарентні, то достатньо тільки сигналів для корекції ринкової поведінки, ситуація у сфері валютних курсів якісно відрізняється від ситуації щодо внутрішніх монетарних процесів. Так, у випадку останніх, якщо одних сигналів буде замало для впливу на учасників ринку, центральний банк може застосувати інструменти, глибина впливу яких на макроекономічні процеси та фінансове посередництво буде варіювати в залежності від того, наскільки вдасться досягнути поставленого результату (наприклад, якщо операції відкритого ринку не спрацьовують, можна змінити норму обов'язкових резервів, що відчутно вплине на фінансово-банківський сектор і, відповідно, на макроекономічні процеси). У випадку з валютними ринками, центральний банк неспроможний застосувати інструменти глибокої дії на усіх учасників ринку, а його валютні резерви є незначними, внаслідок чого позитивна реакція ринків на сигнали щодо валютного курсу скоріше буде випадковістю, ніж закономірністю, тим більше коли мова йде про фундаментальні процеси. А це ставить у незрівнянно невігідне становище центральний банк і його вплив на економічних агентів через систему сигналів щодо валютних ринків, порівняно з внутрішніми монетарними процесами.

По-третє, втручання центральних банків у валютно-курсові процеси суттєво знижує впевненість економічних агентів у майбутній динаміці валютних курсів. Так, згідно більш ранніх досліджень указаної проблеми, тільки оголошені інтервенції не

впливають на погіршення ситуації довкола валютних курсів в перспективі, тоді як тіньові інтервенції суттєво дестабілізують валютні ринки. Наприклад, згідно К.Домінгез впродовж 1985-1991 рр., коли ринки знали про інтервенції ФРС щодо німецької марки та єни, волатильність валютних курсів була суттєво нижче, порівняно з періодами, коли вони не знали про це³⁷⁷. Більш пізні дослідження спростовують таке оптимістичне бачення відомих наперед інтервенцій. Наприклад, Г.Галаті та В.Мелік на прикладі функціонування ринків опціонів впродовж 1993-1996 рр. доводять, що знання про інтервенції не впливає позитивно на ринкові очікування³⁷⁸. Також дані економісти відзначають, що ставлення до центральних банків з боку ринків відрізняється, отже їхні очікування щодо домінуючої поведінки того чи іншого органу грошової влади покладаються в основу хедж-стратегії. Це означає, що диференційоване ставлення до валютно-курсівих пріоритетів центральних банків-емітентів пари валют, щодо яких укладаються строкові та термінові операції призводить до виникнення асиметричного відкриття позицій, пов'язаних з перестраховуванням валютних ризиків. Як наслідок, зміна поведінки центрального банку щодо валютного ринку одразу означатиме додаткові втрати з боку його учасників, через що вони завжди схильні до додаткового перестраховування, яке, в підсумку, демонструє наявність високого рівня невизначеності. Отже, валютні інтервенції скоріше підвищують невизначеність серед учасників ринків, сприяючи їх волатильності, замість того, щоб зменшувати її. Глобалізація тільки підсилюватиме даний ефект, оскільки сюди додаватиметься диверсифікаційні операції на інших сегментах ринку, що виступить своєрідним спусковим гачком актуалізації імперфекцій глобальних ринків.

Невідповідність наслідків валютних інтервенцій очікуваним результатам від них, загострюючись мірою експансії глобальних фінансових ринків, суттєво звужує можливості ефективної міжнародної координації макроекономічної політики. За рахунок цього безпосередньо валютна складова останньої, будучи одним з важливих вихідних пунктів затребуваності погоджених дій на міжнародній арені, з одного боку, зводиться тільки до принципу побудови моделі координації, а з іншого — демонструє поступове усунення центральних банків з даної сфери. При цьому, глобалізація цінкових трендів як системне явище викликає до життя нову форму скоординованих інтервенцій: вплив на валютний курс узгоджується з країнами-учасниками, але діє тільки один центральний банк. Наприклад, в умовах глобальної інфляції намагання ФРС та ЄЦБ запобігти девальвації долара створюватимуть стимули для її зростання: ФРС продає євро, збільшуючи глобальний попит, а ЄЦБ купує долари за євро, що має ті ж самі наслідки для попиту. Протилежне також актуальне, оскільки

³⁷⁷ Dominguez K. Does Central Bank Intervention Increase the Volatility of Foreign Exchange Rates // NBER Working Paper. — 1993. — №4532. // www.nber.org.

³⁷⁸ Gabriele G., Melick W. Perceived Central Banks Intervention and Market Expectations: an Empirical Study of the yen/dollar Exchange Rate, 1993-1996 // BIS Working Papers. — 1999. — №77. — P. 1-31.

короткострокові можливості стабілізації валютного курсу не зменшують глобальний попит у системі: він буде нагнітатися навіть за погоджених дій, тільки буде змінюватися валюта деномінації, зростання пропозиції якої буде передаватися його (попиту) динаміці глобальними ринками. Необхідна передумова для цього — високий рівень інтернаціоналізації валюти, що і характерно перш за все для долара та євро. Відповідно, погоджені односторонні інтервенції можуть вирішити проблему впливу на глобальний попит, але вони актуалізують іншу відому проблему — розподіл втрат і вигод між учасниками координаційного процесу.

Слід відмітити, що саме нерівноважні платіжні баланси розглядалися учасниками міжнародної координації як основна проблема, що призводить до підвищення поточної волатильності валютних курсів, їх відхилення від фундаментальних рівноважних значень, спекулятивної мобільності капіталів та протекціоністських ухилів у торгівельній політиці, внаслідок чого підвищується фонові макроекономічна нестабільність у світі. З огляду на те, що в системі відновлення зовнішньої рівноваги застосувалися не тільки інтервенційні заходи центральних банків на валютних ринках, але й фіскальні регулятори, то сам факт платіжного дисбалансу розглядається не просто як похідна валютних курсів, що визначають тенденції у сфері експорту і імпорту, а як наслідок флуктуацій сукупного попиту в розрізі країн. Ситуація, коли нерівновага поточного рахунку є наслідком відмінної циклічної позиції країн, відображає наявність складної структурної взаємозалежності між ними, інакше би баланс відновлювався за рахунок цінових факторів, прив'язаних до курсової динаміки. Така ситуація вимагає розв'язання проблеми платіжного балансу не стільки в категоріях валютного курсу, скільки в категоріях впливу з допомогою макроекономічних регуляторів на динаміку абсорбції. Природно, що це зближує бачення характеру міжнародної координації політики з монетаристським підходом до платіжного балансу. Але саме це і становить найбільшу проблему для ефективної координації, що особливо яскраво проявляється в умовах глобалізації.

Так, по-перше, неефективність валютних інтервенцій, звужуючи монетарний потенціал координації міжнародної макроекономічної політики актуалізує питання про роль фіскальних регуляторів попиту. Повернення до ідеї підвищення значення фіскальної політики в системі міжнародної координації напряму впливає з трансформацій всередині макроекономічної політики у розвинутих країнах, коли орієнтація центральних банків на забезпечення цінової стабільності актуалізує роль автоматичної стабілізації бюджету. Фіскальна, а не монетарна, відповідальність за відхилення фактичного ВВП від потенційного трансплантується на міжнародний рівень, відповідно до чого забезпечується безпосередній вплив на сукупний попит, диференціація якого впливає з циклічної дивергенції, що супроводжується дефіцитами платіжних балансів та курсовою нестабільністю.

З одного боку, дана тенденція є більш консистентною з об'єктами міжнародної координації, якими в більшості своїй виступають платіжний баланс та валютні курси. Це обумовлено тим, що на сьогодні формується суттєва асиметрія між макроекономічними пріоритетами на національному рівні та на міжнародному. Якщо на національному рівні пріоритетність віддається інфляції та зменшенню коливань ВВП, що, однак набагато більше логічно пов'язано з трансформаціями у сфері інституціонального та поведінкового каркасу сучасних центральних банків, ніж зі змінами у середовищі фіскальної політики, то на міжнародному найбільшим пріоритетом є проблема зовнішньої рівноваги. Дана тенденція яскраво демонструється характером ухвал Великої Сімки, в яких основний наголос робиться на тому, як платіжні дефіцити в світі та волатильність валютних курсів позначаються на глобальній стабільності. Втім, така увага проблемі платіжних дефіцитів і валютних курсів приділяється скоріше з міркувань національної спроможності забезпечити цінову стабільність та мінімізувати ВВП-розрив, зокрема за рахунок того, щоб зовнішня нерівновага не спровокувала звуження ринків збуту у країнах, що розвиваються, більш вразливих до криз. Також на міжнародних ринках спостерігається більш високий рівень ірраціональної поведінки, ніж на національних, що і пов'язано з більш високою волатильністю параметрів зовнішньої рівноваги, ніж внутрішньої. Проте, саме з платіжними балансами та валютними курсами пов'язано те, що вони сприймаються як найбільш очевидні та прості для розуміння індикатори функціонування глобального трансмісійного механізму, внаслідок чого їх поведінка слугує засобом інтерпретації передавання шоків з країни до країни. Параметри внутрішньої рівноваги (інфляція, ВВП-розрив) природно не мають таких властивостей. Відповідно, щільний зв'язок між фіскальною та циклічною позицією в динамічному розгортанні сукупного попиту, інтегрованого у систему зовнішньої рівноваги, і робить бюджет більш ефективним елементом міжнародної координації макроекономічної політики.

З іншого боку, використання фіскальної політики в системі міжнародної координації має усі ті ж самі недоліки, що властиві їй при здійсненні внутрішньої макроекономічної політики: негнучкість; тривалі лаги; законодавчі обмеження; щільний зв'язок з внутрішньою політичною кон'юнктурою та пов'язаними з нею перерозподільчими дилемами тощо. Втім, в умовах наближення процентних ставок до нуля, що особливо властиво сучасному поколінню макроекономічних потрясінь (наприклад, це пов'язано з тим, що політика цінової стабільності зменшує інфляційні премії в структурі процентних ставок, отже падіння останніх в умовах негативних макроекономічних шоків означатиме не просто зниження їх рівня, а наближення до нуля, що особливо яскраво засвідчив приклад Японії впродовж 1990-х рр. та США впродовж 2001-2004 рр.), саме фіскальні регулятори найбільш дієво можуть впливати на сукупний попит. Слід додати, що на сьогодні фіскальна політика вже не

сприймається як інструмент “точного налаштування”. В світлі того, що підвищення її значення в системі міжнародної координації макрополітики обумовлюється зв'язком між зрушенням в доходах та видатках бюджету та платіжним балансом, утворюється певна ув'язка між тим, що фіскальні заходи не є заходами з “точного налаштування”, та тим, що остаточне збалансування платіжного балансу є достатньо необов'язковим в умовах глобалізації. Нове розуміння фундаментальної стійкості платіжного балансу відображає те, що дефіцитність поточного рахунку може підтримуватись на рівні, який може бути профінансований без ризику макроекономічної дестабілізації. Інтеграція глобальних ринків саме цьому і сприяє. Але, попри це, відповідність платіжних дисбалансів фундаментальним макропроцесам може мати і позитивні наслідки. Якщо в одній країні відбувається позитивний структурний шок, обумовлений технологічними зрушеннями та зростанням продуктивності праці, то фінансування дефіциту балансу заощаджень та інвестицій за рахунок припливу капіталів ззовні демонструє наявність сприятливих передумов для підтримання економічного зростання, позитивні наслідки якого відобразяться і на решті країн-партнерів по торгівлі та фінансах. Яскравим прикладом цього може бути США впродовж 1990-х рр.

По-друге, перехід центральних банків в режим забезпечення цінової стабільності як пріоритетного завдання, що здобуло інституціонального закріплення у їх мандатах, також є наслідком міжнародної координації макроекономічної політики. Наприклад, Л.Мейер, Б.Дойл, Дж.Гегнон та Д.Гендерсон стверджують, що ті реформи системи центрального банку, які відбулися практично в більшості розвинутих країн та країн з ринками, що виникають, впродовж 1990-х рр., є безпосереднім наслідком зусиль у сфері міжнародної координації, які вживались розвинутими країнами впродовж 1980-х рр. як наслідок погодженої реакції на негативні результати інфляційного зміщення 1970-х та високих втрат від боротьби з ним у наступному десятилітті³⁷⁹. Згідно Р.Манделла, така трансформація структури механізму макроекономічної політики розвинутих країн, у свою чергу, є наслідком сприйняття ідей школи пропозиції та відходу від кейнсіанськоорієнтованих схем управління попитом. Оцінюючи досвід переходу до жорсткої монетарної політики на початку 1980-х рр., він стверджує: “Після різкого, але короткострокового спаду економіка ступила на шлях довгострокового зростання, який тривав ще більше, ніж це колись було, причому впродовж всього цього періоду інфляція знаходилася під неусипним та все більш жорстким контролем. < > Урок полягав у тому, що інфляція, бюджетний дефіцит, величезна заборгованість і всеохоплююча держава — все це разом взяте виявилось настільки згубним для добробуту суспільства, що витрат, пов'язаних з ко-

³⁷⁹ Meyer L., Doyle B., Gagnon J., Henderson D. International Coordination of Macroeconomic Policies: Still Alive in the New Millennium // Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers. — 2002. — №723. — P. 26.

рекцією завданих збитків, не витримає жоден демократичний уряд... В кінці кінців усі країни, що входять в ОЕСР, різко знизили свої бюджетні дефіцити і повернулися до рівнів інфляції, які існували до 1914 р., тобто в епоху міжнародного золотого стандарту³⁸⁰. Відповідно, підвищення рівня незалежності органів грошової влади та делегуванням їм мандату на забезпечення цінової стабільності суттєво звужує можливості застосування конкретних монетарних дій в системі координації міжнародної монетарної політики. Це впливає з наступного: а) вихід на низькі інфляційні траєкторії суттєво звужує потенціал будь-яких акцій, оскільки це може йти в супереч з спроможністю органів грошової влади забезпечити стабільність цін; б) ревне плетання власної незалежності може унеможливити процес міжнародної координації, оскільки це може сприйматися як послаблення автономії ухвалення рішень в рамках визначеної інституціональної структури; — міжнародна координація може сприйматися як національний уряд, позиція якого актуалізує проблему динамічної інконсистентності; в) зовнішні зобов'язання, виголошені публічно, обмежують спектр можливих рішень, спрямованих на досягнення цінової стабільності в країні; висока плинність економічних процесів, підсилена глобалізацією та технологічними зрушеннями, ставлять центральні банки в ситуацію, коли рішення, узгоджені на міжнародному рівні, *ex ante* будуть неефективними *ex post*, а це, зокрема, є основною причиною звуження операційного горизонту монетарної політики в умовах глобалізації; г) з міжнародною координацією пов'язана проблема транспарентності; — рішення щодо ключових монетарних параметрів потрібно пояснювати з поправкою на погоджені дії з партнерами по міжнародних зобов'язаннях, що ускладнює їх (рішень) розуміння ринками та створює додаткові можливості для нетранспарентної поведінки всередині країни тощо.

По-третє, в системі міжнародної координації виникає проблема суміщення міжнародних та національних горизонтів макроекономічної політики. Так, для монетарної політики характерним є звуження горизонту політики до середньострокового, що, зокрема, особливо яскраво проявляється у випадках такої закономірності як перехід до таргетування інфляції та побудова самого операційного каркасу центральних банків на основі моделей, що передбачають комунікацію з раціональними очікуванням економічних агентів. Для фіскальної політики домінуючим горизонтом буде довгостроковий період, оскільки суттєві зрушення в обсягах податків та бюджетних видатків не еластичні за фактором часу. При цьому, строковий характер впливу на реальні та номінальні змінні за рахунок податків та видатків також є відмінним: у випадку податків — довгостроковий період; у випадку видатків — коротко- та середньостроковий. Це створює передумови для того, щоб з допомогою зміни

³⁸⁰ Манделл Р. Ретроспективный взгляд на XX век (Нобелевская лекция) // Евро — дитя Манделла? Теория оптимальных валютных зон. — Пер. с англ. — М.: Дело, 2002. — С. 346., С 348.

в обсягах податків регулювали фундаментальні, довгострокові процеси, а з допомогою видатків — реагувати на поточні зрушення в обсягах сукупного попиту і обумовленого цим відхилення фактичного ВВП від потенційного. Оскільки, в умовах неефективності валютних інтервенцій та фактичного зниження їх значення в системі міжнародної координації горизонт ефективних дій останньої подовжується (тобто, на міжнародному рівні варіант Сент-Луїської моделі не спрацьовує), то це створює передумови для ефективного зближення горизонтів міжнародної політики та національної фіскальної політики. Більше того, одним з принципових моментів міжнародної політики, зокрема в рамках країн Великої Сімки, є структурна політика, спрямована на лібералізацію доступу до ринків, підвищення їх алокаційної ефективності, дерегуляція в окремих секторах економіки. Довгостроковий характер структурної політики також сприяє зближенню її горизонтів у випадку національного та міжнародного рівнів її здійснення. Окрім цього, слід додати, що останні зусилля країн Великої Сімки відображають зміну ставлення до боргових проблем третього світу, зближення позицій щодо регулювання фінансових ринків та банківського нагляду тощо. Причому, як показав досвід реакції на глобальні фінансові потрясіння з боку розвинутих країн та країн з ринками, що виникають, координація політики у інших сферах, в першу чергу з питань банківського нагляду та фінансового регулювання, аніж макроекономічна, можуть бути набагато більш успішними.

Як наслідок, і розширення сфери міжнародних координаційних зусиль, і вища відповідність між ними та національними фіскальною та структурною політиками за строками, і неефективність втручання у валютні ринки з боку центральних банків суттєво змінюють характер координації макроекономічної політики між країнами. Можна виділити наступні його принципові риси.

Відбувається принципове зменшення ролі монетарної політики в системі міжнародної координації. Досягнення і забезпечення цінової стабільності є фундаментальною передумовою глобальної стабільності, а втручання центральних банків у процеси утворення валютних курсів за прикладом 2001 р. після подій у Нью-Йорку є екстраординарним та таким, що відображає виникнення кризових обставин позаекономічного характеру.

Виникає закономірність відходу від конкретних, обумовлених дій у сфері міжнародної координації в напрямку узгодження принципів макроекономічних політик. Така закономірність відображає цілий комплекс особливостей здійснення макроекономічної політики, зокрема погодженої на міжнародному рівні, в умовах глобалізації. Факт необхідності координації впливає із структурної взаємозалежності та високої інтеграції, в першу чергу фінансових ринків. Наприклад, згідно А.Сазерленда, вигоди від координації макроекономічної політики є тим більшими, чим більш інтегрованими є фінансові ринки та чим вищою є взаємозамінність акти-

вів на них, тоді як автаркічна модель фінансових ринків взагалі не передбачає вигод від координації³⁸¹. З огляду на структурні реформи на фінансових ринках та те, що фінансовий сектор є авангардом глобалізації, рівень взаємозамінності активів на різних ринках підвищуватиметься, а автаркічна модель їх організації виключатиме входження в процеси глобалізації. Однак, сама глобалізація створює системне середовище взаємного впливу макроекономічних політик одних країн на інші і навпаки. Так, Р.Баррелл, К.Дарі та Й.Хьорст стверджують: “Аргументом на користь координації політики є ефект переливу (*spillover effect*), який властивий незалежній внутрішній політиці. ... Породження ефекту переливу стає дедалі більш відчутним у міру того, як світ стає більш інтегрований у зв'язку зі скасуванням торговельних бар'єрів, удосконаленням комунікаційних технологій та зростанням транскордонних потоків капіталів та робочої сили”³⁸². Проте, попри необхідність координації макрополітик в умовах глобалізації, остання накладає суттєві обмеження на ефективність конкретних заходів, або ж окремі інструменти макрополітики не можуть застосовуватись як безпосередні похідні міжнародних рішень. Як наслідок, модель координації будуватиметься не на принципах конкретних дій, а на принципах узгодження принципів національних макроекономічних та структурних політик. Відповідно, такі принципи, узгоджені на міжнародному рівні, перетворюватимуться у канал узгодження напрямків політики на національному рівні, а, отже, саме такі напрямки через узгоджені принципи стануть об'єктами координації. Слід додати, що така закономірність особливо рельєфно простежуватиметься на тлі зменшення значення монетарної політики у міжнародній координації, яка єдина впродовж 1980-х рр. відображала можливість реального виконання міжнародних зобов'язань. Мірою розвитку глобалізації та внаслідок трансформацій у механізмі національної макроекономічної політики та його інституціонального забезпечення, викликаних нею, монетарна політика демонструє свою неефективність при розв'язанні конкретних глобальних проблем.

Спостерігається тенденція до інституціоналізації засад, на яких будується система міжнародної координації. Зокрема, це стосується систематичності зустрічей офіційних осіб в рамках постійно діючих структур, що забезпечують міжнародну координацію (див. табл. 4.8.)

Таблиця 4.8.

Регулярні зустрічі з міжнародної координації макроекономічної політики глобального рівня

Учасники	Періодичність зустрічей
Лідери країн Великої Сімки	Раз на рік

³⁸¹ Sutherland A. International Monetary Policy Coordination and Financial Market Integration // The Federal Reserve Board International Finance Discussion Papers. — 2002. — №751. // www.federalreserve.gov.

³⁸² Barrell R., Dury K., Hurst I. International Monetary Policy Coordination: An Evaluation Using a Large Econometric Model // Economic Modeling. — 2003. — Vol. 20. — Issue 3. — P. 507.

Міністри фінансів та голови центральних банків країн Великої Сімки	Тричі на рік
Заступники міністрів фінансів країн Великої Сімки перед зустріччю міністрів фінансів та голів центральних банків	Не менше разу до відповідної зустрічі
Голови центральних банків країн G-10 у Банку міжнародних розрахунків	10 разів на рік
Міністри фінансів та голови центральних банків країн G-10	Двічі на рік
Замісники міністрів фінансів та голів центральних банків країн G-10	4 рази на рік
Засідання Комітету з економічної політики ОЕСР	Двічі на рік
Третя робоча група Комітету з економічної політики ОЕСР	4 рази на рік
Комітет з міжнародної монетарної політики та фінансів МВФ	Двічі на рік
Виконавча Рада МВФ	Як мінімум раз на тиждень
Зустрічі експертів ОЕСР та Банку міжнародних розрахунків з широкого колу питань	-

Джерело: Meyer L., Doyle B., Gagnon J., Henderson D. International Coordination of Macroeconomic Policies: Still Alive in the New Millennium // Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers. — 2002. — №723. — P. 41.

Як видно з табл. 4.8., інституціональна основа міжнародної координації монетарної політики має складну структуру, що, однак, передбачає охоплення широкого спектру проблем, аналіз та обговорення яких передують ухваленню узгоджених рішень. Окрім цього, сама міжнародна координація не здійснюється у певному жорсткому форматі, а передбачає, що вона здійснюється не тільки на рівні окремих країн, але й на рівні міжнародних організацій та на рівні взаємодії між ними. На тлі постійно діючих і фактично формалізованих з міркувань періодичності та предмету обговорень зустрічей, що відображають інституціональну базу міжнародної координації політики, формується тенденція до виникнення нових структур з варіативним рівнем формальності, які покликані забезпечити та розширити діалог між учасниками міжнародної політики. До таких структур належить Комітет з міжнародної монетарної політики та фінансів МВФ та Форум фінансової стабільності, які виникли у 1999 р. Виникнення першого відображає намагання окремих розвинутих країн (понад усе Франції) в сукупності з рядом найбільш розвинутих країн третього світу послабити залежність МВФ від США; даний Комітет є постійно діючим органом при МВФ, але до структури Фонду він не входить. По-суті, на Комітеті обговорюються питання міжнародної координації макроекономічної та наглядової політики, які можуть бути перевтілені у практичні рішення МВФ у сфері його статутної діяльності. Також під егідою Комітету актуалізується підвищена наглядова роль Фонду в структурі координації макроекономічної політики розвинутих країн, оскільки позиція Фонду є важливою при визначенні фундаментальних та рівноважних процесів у глобальній економіці, які є вихідним пунктом ухвалення напрямків погоджених дій між розвинутими країнами. Однак, як відзначають Дж.Франкель та Н.Роубіні, створення даного Комітету не позначилося на якісній трансформації системи міжнародної монета-

рної політики³⁸³. Щодо Форуму фінансової стабільності, то він, не є постійно діючим органом, в рамках функціонування якого було створено три робочих групи, які займаються проблемами банківського нагляду, фінансового регулювання, підвищення прозорості в роботі офшорних центрів, що напряму не стосується монетарних аспектів міжнародної політики. Відповідно, процес інституціоналізації засад міжнародної координації політики відбувається за повзучим принципом, наслідком чого є виникнення складної структури, елементи якої мають відмінний формальний та навіть неформальний статус та забезпечують варіативні формати переговорів та ухвалення рішень. В сукупності це означає, що стійкість такої системи буде забезпечуватись мірою зацікавленості учасників у її функціонуванні, а сам інтерес є віддзеркаленням характеру взаємозалежності у глобальній економіці.

Як наслідок, процес інституціоналізації міжнародної координації макроекономічної політики також відбувається шляхом виникнення нових груп, в рамках яких забезпечується діалог для погодження напрямків політик. Так, з огляду на те, що, як вже зазначалося у попередніх параграфах, розвинуті країни вже не можуть проводити політику, беззастережну щодо її наслідків для країн, що розвиваються, а стабільність глобальної економіки дедалі більшою мірою залежить саме від останніх, такі групи країн як G-7 та G-10 вже не можуть репрезентувати виключність учасників діалогу щодо узгодження ефективних макроекономічних дій в умовах глобалізації. Так, після Азійської кризи, у 1998 р. на основі діалогу між США безпосередньо, Великою Сімкою та країнами АСЕАН виникла група G-22, а за рахунок її розширення в зв'язку з приєднанням Латиноамериканських та інших країн — група G-33. Відносний успіх, який мав діалог в рамках розширеного формату обговорення глобальних економічних проблем спонукав країни Великої Сімки виступити ініціаторами заснування більш постійно діючої групи, яка би презентувала країни з ринками, що виникають. У такий спосіб виникла група G-20³⁸⁴.

Виникнення даної групи відображає ряд проблем. З одного боку, процес включення країн з ринками, що виникають, в систему опрацювання та визначення рішень у сфері міжнародної координації макроекономічної політики є необхідним з міркувань того, що від них дедалі більшою мірою залежить глобальна стабільність. З іншого боку, широке представництво різних країн призводить до того, що їхні інтереси перестають бути гомогенними, що ускладнює процеси узгодження позицій. Проте, навіть у випадку групи G-20 основний наголос в її роботі робиться на проблемах функціонування ринкових інституцій, банківського нагляду, регулювання окремих секторів економіки тощо. Як наслідок, роль монетарної політики як об'єкту

³⁸³ Frankel J., Roubini N. The Role of Industrial Country Policies in Emerging Market Crises // NBER Working Papers. — 2001. — №8634. — P. 69-84.

³⁸⁴ До її складу входять: Австралія, Австрія, Бразилія, Канада, Китай, Франція, Німеччина, Індія, Індонезія, Італія, Японія, Мексика, Росія, Саудівська Аравія, ПАР, Південна Корея, Туреччина, Велика Британія, США та ЄС. Керівні особи МВФ та Світового банку є учасниками дискусії.

обговорень суттєво звужується. Для цього є кілька причин. По-перше, забезпечення цінової стабільності та транспарентна поведінка центральних банків на сьогодні вже стереотипізувалися як своєрідні архетипи забезпечення монетарних передумов глобальної фінансової стабільності. По-друге, обговорення конкретних валютно-курсних проблем не може вийти у площину запровадження механізму погоджених інтервенцій між розвинутими країнами та рештою учасників. Це обумовлено як їх неспівставним монетарним потенціалом, так і потенційною проблемою морального ризику та підвищення волатильності монетарних показників у розвинутих країнах. Відповідно, дискусії з приводу забезпечення стабільності валютних курсів та збалансованості платіжних балансів можуть точитися тільки на рівні того, що може зробити національна макроекономічна політика за даного глобального оточення для наближення до зовнішньої рівноваги. По-третє, навіть в такому форматі група є не однорідною, а інтереси її учасників можуть бути полярними тощо.

Процес виникнення груп країн, в рамках функціонування яких відбувається ухвалення рішень щодо міжнародної координації монетарної політики, ставить питання про необхідність розглядати такі групи з позиції оптимальних коаліцій. Тобто, колективне рішення буде тим більш ефективним та Парето-оптимальним, чим більш гомогенними будуть учасники коаліції. При цьому, чим меншою буде сама коаліція, тим меншими будуть витрати на переговори, що призведуть до ухвалення Парето-ефективних рішень. На рівні монетарних проблем та в світлі того, що волатильність валютних курсів є негативним явищем у глобальній економіці, яке, однак, не розглядається з позиції необхідності прикладання цілеспрямованих зусиль з боку центральних банків для її зменшення, наприклад з циклічних чи інституціональних міркувань, спроможність забезпечити вищу стабільність у валютній сфері знаходить у площині зменшення кількості валют. Формування валютних союзів за таких умов виконуватиме позитивну роль, оскільки за рахунок цього зменшується кількість учасників переговорів та зменшується кількість валют, а як наслідок і загальна волатильність валютних ринків. Підвищення ж волатильності окремих курсів за рахунок виникнення валютних союзів, що потенційно можливе з огляду на те, що більш закрита економіка, утворювана у такий спосіб, знизить свою вразливість до курсових коливань на тлі забезпечення сприятливих передумов для безконфліктної орієнтації центрального банку на внутрішню рівновагу. Але таке підвищення волатильності вже не буде мати таких негативних наслідків для глобальної економіки, оскільки вразливість до неї її індивідуальних членів на рівні валютного союзу зменшиться, а в умовах структурної взаємозалежності, подібне зменшення вразливості мультиплікуватиметься по всій глобальній системі, створюючи сприятливе підґрунтя для виникнення якісно нового характеру глобальної стабільності: стабільність з курсовими коливаннями, які будуть поступово затухати з огляду на те, що виникнуть нові мож-

ливості більш щільної міжнародної координації макроекономічної політики за рахунок зменшення кількості її суб'єктів, в розпорядженні яких знаходяться такі інколи суперечливі інструменти як валютні курси та монетарна політика.

4.4. Функціонування МВФ у контексті трансформації монетарної політики

Міжнародний валютний фонд, будучи невід'ємним елементом функціонування сучасної фінансової архітектури, справляє суттєвий вплив на напрямки трансформації монетарної політики в умовах глобалізації. Більше того, такий вплив опосередковує і зворотні процеси, які, однак, відображають більш складний комплекс явищ, що демонструють формування якісно нового середовища спроможності МВФ залишатися у координатах функціонування міжнародного монетарного устрою в світлі змін засадних пріоритетів макроекономічного вибору, що актуалізується в рамках становлення сучасного історичного типу центральних банків. Таке явище обумовлюється тим, що на рівні активності МВФ особливо яскраво проявляється сутнісна, структурна та функціональна відмінність між міжнародним монетарним устроєм та фінансовою архітектурою світу. Дана закономірність випливає з інституціональних рамок самого МВФ та того методологічного бачення макроекономічної політики та міжнародної макроекономіки, яке було закладено у визначення таких рамок. Тобто, будучи елементом міжнародного монетарного устрою, МВФ є інституцією, яка визначає, якщо не повністю, то, принаймні частково, і більше того, формально, структуру та характер міжнародної ліквідності, яка з операційної точки зору є фактором внутрішніх монетарних рішень центральних банків. У свою чергу, це має прямий стосунок до визначення характеру монетарної політики у відкритій економіці. Будучи елементом глобальної фінансової архітектури, МВФ справляє вплив на пристосування макроекономічних політик країн до міжнародних потоків капіталу, в тому розумінні, що останні є складовою підтримання системи міжнародних платежів, отже визначають параметри фінансування платіжних балансів. Платіжний баланс, у свою чергу, також формується під впливом національної макроекономічної, зокрема монетарної, політики, що ув'язує на методологічному рівні актуальні питання трансформації центральних банків та трансформацію самого МВФ. При цьому, те, що саме у площині функціонування МВФ відбувається розрив між рівнями аналізу трансформації центральних банків з позиції міжнародного монетарного устрою та з позиції трансформації глобальної фінансової архітектури, випливає з радикальної невідповідності умов, в яких створювався МВФ, процесам глобалізації. Відправна точка розгортання останніх, як це нами неодноразово підкреслювалося, є монетарного характеру.

Так, заснування МВФ у 1944 р. передбачало, що цей орган буде забезпечувати фінансування дефіцитних платіжних балансів з метою недопущення: а) застосування важелів внутрішньої дефляційної політики, яка йде в розріз зі стратегією маніпу-

лювання обсягами сукупного попиту; б) коректування валютних курсів для забезпечення зовнішньої рівноваги в світлі того, що це привнесиме у світову економіку цінову невизначеність, яка негативно позначається на розвитку міжнародної торгівлі. Дана модель створення МВФ відображала ряд кейнсіанських методологічних установок, які ув'язували дефіцит платіжного балансу з розбалансованістю поточного рахунку, який представлений торгівельними операціями та трансфертами, імпортом мультиплікатором та впливом відносних цін на споживчу функцію. Як зауважує М.Обстфельд, відновлення елементів монетарного погляду на платіжний баланс, стан якого ув'язується з динамікою сукупного попиту у країнах-партнерах, відбулося тільки у 1951 р. і пов'язано з працею Дж.Міда "Платіжний баланс", тобто, фактично майже через 10 р. після заснування МВФ. При цьому, акцентування уваги на домінуючій ефективності боргового фінансування зовнішньої рівноваги, що втілювалось у рамкових умовах заснування Фонду, впливало зі статичної моделі економіки, репрезентованої такими кейнсіанськими постулатами як негнучкість цін та заробітних плат. Обстфельд стверджує: "Роль монетарних факторів, центральних для Класичного погляду, була зведена до мінімуму, якщо не ігнорувалася повністю. ... Новий погляд, однак, не запропонував альтернативного механізму, який повинен був знаходитись в основі елімінування зовнішньої нерівноваги, але він імпліцитно передбачав, що стабілізаційна політика повинна використовуватись для цього напевне"³⁸⁵. Те, що в основу уявлень про зовнішню нерівновагу була покладена міжнародна торгівля, впливає також з характеру формування квот самого МВФ. При цьому, зведені до мінімуму потоки міжнародного капіталу, які визначили можливість побудови кейнсіанськоорієнтованих макроекономічних механізмів з акомодативною роллю центральних банків у них, природно не бралися в розрахунок при: а) визначенні боргового характеру підтримання міжнародної ліквідності країни; б) пристосуванні валютних курсів чи їх підтримання відповідно до офіційних паритетів; в) розумінні характеру поведінки центральних банків щодо здійснення внутрішньої стабілізаційної політики. І саме головне, заснування МВФ не передбачало односторонніх дій з боку США, грошова пропозиція яких, внаслідок асиметричного положення у Бретон-вудській валютній системі, стала і конкурентом у забезпеченні міжнародної ліквідності в світі МВФ-івському борговому інструментарію сгладжування зовнішньої рівноваги, і джерелом антагоністичних процесів у міжнародній економіці, які призвели до краху самої Бретон-вудської системи.

Як наслідок, вже у 1960-х рр. роль МВФ у міжнародних валютних відносинах в світі зазнала суттєвої деформації.

³⁸⁵ Obstfeld M. International Macroeconomics: Beyond the Mundell-Fleming Model // The Mundell-Fleming Lecture, presented at First Annual Research Conference of the IMF, November 9-10, 2000. — 2000. — P. 4.

По-перше, спроби запровадити механізм СДР для відновлення симетрії у сфері емісії резервної валюти задля звуження панівної ролі долара США у 1969 р. не призвели до очікуваних результатів. Загалом механізм СДР виявився штучною надбудовою у системі взаємовідносин МВФ з центральними банками, оскільки вимір міжнародної ліквідності країни здійснювався не у технічних одиницях, а у реально функціонуючій резервній валюті, обіг якої обслуговував міжнародні трансакції. Тобто, спроможність Фонду забезпечувати більш щільний вплив на монетарну політику окремої країни у контексті послаблення залежності поведінки центральних банків світу від позиції ФРС щодо грошової пропозиції через запровадження СДР не проявилась. У свою чергу, це відображало суттєві зміни в процесах відновлення зовнішньої рівноваги, коли формувалися передумови для відмови від формального диктату долара у цих процесах заради відтворення цього диктату, але вже у ринковому контексті.

По-друге, розвинуті країни продемонстрували тенденцію до уникнення стосунків з МВФ в процесах відновлення зовнішньої рівноваги. Таке уникнення мало подвійний прояв. З одного боку, розвиток міжнародних приватних ринків капіталу наприкінці 1960-х рр. підвищував їх значення для фінансування зовнішніх дисбалансів. У свою чергу, це звужувало саму потребу звертатися по допомогу з боку МВФ для боргової альтернативи розв'язання проблем у сфері дефіцитних поточних рахунків. З іншого боку, організація системи валютних свопів між провідними центральними банками наприкінці 1960-х рр. також відображала, що розвинуті країни шукають альтернативного способу підтримання міжнародної ліквідності. Монетарні наслідки функціонування системи взаємних валютних свопів, в принципі, ідентичні системі формування зовнішніх активів за рахунок джерел з МВФ. Однак в сукупності з розширенням можливостей фінансування дефіцитних платіжних балансів з допомогою приватних ринків це відображає більш фундаментальну тенденцію, ніж просто трансформацію форми підтримання міжнародної ліквідності. Це засвідчило процес якісної децентралізації процесів монетарної адаптації до системи фіксованих курсів на тлі нерівномірного розподілу міжнародної ліквідності, індукованої, зокрема, варіативністю макроекономічних політик.

Проте, найбільш важливою системною передумовою радикального зниження значення МВФ у системі міжнародного монетарного устрою став процес переходу на плаваючі курси. Внаслідок цього Фонд просто “випадав” з монетарних рамкових умов відновлення зовнішньої рівноваги, що має місце у площині взаємозв'язку між функціонуванням валютного устрою світу та національною грошово-кредитною політикою. Як стверджує М.Боутон, “штатний біограф” МВФ, “Комбінація доступу до міжнародних приватних кредитних ринків, заохочуваного розвинутими країнами ..., та їхня прихильність до плаваючих курсів як засобу абсорбування напруження у

сфері платіжних дисбалансів елімінували потребу у фінансуванні з боку МВФ³⁸⁶. Природно, що за системи плаваючих курсів роль МВФ як ключового елементу, що ув'язував міжнародний монетарний устрій, світову фінансову архітектуру та функціонування центральних банків, не просто різко знижується. Можливість спиратись у практиці макроекономічної політики на широкий діапазон монетарних комбінацій відновлення зовнішньої рівноваги, який утворюється за рахунок поєднання плаваючих курсів та мобільності приватних капіталів, взагалі робить зайвим кейнсіансько-орієнтований механізм фінансування платіжних дефіцитів з джерел МВФ як альтернативи внутрішній дефляційній політиці. Більше того, динамічний погляд на модель економіки реанімував під егідою монетаризму більшість припущень класичного підходу щодо бачення внутрішніх джерел відновлення зовнішньої рівноваги за рахунок номінальних, а не реальних змінних. Однак, це не призвело до практичного застосування динамічного бачення моделі економіки та розв'язання багатьох макроекономічних проблем розвинутих країн на цій основі на початку 1070-х рр., а, навпаки, призвело до інфляційного зміщення монетарної політики, хоча сам МВФ вже не міг впливати на ці процеси, зокрема тому, що його активність у сфері забезпечення міжнародної ліквідності в світлі демонетизації золота та переходу до конкуренції за статус резервної валюти набула нефункціонального змісту. На думку К.Джінніні, заснована у Бретон-Вудсі інституція для підтримки системи фіксованих валютних курсів через фінансування процесу пристосування платіжного балансу до нових рівноважних умов взагалі втратила свою легітимність з переходом до системи плаваючих курсів. Згідно Ямайського устрою, редакція статусу МВФ скоріше відображала формальну відповідь на зміни, які відбулися у сфері міжнародних фінансів та монетарних відносин. Фонд вже зобов'язувався підтримувати валютні режими, на основі чого забезпечувалась би стабільність системи валютних курсів³⁸⁷.

Проте, такі зміни аж ніяк не стосувалися характеру роботи МВФ у країнах, що розвиваються. Зокрема, цьому сприяла зміна парадигмальних засад аналізу фундаментальних макроекономічних процесів, які не просто мали монетаристський ухил, а на основі монетарного погляду на платіжний баланс дозволяли ув'язувати цілий комплекс макроекономічних та структурних проблем у країнах третього світу. Зовнішня нерівновага, яка загрожує стабільності системи валютних курсів та призводить до валютних криз, є наслідком експансії внутрішнього попиту, індукованого діями центральних банків в світлі фіскальних проблем та намагання проводити політику з дивелопменталістським ухилом. Експансія внутрішнього попиту та інфляція призводять до краху валютних курсів, а це, у свою чергу, тільки підвищує дина-

³⁸⁶ Boughton J. Reflections on Reform at the IMF and the Demands of a Changing World Economy // IMF. Finance and Development. — 2004. — Sept. — P. 12.

³⁸⁷ Giannini C. "Enemy of None but a Common Friend of All"? An International Perspective on the Lender-of-Last-Resort Function // IMF Working Paper. — 1999. — WP/99/10. — P. 43.

міку інфляції. Відповідно, для відновлення рівноваги дефіцитних платіжних балансів необхідно розв'язати цілий комплекс структурних проблем, які знаходяться у площині бюджету, соціальної політики, масштабів суспільного сектора економіки, державних інвестицій, зовнішньої конкурентоспроможності тощо.

Природно, що у таких обставинах проявилась нова якість МВФ, який дедалі менше розглядався як елемент міжнародного монетарного устрою, а більше як інституція, що забезпечує індивідуалізовані взаємовідносини між окремими країнами, в першу чергу, для розв'язання їх внутрішніх проблем. Роль МВФ як елемента міжнародної фінансової архітектури також була незначною, оскільки рівень мобільності капіталів, особливо приватних, хоч і зростав, але був ще незначний, а інтеграція країн третього світу з міжнародними ринками капіталів була мінімальною. Підвищення ефективності у зовнішньому секторі економіки (відповідні програми структурної адаптації, спрямовані на посилення конкурентоспроможності економіки) також розглядалось як складова вирішення внутрішніх проблем. Адже саме внутрішні проблеми розглядалися як такі, що підштовхували до здійснення неадекватної політики, наслідком якої ставала макроекономічна дестабілізація. Монетарний характер зв'язків між структурними проблемами економіки, зовнішньою нерівновагою і валютними курсами, що є формальною сферою компетенції Фонду, та політикою центральних банків створив системні передумови для спроможності з боку МВФ впливати на останні. Такий вплив досягався через внутрішню структуру побудови програми макроекономічної стабілізації та інших кредитних механізмів Фонду (величина кредитних траншей прив'язується до квоти, транші визначають величину зовнішніх активів центральних банків, під її величину модельно підбирається величина грошової бази, яка через грошовий мультиплікатор ув'язується з величиною грошової маси, яка обраховується, виходячи із кореляційно-регресійних зв'язків між її динамікою та динамікою ВВП та інфляції, а величина внутрішніх активів центральних банків визначається, виходячи з того, як за даного покриття зовнішніми активами грошової бази забезпечити цільовий приріст останньої³⁸⁸). Так, згідно Дж.Боутона, монетарний погляд на платіжний баланс є однією з 10 фундаментальних ідей у сфері економічної теорії, що справили вплив на формування засадних принципів функціонування Фонду³⁸⁹. У свою чергу, процеси макроекономічної стабілізації, що здійснювались впродовж другої половини 1970-х та 1980-х рр., мали

³⁸⁸ Особливості визначення цільових значень монетарних показників діяльності центральних банків в структурі співробітництва з МВФ в світлі дискусій про проблеми таргетування грошової маси див.: Бофінгер П., Флассбек Г., Хоффманн Л. Економіка ортодоксальної монетарної стабілізації: пример Росси, України и Казахстана // Вопросы экономики. — 1995. — №12. — С. 26-44.

³⁸⁹ Boughton J. The IMF and the Force of History: Ten Events and Ten Ideas That Have Shaped the Institution // IMF Working Paper. — 1999. — WP/99/10. // www.imf.org. Так, такими десятьма ідеями є: кейнсіанська макроекономіка, монетарний погляд на платіжний баланс, макромодель відкритої економіки, монетаризм, плаваючі валютні курси, макроекономіка школи пропозиції, нова класична макроекономіка, інформаційна революція, Вашингтонський консенсус, таргетування інфляції.

суперечливий характер. На думку І.Карагодіна це обумовлювалося тим, що надмірно жорсткий монетарний аспект стабілізаційних програм сам по собі ставав джерелом недовіри до їх ефективності, причому, у випадку ортодоксальних програм (чи на основі валютного курсу, чи на основі грошової маси) така недовіра впливала з того, що внаслідок реалізації програми суттєве стиснення попиту спочатку оберталося підвищенням тиску на макроекономічні органи для послаблення політики, а у випадку гетеродоксальних — з того, що спроможність контролювати інфляцію знижувалась³⁹⁰. Попри те, що такий підхід, достатньо традиційний і для вітчизняної науки, не узгоджується з теоретичними принципами міжчасового погляду на процеси макростабілізації, репрезентованим у дослідженнях Г.Кальво (див. параграф 2.3.), розгортання подій за циклічним алгоритмом від кризи до кризи через реалізацію стабілізаційної програми суттєво позначився на недовірі до МВФ та його рецептах.

На думку згаданого Джіанніні, середина 1980-х рр. стала нижньої точкою популярності Фонду, що особливо обтяжувалося борговою кризою у Латинській Америці 1982-1983 рр. Однак, вже наприкінці 1980-х ситуація починає змінюватись, відображаючи трансформацію ролі МВФ у системі міжнародних економічних відносин, які не можливо не пов'язувати з процесами глобалізації. Так, спостерігається достатньо суперечлива ситуація. По-перше, частка чистих кредитів з боку МВФ у структурі чистого фінансування країн, що розвиваються, знизилась з 4,5% за 1980-ті рр. до менше, ніж 1% за першу половину 1990-х. (Хоча таку ситуацію можна розглядати в світлі того, що багато країн третього світу щодо МВФ зайняли позицію нетто-кредиторів з огляду на погашення боргів перед Фондом, тим не менше, це відображає більш складні зміни у системі міжнародних фінансів. Зокрема, це стосується розширення доступу до міжнародних приватних ринків капіталу та глобальної фінансової інтеграції, яка підвищила значення приватних потоків капіталу в системі фінансування зовнішніх дисбалансів.) По-друге, співвідношення між фактичними та потенційними запозиченнями з джерел Фонду, досягнувши 70% наприкінці 1960-х, знизилось до 27% у 1972 р., після чого неухильно зростало до 1984 р., досягнувши історичного максимуму у 84%, після чого вже на середину 1990-х рр. знизилось до свого історичного мінімуму у 20%. По-третє, починаючи з середини 1970-х р. і особливо після 1986 р., кількість країн, що реалізують програми з Фондом суттєво зросла, перевищуючи на середину 1990-х рр. історичний максимум, який мав місце у 1968 р. По-четверте, саме починаючи з 1990-х рр. спостерігається тенденція до здійснення співробітництва з МВФ на основі, яке не ґрунтується на обов'язковому взятті позики з його джерел. Таке співробітництво передбачає виконання країною погоджених умов та здійснення запозичень в разі екстреної потреби, причому, такі

³⁹⁰ Карагодін І. Стабилизационные программы в Латинской Америке // МЭиМО. — 1994. — №3. — С. 83-95.

нестандартні підходи маскуються за традиційними кредитними механізмами Stand-by та EFF³⁹¹.

Аналіз динаміки та структури кредитної активності МВФ, починаючи з 1953 р. (див. табл. Г.1. додатку Г), також дозволяє виділити характерні риси трансформації ролі МВФ у міжнародній економіці. Як видно з указаної табл., існує яскраво виражена тенденція до зростання обсягів кредитних операцій Фонду, причому домінуючим кредитним механізмом і за кількістю укладених угод, і за загальною їх сумою була і залишається програма Stand-by. При цьому, якщо впродовж другої половини 1950-х та 1960-х рр. спостерігається спорадичне збільшення обсягів кредитування та кількості укладених угод, то вже починаючи з другої половини 1970-х рр. спостерігається загальне фонове підвищення обсягів кредитування та кількості укладених угод. Також саме у цей період запроваджуються додаткові кредитні механізми Фонду. В загальному, таку тенденцію можна пояснити тим, що перехід до системи плаваючих курсів, нафтові шоки та глобальне інфляційне зміщення, а згодом боргові проблеми третього світу виступили фундаментальними факторами суттєвого зростання фінансової нестабільності у міжнародній економіці, внаслідок чого збільшилась затребуваність співробітництва з Фондом для реалізації програм макроекономічної стабілізації. Однак, починаючи з кінця 1980-х рр., ситуація знову змінюється: обсяги кредитування навіть дещо зменшуються порівняно з попереднім періодом, а кількість укладених угод зменшується в 1,5-2 рази. А з середини 1990-х рр. ситуація зміниться ще більш драматично: обсяги кредитування з боку Фонду радикально зростають, а кількість укладених кредитних угод і надалі зменшується. Зазначене явище демонструє суттєву концентрацію кредитів МВФ на одну країну-позичальницю, а зростання абсолютних значень позичкової активності Фонду відображає масштаби макророзбалансованих дестабілізацій, що вражають такі країни.

Виявлена тенденція демонструє якісну зміну середовища функціонування МВФ та його ролі у міжнародній економіці. Так, вже на середину 1990-х рр. в світі спостерігається суттєве послаблення проблеми інфляції, її загальне зниження, а в багатьох країнах третього світу її рівень став співмірним з рівнем у розвинутих країнах, які традиційно мали набагато нижчий інфляційний фон, ніж решта світу. Отже, реалізація кредитних операцій Фонду пов'язана не з загальними макростабілізаційними програмами, спрямованими на приборкання інфляції, контроль за внутрішнім сукупним попитом та відновлення на цій основі зовнішньої рівноваги, а з реакцією на глобальні фінансові потрясіння, які демонструють виникнення нових якісних ознак валютних криз. Сам факт якісної зміни середовища функціонування МВФ на пряму пов'язаний з глобалізацією фінансових ринків та радикальним підвищенням

³⁹¹ Giannini C. "Enemy of None but a Common Friend of All"? An International Perspective on the Lender-of-Last-Resort Function // IMF Working Paper. — 1999. — WP/99/10. — P. 43-45.

мобільності капіталів у світі, що оголило вразливість окремих країн з ринками, що виникають, до волатильності міжнародних фінансових потоків. Відповідно, з підвищенням мобільності капіталів та глобалізацією фінансових ринків і пов'язана якісна трансформація ролі МВФ у міжнародній економіці, яка напряду визначила і трансформацію характеру його стосунків з центральними банками.

Те, що зміна характеру стосунків Фонду з центральними банками пов'язана з процесами глобалізації, впливає з ряду закономірностей. По-перше, МВФ змінив бачення інституціонального виміру монетарних передумов підтримання макроекономічної стабільності в країні, внаслідок чого універсалізація принципу незалежності центральних банків, а згодом і таргетування інфляції, увійшли в пакет пропонованих заходів зі структурного реформування економіки країни-реципієнта. У більшості країн третього світу під впливом МВФ відбулися радикальні перегляди національного законодавства про центральні банки, внаслідок чого загальний рівень їх незалежності суттєво зріс, а рівень інфляції у глобальному вимірі та в розрізі практично усіх груп країн третього світу знизився³⁹². З такими парадигмальними змінами пов'язане прагматичне бачення того, що запровадження на інституціональному рівні принципів забезпечення здорової макроекономічної політики обходиться країні набагато дешевше, ніж реалізація стабілізаційних програм, які змінюють з певною циклічністю одна одну. Відповідно, трансформаційний вплив з боку МВФ на центральні банки актуалізується на рівні поширення інституціональних принципів їх функціонування, а не на рівні технології реалізації макростабілізаційної програми, через що відповідне послаблення монетарних факторів макроекономічної дестабілізації суттєво звужує подальший вплив Фонду на центральні банки, отже це послаблює саму роль Фонду у міжнародному монетарному устрої. По-друге, зростання мобільності капіталів та нарощування відкритості економіки суттєво підвищують втрати від інфляції в умовах глобалізації, а остання створює сприятливі об'єктивні передумови для зниження останньої. Внаслідок цього, формуються внутрішні інтенції підвищення якості монетарної політики, що, природно, звужує спектр можливого співробітництва з МВФ та відповідний вплив з його боку на центральні банки. Однак, те, що саме на фоні таких позитивних змін в інституціональному середовищі функціонування центральних банків та загального зниження рівня інфляції у глобальній економіці, відбувається нарощування обсягів кредитної активності Фонду, свідчить про те, що трансформуються самі фактори макроекономічної та валютно-курсової дестабілізації та ролі центральних банків у актуалізації таких факторів. Простежити таку трансформацію можна, спираючись на аналіз еволюції гносеології валютних

³⁹² Козюк В. Конвергенційні тенденції у сфері інституціональної організації центральних банків в умовах глобалізації: роль МВФ // Актуальні проблеми міжнародних відносин. — 2004. — Випуск 46. (частина I). — С. 170-175.

криз, оскільки монетарний характер їх прояву, детермінації та наслідків дозволяє з'ясувати природу їх пов'язаності з активністю центральних банків.

Так, теоретичні уявлення про валютні кризи чи не вперше були сформульовані у працях Р.Нурксе та М.Фрідмена щодо стабілізуючих та дестабілізуючих спекуляцій. Монетарна природа таких криз у завершеній формі була сформульована П.Кругманом і здобула назву канонічної моделі валютної кризи. Згідно Кругмана, основна причина валютної кризи полягає у невідповідності встановленого валютного курсу фундаментальним процесам, які пов'язані з динамікою грошової пропозиції та сукупного попиту. Такі кризи можуть виникати безвідносно до руху міжнародного капіталу, оскільки внутрішня грошова пропозиція підриває конкурентоспроможність національної економіки, а, отже, це призводить до кризи платіжного балансу³⁹³. Тобто, канонічна модель валютної кризи передбачає, що в її основі знаходиться невідповідність між політикою підтримання оголошеного курсу та іншими напрямками макроекономічної політики, які мають безпосередній стосунок до надмірної монетарної експансії.

Р.Флуд та П.Гарбер дещо уточнили модель Кругмана за рахунок аналізу характеру спроможності центрального банку відбивати спекулятивні атаки за даної структурної динаміки грошової бази, викликані конкуруючими макроекономічними цілями. Згідно них, якщо внутрішня грошова пропозиція суттєво розширюється, то внутрішній кредит буде витіснити зовнішні активи в балансі центрального банку. Це призводить до того, що покриття грошової бази резервами знижується, формується недовіра до спроможності влади підтримувати оголошений валютний курс і, відповідно, спекулятивної атаки проти нього. При цьому, характерним є те, що обвал курсу відбудеться ще до того, як валютні резерви монетарних органів вичерпаються³⁹⁴. Це дає підстави вважати, що у випадку остаточної недовіри до валюти, обсяги спекуляції проти неї перевищують будь-які резерви центрального банку, а оскільки допускається, що останній не може втратити їх повністю, то валютний обвал може статися за їх рівня, який вище нуля, але недостатній, щоб забезпечити підтримку курсу в світлі монетарної експансії попереднього періоду. Якщо підхід Кругмана домінуючий акцент робить на тому, як монетарна експансія позначається на кризі платіжного балансу, а відтак, і на обвалі курсу, тобто з позиції зовнішньої економіки, то підхід Флуда та Гарбера демонструє бачення валютної кризи з позиції внутрішньої, монетарної, економіки.

Зазначені моделі валютних криз відображають безпосередню роль монетарного фактора у їх детермінації і, по-суті, узгоджуються з досвідом функціонування мі-

³⁹³ Krugman P. A Model of Balance of Payments Crises // Journal of Money, Credit and Banking. — 1979. — №11. — P. 311-325.

³⁹⁴ Flood R., Garber P. Collapsing Exchange-Rate Regimes: Some Linear Examples // Journal of International Economy. — 1984. — №17. — P. 1-13.

жнародного золотого стандарту, міжвоєнного періоду та Бреттон-вудської системи. З монетарними факторами валютних криз щільно пов'язаний той теоретичний аспект їх гносеології, який стосується виявлення індикаторів їх раннього діагностування. Так, згідно Дж.Сакса, А.Торнелла та А.Веласко такими індикаторами є завищення реального обмінного курсу, покриття грошової бази резервами, кредитна експансія, і відповідно практично в усіх країнах з ринками, що виникають, які постраждали внаслідок мексиканських подій 1994 р., спостерігалось відхилення даних показників від трендових, сформованих у до кризовий період (а саме: завищення курсу, зниження співвідношення покриття грошової бази резервами, експансія внутрішнього кредиту)³⁹⁵. Подібним є підхід МВФ, оприлюднений у 1998 р. Згідно нього, на підставі аналізу 50 країн з 1975 р. по 1997 р. до індикаторів раннього сповіщення про наближення валютних криз належать: завищення валютного курсу (дія індикатору перевищує 10% за 13, 8 та 3 місяці до кризи); розширення внутрішнього кредиту (відповідно, 8 та 3 місяці); збільшення співвідношення М2/резерви (як у першому випадку); погіршення умов торгівлі (відповідно за 8 місяців); підвищення світових процентних ставок (за 3 місяці); зниження курсу акцій та низькі внутрішні процентні ставки (значення індикатору нижче 10% впродовж усього періоду до кризи)³⁹⁶. Отже, домінуючими індикаторами раннього діагностування валютних криз згідно даних емпіричних підходів є ті, які безпосередньо стосуються монетарної політики і функціонально пов'язані з рішеннями центральних банків.

Більш уточнена картина типології валютних криз, здійснена П.Кругманом, дозволяє стверджувати, що вище проаналізований випадок відображає зв'язок монетарного фактора з дестабілізацією платіжного балансу і, по-суті, є першим типом валютної кризи, який не охоплює усі можливі прояви потрясінь у валютно-фінансовій сфері. Другий тип валютної кризи, згідно Кругмана, має місце тоді, коли її причиною є надмірна боргова активність уряду. Інвестори висловлюють недовіру до спроможності останнього погашати свої боргові зобов'язання у валюті, або ж забезпечити прийнятну для них валютну доходність, якщо мова йде про вкладення нерезидентських коштів у інструменти державного боргу, деноміновані у національну валюту. Третій тип валютної кризи виникає внаслідок боргових проблем приватного сектора, а загальний алгоритм той самий, як і у випадку з другим типом.

Разом з тим, з даною типологією існує ряд теоретичних проблем.

По-перше, якщо валютні кризи у Латинській Америці 1980-х рр. повною мірою відповідають другому їх типу, то валютно-боргові кризи 1990-х рр., які мали місце у країнах з ринками, що виникають, суміщають ознаки першого і другого типу. Причина тут полягає у тому, що у випадку, коли не створено суттєвих монетар-

³⁹⁵ Sachs J., Tornell A., Velasco A. Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995. // *Brooking Papers on Economic Activity*. — 1996. — №1. — P. 147-198.

³⁹⁶ *World Economic Outlook*. — IMF: Washington D.C., 1998. — P. 95.

них передумов для послаблення зовнішньої рівноваги, а уряд проводить ефективну боргову політику, в інвесторів не повинно виникнути сумніву у його платоспроможності, зокрема, в розумінні спроможності забезпечити прийнятний для інвесторів рівень валютної доходності. А це означає, — факт конфлікту цілей макроекономічної політики навіть у другому типі валютних криз зберігається, і цей конфлікт знаходиться у зоні відповідальності центральних банків.

По-друге, загострення такого конфлікту має ознаки невідповідності між фінансовою та монетарною політикою у борговому сегменті, на розвиток подій у якому дедалі активніший вплив мають процеси міжнародних фінансових ринків. Тобто, саме в процесі глобалізації та пов'язаною з нею мобільністю капіталів виникає ситуація, коли перший та другий тип валютної кризи згідно підходу Кругмана дуже важко ідентифікувати як самодостатній. Причина цього у тому, що боргова активність уряду в умовах глобальної інтеграції фінансових ринків пов'язана з процесами визначення валютного курсу, а останній — з монетарними рішеннями центральних банків.

По-третьє, виникнення третього типу валютних криз дійсно якісно відрізняється від другого та першого типу за своїм характером, зокрема тому, що такі кризи легше ідентифікувати з міркувань класифікації, тоді як у багатьох валютних кризах початку 1990-х рр. має місце ситуація суміщення ознак кризи першого та другого типу. Але при цьому сам факт виникнення можливості валютної кризи, пов'язаної з боргами приватного сектора, відображає розвиток процесів глобалізації, адже саме вона створює передумови для розростання позикової активності у приватному секторі до рівня, які можуть похитнути валютну стабільність країни. Власне, тому до індикаторів діагностування валютних потрясінь і були введені коефіцієнти покриття валютними резервами портфельних інвестицій нерезидентів, припливу короткострокових капіталів тощо. Виникнення таких криз вже суттєво зменшує роль монетарного фактора у чистому вигляді (порівняно з тим, як це має місце у першому та другому типі), за виключенням того, що більш гнучке утворення курсу усуває проблему морального ризику та стимулює хеджування валютного ризику, що і продемонстрували події в Азії.

По-четверте, з виникненням криз другого типу пов'язана поява генераційного підходу до інтерпретації валютних потрясінь, щодо тлумачення якого не має однозначності. Так, з аналізу бачення Кругманом зв'язку між типами валютних криз та їх поколіннями, здійснюваного російським економістом В.Поповим³⁹⁷, видно, що в основу моделей криз першого покоління покладено принцип екзогенності очікувань, а в основу моделей другого покоління — принцип раціональних очікувань, на основі

³⁹⁷ Попов В. Уроки валютного кризиса в России и в других странах // Вопросы экономики. — 1999. — №6. — С. 100-122.

яких рішення про спекулятивну атаку приймається, виходячи з того, що за даних обставин уряду чи центральному банку буде вигідніше: відмовитись від поточної політики, чи навпаки підтримувати попередній курс (наприклад, спекулятивна атака на валюту передбачає такий вибір для центрального банку: підтримувати фіксований курс, піднімаючи процентні ставки, і тим самим запобігти інфляції, що очікується внаслідок девальвації, але спровокувавши погіршення ситуації у реальному секторі, чи погодитись на девальвацію, яка може йти в розріз з політикою стабільності цін, і цим самим викликати погіршення своєї репутації та інфляційне зміщення). Б.Ейченгрін наводить інше розуміння моделей криз другого покоління. Згідно нього, основними їх рисами є самовідтворювальний характер та зсув балансу втрат і вигод від акомодатії до спекулятивної атаки під час того, як вона має місце³⁹⁸. Так, під час атаки на валюту центральний банк підвищує ставки для її захисту та запобігання зменшенню резервів, виходячи з поточного аналізу втрат і вигод. Однак, економічні агенти розуміють, що підвищення центральним банком ставок одразу означає зміщення втрат і вигод. Тобто, кожне наступне підвищення ставок підвищує вірогідність відмови від попереднього курсу в напрямку інфляціоністської політики (зсув балансу втрат і вигод), що ще більшою мірою заохочує спекулятивні атаки. За рахунок цього, атаки не просто самовідтворювальні, але й самопідтримуванні, оскільки вони є ендогенним механізмом зміщення балансу втрат і вигод. Втім, навіть незважаючи на розбіжності у трактуванні гносеологічного інструментарію побудови моделей валютних криз другого покоління, сам факт їх виникнення демонструє якісну зміну середовища протікання дестабілізаційних процесів. Основою такої нової якості є фінансова інтеграція глобальних ринків та висока мобільність капіталів.

Слід визнати, що типологія валютних криз Кругмана, за виключенням третього типу, та генераційний підхід, презентований моделями першого та другого покоління, не розривають остаточно детермінацію виникнення кризової ситуації монетарними факторами. В рамках кожного з розглянутих підходів та в рамках окремої класифікаційної структури, що формується такими підходами, в принципі, наголос на інтенсивності дії монетарного фактора варіюється, що особливо наглядно демонструють моделі другого покоління, в яких набагато більше значення має самовідтворювальний детермінаційний компонент, аніж суто монетарний. Зокрема, у даному контексті типовою є суперечлива позиція М.Обстфельда та К.Рогоффа: на сьогодні центральні банки мають достатньо засобів, щоб відбити будь-яку спекулятивну атаку, але те, чому валютні кризи трапляються час від часу, означає, що підтримка курсів є конкуруючою ціллю монетарної політики³⁹⁹.

³⁹⁸ Eichengreen B. Does Mercosur Need a Single Currency? // Center for International and Development Economics Research (University of California, Berkeley). — 1998. — Paper C98, 103. — P. 22.

³⁹⁹ Obstfeld M., Rogoff K. Foundations of International Macroeconomics. — Cambridge: MIT Press, 1996. — P. 77-79.

Суттєва зміна в поглядах на валютні кризи відбулася з розвитком моделей повністю самовідтворювальних криз (*models of self-fulfilled crises*) та фінансової інфекції, які пов'язані з дослідженнями С.Морріса та Х.Сонг Шина. Згідно них, основною відмінністю таких моделей від попередніх є наявність багатьох рівноважних станів економічного агента — учасника спекулятивної атаки, а передумовою цього є те, що управлінське рішення приймається не у відповідності до фундаментальних процесів, а у відповідності до сигналів, які можуть бути приватними та публічними. За рахунок цього, будь-яка поведінка, заснована на раціональних очікуваннях, внутрішньо провокуватиме виникнення криз у випадку, коли у сприйнятті усього ринку кумулятивно нагромаджуватимуться реакції на різні сигнали окремих його учасників⁴⁰⁰. Така методологія, яка враховує імперфекції глобальних ринків капіталу, дозволила М.Фратцшеру виділити три основних підходи до виникнення криз: слабкі або погані фундаментальні макроекономічні показники; екзогенна зміна вподобань та очікувань економічних агентів (так звана модель веснянок (від англ. *Sunspots*)); фінансова інфекція (яка може поділятися на два види: інфекція, пов'язана з фундаментальними процесами; інфекція, пов'язана зі стадною поведінкою, тобто “справжня” інфекція). Останній підхід, власне, і відображає поширення дестабілізаційних процесів у високо інтегрованій економіці, що розриває процес виникнення криз та фундаментальні макроекономічні процеси, зокрема, ті, які пов'язані з поведінкою центральних банків. Щодо зв'язних каналів між ринками окремих країн, по яких поширюється така фінансова інфекція, то Фратцшер виділяє наступні три: реальна взаємозалежність між країнами, що утворюється внаслідок торгівельних зв'язків між ними; конкуренція країн за запозичення на третіх ринках; інтеграція фінансових (фондових) ринків окремих країн. Відповідно, емпіричний аналіз валютно-фінансових потрясінь 1990-х рр., починаючи з подій у Мексиці у 1994 р., дозволив указаному економісту констатувати, що поширення криз у Латинській Америці у 1994-1995 рр. та у Азії в 1997 р. практично повністю не пов'язано з тим, що в країнах, на які перекидалися кризи, були такі фундаментальні макроекономічні процеси, які спонукали би до потрясінь. Тобто, покраїнні макроекономічні показники нічого не говорять про час виникнення та глибину кризи, а поширення фінансової інфекції, незалежної від таких показників, є реальною причиною валютно-фінансової дестабілізації⁴⁰¹. Екзогенна зміна уподобань інвесторів та стадна поведінка ще більшою мірою відривають процес виникнення криз від ситуації довкола фундаментальних процесів. Зокрема, це дало можливість П.Кругману виділити два погляди на валютно-фінансові кризи: фундаменталістський та селффулфілеровський, тобто той, який при аналізі віддає перевагу

⁴⁰⁰ Morris S., Song Shin H. Unique Equilibrium in a Model of Self-fulfilling Currency Attacks // American Economic Review. — 1998. — Vol. 88. — №3. — P. 587-597.

⁴⁰¹ Fratzscher M. On Currency Crises and Contagion // ECB Working Paper. — 2002. — №139. — P. 5-7.

самовідтворювальному характеру валютних криз⁴⁰². Сам же Кругман, в світлі валютних дестабілізацій 1990-х рр. схиляється до більшої актуальності другого погляду.

На основі розглянутої еволюції поглядів на валютні кризи та враховуючи масштабні зміни в інституціональному підґрунті функціонування центральних банків, радикального покращення інфляційної ситуації в світі, переходу до таргетування інфляції і підвищення загальної ефективності монетарної політики можна виділити наступні закономірності. По-перше, створюються передумови для того, що роль монетарного фактора валютних криз дедалі більшою мірою знижується. Вона зберігає свою актуальність тільки в очевидних випадках негативного впливу монетарної політики на фундаментальні макроекономічні процеси. Виникнення криз, що впливають із заборгованості приватного сектора, а також самовідтворювальних та непов'язаних з реальним станом макроекономічних процесів, демонструє ситуацію, коли центральні банки дедалі меншою мірою несуть відповідальність за валютно-курсову дестабілізацію. Тим більше, що зниження такої відповідальності супроводжується підвищенням значення плаваючих валютних курсів та таргетуванням інфляції, побудови каркасу монетарної політики, заснованого на комунікації з раціональними очікуваннями, внаслідок чого усуваються передумови для виникнення криз першого типу та, багато в чому, тих криз, які уособлюють поєднання першого та другого типу. При цьому, в умовах здійснення політики цінової стабільності, що супроводжується відповідним інституціональним та операційним забезпеченням, тенденції до завищення курсу національної валюти (канонічна модель кризи) формуються на рівні руху капіталу, а не на рівні експансивної політики центрального банку.

По-друге, за таких обставин руйнується традиційна ланка зв'язків між МВФ та центральними банками. Традиційна монетарна природа таких зв'язків впливала з обумовленості дефіцитності платіжного балансу та курсової дестабілізації надекспансивною політикою макроекономічних органів, перш за все центральних банків. У випадку, коли роль монетарного фактора у виникненні криз, характерних для періоду глобалізації, знижується, або взагалі не проявляється, можливість Фонду під час співробітництва з органами грошової влади при реалізації стабілізаційної програми суттєво змінити характер та напрямок їх поведінки руйнується. З одного боку, це особливо яскраво простежується на прикладі структури реалізації програми. Якщо кредитна активність МВФ напряму визначає параметри балансу центрального банку, а, отже, кількісний вимір його монетарних рішень, то відсутність монетарних передумов для кризи не дозволяє говорити про те, що кредити Фонду взагалі можуть бути складовою механізму реалізації монетарної політики. З іншого боку, як демонструють моделі валютних криз другого покоління, збільшення валютних резе-

⁴⁰² Цит. по: Ibid. — Р. 5.

рвів за рахунок кредитів МВФ може бути неефективним засобом протистояння спекулятивним атакам; підвищення ставок — традиційний рецепт Фонду для запобігання девальвації — вже не спрацьовує як засіб стримування курсу від падіння, а інколи навпаки — це тільки підвищує вірогідність обвалу валюти. За рахунок цього такі звичні важелі реалізації стабілізаційних програм як підвищення ставок та боргове збільшення резервів — виявляються неефективними тоді, коли мова йде не просто про кризу платіжного балансу, викликану завищенням курсу валюти через монетарну експансію, а коли мова йде про волатильність міжнародних капіталів, зокрема, тих, які пов'язані з фінансовою інфекцією і міграцією валютних спекуляцій від ринку до ринку. Це вибудовує нове середовище для виникнення нових алгоритмів стосунків Фонду та центральних банків: не варто підтримувати курс, якщо він зазнає тиску з боку відпливу капіталів. З теоретичної точки зору, аргументація наступна: криза виникає за будь-якого характеру фундаментальних процесів, а підвищення ставок тільки заохочує спекулятивні атаки. З практичної — кризи можуть виникнути за будь-якого рівня резервів та ставок, отже, спроможність Фонду радикально вплинути на політику центрального банку через кредитне збільшення його зовнішніх активів мінімізується.

По-третє, розглянута еволюція поглядів на валютні кризи, в рамках яких значення монетарних факторів курсової дестабілізації знижується, ув'язується з характером кредитної активності Фонду (презентованої у табл. Г.1. додатку Г), коли відбувається загальне фонове збільшення обсягів кредитування, а кількість укладених кредитних угод знижується. А це, як вже зазначалось, засвідчує тенденцію до концентрації позикової активності МВФ в розрізі країн на тлі зниження рівнів інфляції та відсутності затребуваності запозичень з його джерел в рамках реалізації програм макроекономічної стабілізації.

По-четверте, з вищесказаного випливає, що формується якісно новий відправний пункт напрямку трансформації МВФ. Зниження ролі монетарного фактора курсових дестабілізацій фактично вилучає МВФ зі структури елементів міжнародного валютного устрою, тенденція до чого сформувалась з переходом розвинутих країн до плаваючих курсів та підвищенням значення приватних ринків у фінансуванні платіжних дисбалансів. Як наслідок, Фонд перетворюється в один з елементів функціонування глобальної фінансової архітектури, яка відображає структурний рівень зв'язків між можливостями монетарної політики у відкритій економіці, з одного боку, та роллю мобільності міжнародних капіталів в системі підтримання балансу зовнішніх платежів, з іншого боку, з явним перекосом щодо останнього. Власне, це і визначило тенденцію до якісної трансформації місії Фонду в глобальній економіці. МВФ в більшості своїй вже не є фактором монетарної політики в розумінні свого впливу на центральні банки в напрямку відновлення рівноваги платіжного балансу.

Визначення такої місії втрачає чіткі інституціональні риси; такі риси дедалі більшою мірою стають конвенціональними як з позиції самого Фонду, так і з позиції суб'єктів міжнародної економічної політики. Але саме головне, що місія МВФ в глобальній економіці має тенденцію до імпліцитного визначення адаптивного характеру. В такому розумінні можна виділити наступні її складові:

поширення кодексів здорової макроекономічної політики та стандартів розповсюдження даних;

здійснення нагляду за глобальними процесами та розробка рекомендацій і здійснення консультацій провідних учасників міжнародної економічної політики, в першу чергу країн Великої Сімки;

забезпечення фінансової стабільності в глобальній економіці⁴⁰³.

Перша складова відображає те, що МВФ як наддержавний орган, що неформально втілює міжнародну економічну політику, стає структурою розробки, методологічного обґрунтування та поширення принципів макроекономічної та регуляторної політики і їх інституціонального забезпечення. Зміщення акцентів в політиці Фонду з реалізації конкретних стабілізаційних заходів у бік нагляду за імплементацією принципів демонструє нову його глобалізаційну якість. Поширення принципів сприяє конвергенції інституціональних вимірів економічної політики, через що досягається подвійний ефект. А) Формується ситуація закріплення рамкових умов здорової політики, а не визначення кількісних показників політики на певний час, внаслідок чого втілення принципів робить дію інституціональних факторів політики безстроковими. Така тенденція має яскраво виражений вимір на рівні окремої країни і уособлюється збереженням традиційної практики індивідуальних стосунків МВФ з окремою країною. Відмінність, порівняно з масштабними заходами зі структурної адаптації та макростабілізації 1980-1990-х рр., у тому, що індивідуальний рівень стосунків передбачає реалізацію космополітичних принципів, а не стандартизованих програм. Б) МВФ як джерело конвергенційних процесів сприяє усуненню передумов для криз, які формуються за рахунок інституціональної варіативності рамкових умов економічної політики. Важливість цього явища є особливо гострою в умовах високої фінансової інтеграції, глобальної мобільності капіталів на тлі структурної та інституціональної гетерогенності ринків та засад визначення бачення економічних процесів макроекономічними та регуляторними органами різних країн. Дана тенденція вже має яскраво виражений вимір на міжнародному рівні. Відповідно, розробка та впровадження міжнародних стандартів та кодексів “хорошої практики” у макроекономічній та регуляторній сфері, слугуючи засобом інституціональної конвергенції,

⁴⁰³ Слід зазначити, що тут не розглядаються такі напрямки трансформації ролі МВФ як сприяння подоланню бідності, вирішення боргових проблем найбідніших країн, подолання боргових криз за участі Паризького та Лондонського клубу кредиторів. Дані напрямки трансформації в цілому вписуються у визначену нами модель імпліцитної адаптивності до глобальних процесів, але вони не мають безпосереднього монетарного виміру.

відображає намагання вирішити проблему інформаційної асиметрії та морального ризику, транспарентності та симетричності поведінки органів економічної політики. Природно, що це не має прямих монетарних наслідків для технології реалізації політики центральних банків, проте радикально змінює середовище здійснення грошово-кредитної політики та її інституціональний вимір. Така позиція Фонду створює підґрунтя для підвищення значення ринкового контролю за макроекономічними органами, через що досягається підвищення відповідальності провідників політики і, як наслідок, її ефективності.

Стосовно другої складової можна стверджувати, що вона впливає не стільки з праксеології функціонування самого МВФ та інституціоналізованого формату його діяльності, скільки з еволюції системи координації міжнародної макроекономічної політики. Якщо валютні курси та платіжні баланси (попри найбільшу значимість для центральних банків розвинутих країн таких показників як інфляція та ВВП-розрив) є відправним пунктом здійснення та об'єктами впливу координаційних зусиль, причому засадним залишається принцип плаваючих курсів, то виникає питання як забезпечити найбільш наближений до об'єктивного погляд на зазначені макропоказники для того, щоб створити передумови для побудови ефективної моделі координації міжнародної макроекономічної політики. Ця проблема виникає як з теоретичних засад аналізу координації в світлі того, що одним з її парадигмальних принципів є теорія ігор (кожен учасник має домінуючу стратегію, ефективність реалізації його стратегії залежить від того, наскільки інший учасник поінформований про його наміри і так далі, що робить принципово важливим фактор інформаційної прозорості справжніх цільових функцій гравців), так і з конкретних проявів практики координації. Причому, з огляду на глобалізацію фінансових ринків та пов'язану з нею волатильність курсів, важливим елементом праксеології координації є не поточні курсові співвідношення, а фундаментально рівноважні валютні курси, щодо обрахунку та значення при прийнятті макроекономічних рішень яких можуть мати місце відмінні засадні позиції. Так, можна допускати, що сторони оперують відмінними уявленнями про рівноважні курси, що суттєво ускладнює вироблення конкретних рішень в процесі координації, що створює передумови для потенційного перерозподільчого конфлікту. За таких обставин МВФ відіграватиме роль арбітра, або незалежного експерта в системі координації міжнародної макроекономічної політики. Попри те, що і це не справлятиме прямого впливу на монетарну політику окремого центрального банку, але такий напрям трансформації ролі Фонду в глобальній економіці все одно є важливий. Така важливість спирається на тенденцію до інституціоналізації факту міжнародної координації (з варіативним ступенем формалізації), в рамках якої Фонд розглядається її невід'ємним складовим елементом, покликаним

підвищити відповідальність учасників та прозорість засад, на яких ґрунтується їх позиція.

Також слід зазначити, що поряд з діяльністю, спрямованою на підвищення прозорості даних та їх стандартизацію, що повинно підвищити глобальну транспарентність макроекономічних органів окремих країн, сам МВФ демонструє тенденцію до підвищення прозорості у своїй роботі. Це проявляється через розкриття інформації в розрізі країн, моніторингу та аналізу ситуації у них, підвищення публічності процесу ухвалення рішень щодо реалізації кредитних програм та відповідальності за їх ефективність. Така політика потягнула за собою певні інституційні зміни на рівні самого МВФ, який розширює структурну мережу незалежних експертів, покликаних дати всебічну оцінку характеру рекомендацій Фонду та їх імплементації країною-реципієнтом.

Втім, такі аспекти трансформації ролі МВФ у глобальній економіці піддаються критиці. Наприклад, російська економістка Е.Мазурова, констатує суперечливе місце Фонду в глобальних процесах (ямайський устрій, дерегулятивний за характером, провокує кризи, а їх подолання не обходиться без МВФ), стверджує: “Створення “нової глобальної фінансової архітектури” пішло не шляхом перегляду принципів сучасної світової валютно-фінансової системи, а шляхом реформування діяльності МВФ: посилення наглядових функцій, посилення його ролі у прогнозуванні та регулюванні кризових ситуацій у фінансовій сфері”⁴⁰⁴. Втім, такі напрямки трансформації ролі МВФ у глобальній економіці, хоч і не зачіпають фундаментальні основи ув’язки між плаваючими курсами, мобільністю капіталів та монетарною політикою, але вони змінюють середовище її здійснення. Посилення ринкових засад у функціонуванні міжнародної валютної системи повинно супроводжуватись адекватною трансформацією інституціонального формату актуалізації таких засад. Тому поширення принципів здорової макроекономічної політики створює якісно нові умови для взаємозв’язку між центральними банками та фінансовими ринками, внаслідок чого не обов’язково змінювати засадні принципи Ямайського устрою, тим більше, що такі зміни мало ймовірні в осяжній перспективі. Зокрема, Директор Європейського офісу МВФ Ф.Ларсен прямо вказує на те, що підвищення ефективності глобального регулювання спирається на підвищення ефективності макроекономічної політики на рівні окремих країн. Неможливо досягнути оптимального загального для світової економіки результату, якщо в умовах високої взаємозалежності окремі країни проводитимуть нездорову макроекономічну політику, що посилює значення космополітичних критеріїв оцінки ринками її наслідків у перспективі⁴⁰⁵.

⁴⁰⁴ Мазурова Е. Роль международных организаций в регулировании глобальных экономических процессов // Вестник Московского университета. Серия Экономика. — 2002. — №4. — С. 46-47.

⁴⁰⁵ Larsen F. How to Govern (Better) the World Economy // Helsinki Conference. 2002. IMF Speeches. // www.imf.org.

Забезпечення стабільності в глобальній економіці наразі можна вважати домінуючим напрямком трансформації ролі МВФ. Зокрема, Н.Кьолер, колишній Директор-розпорядник МВФ, аналізуючи взаємозв'язок між діяльністю бретон-вудських інституцій, стверджує, що “міжнародна фінансова стабільність є глобальним суспільним благом; його досягнення повинно бути нашою спільною метою”⁴⁰⁶. По-суті, це означає, що МВФ бере на себе відповідальність щодо перетворення в орган глобального антикризового управління та нагляду в напрямку упередження фінансових потрясінь. В даному випадку яскраво простежується тенденція зміщення акцентів з валютних проблем, тим більше тих макроекономічних негараздів, які можна розглядати з позиції монетарного аналізу платіжного балансу, у бік функціонування глобальної фінансової архітектури. Включення Фонду в систему глобального протистояння фінансовій нестабільності напряму виводить його місію на роль міжнародного кредитора останньої інстанції.

Слід зазначити, що за своєю формою кредитні механізми МВФ не змінюючись впродовж багатьох років, можуть відображати якісні зміни в середовищі їх застосування. Зокрема, ідея заснування МВФ та його функціонування впродовж 1950-х першої половини 1970-х рр. демонстрували те, що даний орган власне виконує роль підтримки платіжних балансів як альтернатива внутрішній дефляційній політиці. З другої половини 1970-х по кінець 1980-х рр. МВФ акцентував увагу на підтримці платіжних балансів в світлі забезпечення процесів структурної адаптації економік країн третього світу. Як вже зазначалося, такий характер функціонування МВФ мав яскраво виражені монетарні наслідки, що відповідним чином створювало рамкові умови для впливу з його боку на окремі центральні банки. Тенденція перетворення МВФ на міжнародного кредитора останньої інстанції відображає більш складні явища, які далеко виходять за рамки традиційного аналізу його монетарних взаємовідносин з органами грошової влади. Це пов'язано з тим, що саме кредитування останньої інстанції, будучи аспектом функціонування центральних банків в процесі їх історичної еволюції, є за формою монетарним явищем, яке має макроекономічні наслідки, але його природа не є ні монетарною, ні макроекономічною, а, скоріше, страховою. Така природа формується на рівні антикризового менеджменту у сфері функціонування фінансово-банківської системи за для того, щоб це не позначилось на погіршенні макроекономічної ситуації, внаслідок чого була би необхідна зміна монетарного курсу країни. Відповідно, формування місії Фонду як кредитора останньої інстанції вилучає його з макроекономічного та, власне монетарного, виміру платіжного балансу та потоків капіталу, надаючи йому нової якості.

⁴⁰⁶ Kohler H. The Role of the IMF in a Globalizing World Economy // Fourth Annual Conference of the Parliamentary Network on the World Bank. 2003. IMF Speeches. // www.imf.org.

Така якість простежується, виходячи з аналізу наступних тенденцій. Так, згідно К.Коттареллі та К.Джіанніні процес переходу країн до співробітництва з МВФ за схемою надання кредитів в разі екстреної допомоги на тлі укладання угод про співробітництво за тією чи іншою стандартною кредитною програмою, свідчить про те, що країни розглядають Фонд як фактор страхування⁴⁰⁷. Основна причина такої поведінки криється в усвідомленні того, що: інституціональних засобів забезпечення незалежності центральних банків недостатньо, а якщо автономний статус органів грошової влади формалізовано у відповідності до конвергенційних процесів у цій сфері, то він фактично не дотримуються у внутрішньополітичному розумінні; відсутність справжньої незалежності центрального банку актуалізує вибір на користь валютних курсів, з наближенням до фіксації; підтримка фіксованих курсів без центрального банку, що користується довірою, в умовах високої мобільності капіталів є обтяжливою для економіки з міркувань завищених процентних ставок. Як наслідок, таке співробітництво з МВФ розглядається країною як своєрідний страховий поліс на випадок валютно-фінансових потрясінь. Довіра до монетарної політики імпортується в країну з факту співпраці з Фондом, а для фінансових ринків це означає, що країна дійсно застрахована від масштабних девальвацій, що витісняє частину валютного ризику зі структури процентних ставок.

Слід зазначити, що така модель співробітництва, скоріше, була нав'язана самому Фонду окремими країнами, після чого така практика отримала поширення. Система міжнародного кредитування останньої інстанції тут виникає не на міжнародному рівні, а привноситься на нього. У свою чергу, це деформує і сам принцип кредитування останньої інстанції, оскільки, з одного боку, задіяні стандартні кредитні механізми МВФ, а з іншого, — Фонд розглядається і ринками, і країною страховим гарантом можливості згладжувати валютно-фінансові потрясіння. Така деформована модель має принциповий негативний монетарний наслідок. Незалежно від характеру валютної кризи (чи вона зумовлена монетарною експансією, чи імперфекціями глобальних ринків), в таких обставинах не існуватиме інтенцій формувати інституціональне підґрунтя для довіри до центрального банку, що дало би можливість проводити політику стабільності цін на тлі підвищення допустимого і безінфляційного діапазону курсових коливань, адекватного рівню мобільності міжнародних капіталів.

Не деформований варіант формування місії МВФ як міжнародного кредитора останньої інстанції впливає зі зміни природи валютних криз в умовах глобалізації, коли останні можуть виникати незалежно від динаміки фундаментальних процесів та поведінки центральних банків. Якщо такі кризи провокуються впливом капіта-

⁴⁰⁷ Cottarelli C., Giannini C. Inflation, Credibility, and the Role of International Monetary Fund // IMF Paper on Policy Analysis and Assessment. — 1998. — PPAA/98/12. — P. 1-23.

лів і не є наслідком монетарної політики, то надання допомоги країні у вигляді кредитування збільшення її валютних резервів справді відображає ситуацію, коли МВФ втрачає риси органу впливу на макроекономічний вимір платіжного балансу, а набуває риси інституції, що забезпечує його екстрене фінансування. Однак, залишаючись суто в макроекономічних координатах аналізу взаємозв'язків між Фондом та центральними банками, не можливо пояснити, чому, власне, необхідне таке екстрене фінансування, і чому воно повинно здійснюватись з міжнародного рівня. Це особливо актуально в світлі тенденції підвищення гнучкості курсових режимів, коли мобільність капіталів та плаваючі курси не конкурують з ціллю забезпечення цінової стабільності, а самі курсові коливання дедалі менше справляють вплив на фундаментальні процеси, в першу чергу ті, які пов'язані з розвитком міжнародної торгівлі.

Втім, основна причина необхідності системи міжнародного кредитування останньої інстанції напряду впливає зі специфіки переростання валютних криз у фінансово-банківські в умовах глобалізації. Зокрема, Б.Ейчєнгрін та М.Бордо наголошують на тому, що саме сучасній хвилі глобалізації властивий вищий рівень взаємодоповнення валютних та банківських криз, коли перші призводять до погіршення фінансового становища банків, а другі позначаються на відпливі капіталів та девальваціях⁴⁰⁸. З одного боку, така взаємна трансформація указаних видів криз впливає з тенденції до доларизації пасивів на тлі високої мобільності міжнародних капіталів та фінансової інтеграції. З іншого боку, це відображає ситуацію, коли трансформація системи банківського нагляду чи взагалі нагляду за фінансовими посередниками не встигає адаптуватись до умов, що змінюються, або ж коли різний резидентський статус фінансових посередників не дозволяє застосовувати до них вітчизняні регулятивні норми (підвищуючи тим самим значення міжнародної координації у даній сфері).

На думку О.Жанне та Ч.Виплоша, саме глобалізація каталізує процеси такої поведінки фінансових установ, яка призводить до неспівпадіння валютної та строкової структури їх активів та пасивів. При цьому, центральні банки, по-суті, не мають адекватних інструментів для боротьби з одночасним розгортанням валютних та банківських криз: підвищення ставок для захисту валюти погіршує платоспроможність банків, а девальвація зумовлює їх неплатоспроможність через збільшення вартості зовнішніх боргів у національному грошовому вимірнику⁴⁰⁹. Якщо такі проблеми, з одного боку, є передумовою потенційної затребуваності повної доларизації, то з ін-

⁴⁰⁸ Eichengreen B., Bordo M. Crises Now and Then: What Lessons From the Last Era of Financial Globalization? // NBER Working Paper. — 2002. — №8716. — P. 1-55.

⁴⁰⁹ Jeanne O., Wyplosz Ch. The International Lender of Last Resort: How Large Is Large Enough? // IMF Working Paper. — 2001. — WP/01/76. — P. 1-37.

шого, на чому наголошують Жанне та Виплош, — передумовою для експліцитної трансформації МВФ в міжнародного кредитора останньої інстанції.

Проте, перехід МВФ в роль такого кредитора, скоріше, створює додаткові проблеми. По-перше, полілінійність економічного розвитку різних країн та варіативний характер їх інтеграції з глобальною економікою не може відображати необхідність закріплення за МВФ тільки тих ролей, які сформувалися еволюційно саме за останнє десятиліття під впливом глобалізації. Зокрема, це передбачає потенційну необхідність збереження того спектру активності Фонду, який стосується його звичної місії щодо підтримання платіжних балансів, розбалансування яких зумовлюється монетарними факторами чи структурними проблемами. В даному випадку, на думку Дж.Франкеля та Н.Рубіні існує підстава виділити чотири магістральних напрямки роботи МВФ, функціональний вимір яких пов'язаний з тими чи іншими кредитними механізмами: А) виконання функції міжнародного кредитора останньої інстанції через активацію кредитної лінії CCL (див. нижче) для країн, які здійснюють здорову макроекономічну політику і відповідають відповідним критеріям макроекономічної стабільності; Б) збереження стандартної функції (і реалізації її через механізм Stand-by) по підтриманню заходів з макроекономічної стабілізації, проблеми чого результують у погіршенні платіжного балансу, в країнах, які не виконують системної ролі у глобальній економіці, але які не підпадають під визначення, передбачені для попереднього кредитного механізму; В) здійснення кредитної підтримки в значних обсягах, значимих для глобальної стабільності країн, політика яких потребує корекції, оскільки вона виступила певним фактором погіршення валютно-фінансової ситуації; оскільки такі країни природно не відповідають вимогам для активації кредитного механізму CCL, то участь Фонду у стабілізації ситуації у них повинна здійснюватись через механізм SRF; Г) розширення субсидованих позичальницьких можливостей для найбільш вразливих країн через механізми ESAF (замінений в рамках політики зниження боргового тягаря найбільш вразливим країнам на новий механізм PRGF, який меншою мірою покликаний супроводжувати структурну корекцію, скільки допомагати вирішувати боргові проблеми) та надання значних масштабів фінансування країнам, які мають важкі структурні викривлення, через механізм EFF⁴¹⁰.

Характер еволюції кредитних механізмів МВФ та трансформація вже існуючих (надання позик за потребою при відкритій програмі), у свою чергу, показово демонструє, що акцентування на актуалізації ролі кредитора останньої інстанції не відбувається за рахунок тих кредитних механізмів, які безпосередньо для цього призначені. Наприклад, механізм SRF (Supplemental Reserve Facility), заснований у 1998 р. для додаткового збільшення резервів в умовах проблем з платіжним балансом

⁴¹⁰ Frankel J., Roubini N. The Role of Industrial Country Policies in Emerging Market Crises // NBER Working Papers. — 2001. — №8634. — P. 72-73.

внаслідок зміни ставлення ринків до спроможності країни підтримувати оголошений валютний курс; у 1999 р. був заснований механізм CCL (Contingent Credit Lines), який передбачений для тих країн, які проводять врівноважену політику, але можуть зазнати кризи внаслідок зміни ситуації у зовнішньому оточенні, що раптово проявляється у відпливі капіталів. Ставки по обох механізмах наближені до ринкових, а традиційна ув'язка суми траншу до квоти послаблена для оперативного реагування на проблему відтоку капіталів. Втім, як показує табл. Г.2. додатку Г, механізм CCL взагалі не відображається у статистиці МВФ, а обсяг кредитів за механізмом SRF в структурі позичкової активності Фонду є незначний, максимально склавши 19% у 1999 р. та 21% у 2003 р., тоді як домінуючі позиції в кредитному портфелі Фонду припадають на традиційні Stand-by та EFF. Це, у свою чергу, може свідчити, що на сьогодні переважає тенденція деформованого виконання Фондом ролі міжнародного кредитора останньої інстанції, а не виконання такої ролі в чистому вигляді.

По-друге, перетворення Фонду на міжнародного кредитора останньої інстанції актуалізує проблему морального ризику. Власне, саме з такою роллю МВФ і пов'язане виникнення морального ризику як такого, але основна передумова для цього — фінансова глобалізація. Те, що саме з розвитком глобалізації пов'язана проблема генерування морального ризику з боку МВФ, впливає з чутливості потоків капіталу до валютного курсу. За таких обставин, Фонду нав'язується роль кредитора останньої інстанції, а заодно і тенденції до породження в рамках його активності морального ризику.

Так, кризові ситуації впродовж 1990-х рр. у країнах з ринками, що виникають, продемонстрували тенденцію до того, що розвиток процесів фінансової відкритості супроводжувався усвідомленням міжнародними інвесторами факту гарантій з боку МВФ щодо оголошених центральними банками валютних курсів. Внаслідок цього, політика Фонду може розглядатись як фактор мотивації інвесторів щодо глобальної диверсифікації. Так само, зміна політики МВФ щодо підтримки резервів, які витрачаються на підтримку платіжного балансу за відпливу капіталів, а по-суті, — це створює своєрідну ситуацію субсидування можливих втрат інвесторів від девальвації, після Азійської кризи та в рамках запропонованих нових підходів до врегулювання кризових процесів може розглядатися як додатковий фактор зміни напрямку та характеру міжнародних фінансових потоків, внаслідок чого країни з ринками, що виникають, опинились в ситуації відпливу ресурсів.

Наприклад, Дж.Сорос, полемізуючи з апологетами зниження ролі бретонвудських інститутів в глобальній фінансовій архітектурі шляхом перетворення їх на органи екстреного кредитування (МВФ) чи агенції сприяння розвитку (Світовий банк) констатує: “На даний час ми є свідками процесу ослаблення міжнародних фі-

нансових інститутів задля прагнення вирішити проблему морального ризику⁴¹¹. Втім, згідно дослідження Т.Лейна та І.Філіпса, МВФ дійсно провокує виникнення системи морального ризику, що може виступити фактором зниження відповідальності макроекономічних органів щодо проведення здорової політики. Проте, величина такого ризику, який знаходить конкретний вираз у рівнях процентних ставок, є незначною, що не дозволяє звинувачувати МВФ у провокуванні кризових ситуацій⁴¹².

Однак, характер багатьох ініціатив щодо врегулювання кризових ситуацій та те, що МВФ дійсно змінив своє ставлення до проблеми кредитування країни, яка потерпає від втечі капіталів, демонструє, що такі новації, в першу чергу, стосуються вирішення проблеми морального ризику і не мають монетарного характеру. На думку С.Джінніні, це стосується підвищення уваги до залучення приватних механізмів у розв'язання проблем валютно-фінансових криз, зокрема, погоджене приватне кредитування, встановлення пріоритетів по окремих видах запозичень, колективні застереження щодо реструктуризації чи пролонгації боргів, залучення приватних кредиторів та узгодження їхньої поведінки за тих чи інших форс-мажорних обставин до процесу антикризового збільшення резервів центральних банків⁴¹³. Вирішення проблеми морального ризику скоріше перемістилося у площину тактики і стратегії управління державним боргом, у якій відбувається підвищення значення прямої комунікації з ринками. Попри те, що окремі напрямки таких змін стосуються напряму центральних банків — збільшення резервів за рахунок приватних кредитів (наприклад, досвід Мексики після 1995 р. та Бразилії після 1997 р.), більшість з них працюють на зміну середовища активності органів грошової влади. Таке нове середовище покликано створити рамкові умови для виходу за межі дилеми: проводити девальвацію чи підвищувати процентні ставки. В основі цього знаходиться принцип підвищення відповідальності інвесторів за ризикову поведінку, що, однак, не елімінує потребу в системі міжнародного кредитування останньої інстанції, а ірраціоналізує критерії його застосування.

По-третє, ірраціоналізація критеріїв застосування практики міжнародного кредитування останньої інстанції супроводжується виникненням проблеми адекватності ресурсів МВФ щодо протистояння тим викликам, з якими він зіткнувся в умовах глобалізації та відповідно до ролей, які відображають його трансформацію за таких умов.

Стосовно адекватності ресурсів, то МВФ розпочав здійснення заходів по їх збільшенню. Таке збільшення відбувається за наступними напрямками: збільшення квот (у 1999 р. відбувся одинадцятий загальний перегляд квот); перегляд Загального

⁴¹¹ Сорос Дж. Новая глобальная финансовая архитектура // Вопросы экономики. — 2000. — №12. — С. 84.

⁴¹² Lane T., Philips S. Moral Hazard. Does IMF Financing Encourage Imprudence by Borrowers and Lenders? // IMF Economic Issue. — 2002. // www.imf.org.

⁴¹³ Giannini C. "Enemy of None but a Common Friend of All"? An International Perspective on the Lender-of-Last-Resort Function // IMF Working Paper. — 1999. — WP/99/10. — P. 39-50.

устрою для запозичень — GAB (General Arrangements to Borrow); запровадження Нового устрою для запозичень — NAB (New Arrangements to Borrow). Так, система GAB була заснована у 1962 р. в зв'язку з недостатністю ресурсів загального рахунку, який формується через механізм квот, для негайної мобілізації ресурсів і спрямування їх до країни чи групи країн, які потерпають від дестабілізації платіжного балансу. З 1962 р. обсяг GAB переглядався дев'ять разів, і на сьогодні становить 17 млрд. СДР плюс 1,5 млрд. СДР коштів, пов'язаних з асоційованим членством Саудівської Аравії. Перший перегляд обсягів та внесків учасників відбувся у 1982 р., найбільший перегляд — у 2002 р., а з 2003 р. заплановано збільшення обсягів на наступні 5 р. Ідея заснування NAB виникла після мексиканської кризи 1994 р., а саме заснування відбулося у 1998 р. з метою забезпечення доступу МВФ до додаткових ресурсів у випадку валютно-фінансових криз. Обсяг NAB складає 34 млрд. СДР. Обидва джерела додаткових ресурсів формуються за рахунок внесків найбільш розвинутих країн чи їх центральних банків (GAB — 11 учасників та один асоційований член; NAB — 26 учасників). GAB був активований 10 разів, останній раз у 1998 р. в сумі 6,3 млрд. СДР для Росії, а NAB — один раз у 1998 р. в сумі 9,1 млрд. СДР для Бразилії. В даних випадках фактично було використано, відповідно, 1,4 та 2,9 млрд. Дані джерела запозичень активуються у випадку раптових валютно-фінансових криз і реалізуються через стандартні механізми Stand-by та EFF⁴¹⁴.

Втім, як показав досвід криз в країнах з ринками, що виникають, обсяги коштів, що надходять з джерел МВФ є порівняно незначними з масштабами потоків капіталу. Наприклад, у 1995 р. в Мексиці погоджені обсяги фінансування з боку МВФ склали 6% ВВП, 13% зовнішнього боргу та 39% валових фінансових вимог, у 1997 р. в Індонезії, відповідно, 5%, 7% та 22%, в Південній Кореї — 5%, 12% та 32%, в Таїланді — 3%, 5% та 10%⁴¹⁵. Якщо прийняти до уваги, що основну загрозу для валютно-фінансової стабільності становлять міжнародні потоки капіталів, які відображаються у валових фінансових вимогах, та те, що фактичні суми надходження коштів є нижчими, ніж обіцяні (див. нижче), то стає зрозумілим, — розв'язання проблеми глобальних криз за рахунок кредитної підтримки ззовні не повинно розглядатись як єдино можливий засіб антикризового менеджменту. Це природно звужує можливості та ефективність міжнародного кредитування останньої інстанції як такого та актуалізує альтернативні варіанти розв'язання проблем валютно-фінансових криз: більш гнучкі курси, залучення приватних механізмів у врегулювання боргових взаємовідносин між країною та міжнародними інвесторами, підвищення відповідальності останніх за ризикові інвестиції тощо.

⁴¹⁴ IMF Borrowing Arrangements: GAB and NAB. A Factsheet. 2004. // www.imf.org.

⁴¹⁵ Global Development Finance. Analysis and Summary Tables / Wash. D.C.: World Bank, 1999. — P. 93.

Щодо ірраціоналізації критеріїв застосування практики міжнародного кредитування останньої інстанції, то дана тенденція фактично розпочалася з часу мексиканської кризи 1994 р., яка, як вже зазначалося, є одним з яскравих свідчень прояву викликів глобалізації. Так, пакет допомоги Мексиці оцінювався на рівні 40 млрд. дол. США, з яких частина коштів формувалася з джерел МВФ, а понад третина коштів надходила з США, Японії та країн ЄС. При цьому, аналіз співвідношення між обіцяними сумами допомоги країнам, які зазнали криз впродовж 1997-1999 р., та фактично перерахованими дозволяє констатувати, що вони не співмірні з обсягом фактичної допомоги Мексиці (див. табл. 4.9.).

Таблиця 4.9.

**Обіцянні та фактично перераховані кошти кризовим країнам (1997-1999 рр.),
млрд. дол. США**

Країна	Обіцянні ресурси				Фактично перераховані ресурси				
	МВФ	Багато-сторонні угоди	Світовий банк	Дво-сторонні угоди	Разом	МВФ	Світовий банк	Інші	Разом
Індонезія	11,2	10,0	5,5	26,1	42,3	6,8	1,3	1,4	9,5
Південна Корея	20,9	14,0	10,0	23,3	58,2	18,2	5,0	4,0	27,2
Таїланд	4,0	2,7	1,5	10,5	17,2	3,0	0,8	8,9	12,7
Росія	11,2	1,5	1,5	9,9	22,6	4,5	-	-	4,5
Бразилія	18,0	9,0	4,5	14,5	41,0	4,6	-	4,0	8,6

Джерело: Global Development Finance. Analysis and Summary Tables / Wash. D.C.: World Bank, 1999. — Р. 91.

Як видно з табл. 4.9., якщо обіцянні обсяги пакетів для розв'язання валютно-фінансових криз в Індонезії, Кореї, Бразилії співмірні з обсягом пакету для Мексики у 1994 р., однак фактично перераховані суми є суттєво меншими, при тому, що масштаби кризи в цій латиноамериканській країні є аналогічними до того, який мав місце, наприклад, у Кореї чи Індонезії, тоді як значення стабільності у Південно-східно азійському регіоні для глобальної стабільності є не порівняно вищим. Таку ситуацію можна пояснити локалізованими інтересами учасників міжнародної економічної політики; зокрема, США були більшою мірою зацікавлені у стабілізації ситуації в Мексиці, порівняно з ситуацією в Азії, що, однак, обернулося протилежним і для самих Сполучених Штатів, і для глобальної економіки (падіння курсів в Азії позначилось на погіршенні платіжного балансу США, гіпертрофія резервів в азійських країнах, погіршення механізму відновлення зовнішньої рівноваги у США та провокування глобальної інфляції). Відповідно, в основі ірраціоналізації ситуації довкола визначення та фактичного перерахування ресурсів в системі антикризових заходів можна побачити асиметричний характер структурної взаємозалежності між варіативною групою країн, що зазнали кризи, та країнами, які посідають панівне місце у визначенні масштабів допомоги. Такий характер особливо яскраво проявля-

ється у короткостроковому періоді, що зумовлюється торгівельним аспектом взаємозалежності, оскільки він напряду відображає відтворювальні взаємозв'язки, отже, — тенденції у реальному секторі (якщо абстрагуватись від політичних мотивів). У довгостроковому періоді, однак, більш значимим стає монетарний аспект взаємозалежності. З огляду на те, що він не проявляється на рівні конкретних зацікавлених груп, що справляють вплив на вироблення політико-економічних рішень, є небезпека подальшого ігнорування довгострокових наслідків у монетарній сфері світової валютної системи, які можуть позначитися на негативних тенденціях формування її структуровизначальних компонентів.

Проблемні моменти у сфері сформованої тенденції виконання МВФ ролі міжнародного кредитора останньої інстанції актуалізують пошук шляхів та напрямів його трансформації. Останні на сьогодні відображають достатньо широку варіативність модельних підходів, які визначають функціональну систему Фонду у контексті тих чи інших рамкових умов міжнародного монетарного устрою. При цьому, слід зазначити, що варіанти побудови системи міжнародного кредитування останньої інстанції дуже часто розглядаються окремо від проблем трансформації самого МВФ. Внаслідок цього, можна говорити, що таке кредитування розглядається або як складова трансформації МВФ, або як незалежна функціональна одиниця, що може навіть виходити за рамки процесу трансформації МВФ.

Якщо розглядати систему міжнародного кредитування останньої інстанції як самостійну функціональну одиницю, то: в залежності від характеру поведінки центрального банку можна виділити дві моделі — з орієнтацією на монетарну політику та з орієнтацією на банківську політику; в залежності від органу, що його здійснює, — глобальний центральний банк, або варіанти від МВФ до Банку міжнародних розрахунків; в залежності від масштабу та охоплення світу — глобальний кредитор, регіональний кредитор (більш детальну характеристику див. у табл. 4.10).

Таблиця 4.10.

Моделі організації міжнародного кредитування останньої інстанції

Класифікаційна ознака моделі	Характеристика	
1. В залежності від характеру поведінки центрального банку	Орієнтація на монетарну політику передбачає, що під час кризи центральний банк збільшує ліквідність банківської системи через операції відкритого ринку, а його валютні резерви збільшуються з міжнародних джерел.	Орієнтація на банківську політику передбачає, що центральний банк збільшує резерви з зовнішніх джерел, але здійснює індивідуальну роботу з кожним окремим банком, внаслідок чого відбувається цільове збільшення ліквідності.
Монетарні наслідки	Потребує значних ресурсів. Не дозволяє вирішити дилему “процентні ставки-девальвація” та, певною мірою потребує єдиної світової резервної валюти. Збільшення ліквідності через відкритий ринок може прискорити зростання грошової маси, що ускладнить проблему контролю за валютним курсом.	Обсяг необхідних ресурсів визначається тільки розривом у валютній структурі активів та пасивів окремих банків. Необов'язковим є підвищення ставок для захисту валюти, оскільки центральний банк може викупити валютні зобов'язання банків за рахунок зовнішніх джерел.
2. В залежності	Глобальний центральний банк. Дана	У випадку, коли дана функція делегується МВФ чи

від органу, що здійснює кредитування	модель передбачає два варіанти: такий орган може працювати з окремими національними центральними банками (в такому випадку можливі варіанти, розглянуті вище), або напряму з банками, що зазнають фінансових труднощів, минаючи національний центральний банк (в такому випадку з'являється додаткова проблема нагромадження зобов'язань у приватному секторі, що може підвищити волатильність капіталів та валютних курсів, але за рахунок ринкового підходу – зменшити моральний ризик).	БМР , то виникає питання, на основі яких критеріїв повинні видаватися кредити і визначатися коло їх потенційних реципієнтів, а також чи такі ресурси надходять через центральний банк (див. вище), чи напряму. В чистому вигляді кредитування останньої інстанції передбачає надання кредитів тільки платоспроможним структурам, а у випадку країн – тільки тим, які проводили здорову політику, але зазнали кризи внаслідок фінансової інфекції. При цьому, МВФ є більш привабливим органом, тому що він має можливості мобілізації ресурсів, але при цьому не позбавлений повною мірою політичних протиріч в рамках власної інституціональної структури. БМР більш привабливий у випадку, коли міжнародна система кредитування останньої інстанції працюватиме напряму з банками.
Монетарні наслідки	Дана модель потребує радикальної трансформації міжнародного валютного устрою, оскільки ефективно глобальний центральний банк зможе працювати виключно, коли він буде емітентом загальноновизнаних резервних активів. При цьому, не буде мати принципового монетарного значення, як організовані канали проходження коштів, оскільки наявність загальноновизнаної резервної валюти наперед дисциплінувати центральні банки.	Існуюча система не потребує радикального перегляду, але вона не вирішує проблему морального ризику, хоча останній не є монетарним феноменом в чистому вигляді. Найбільш важливим є те, що такий підхід передбачає – необхідність системи міжнародного кредитування інстанції впливає не з того, що валютно-фінансові кризи спричинені монетарними процесами (надекспансивна грошова пропозиція та завищення курсу), а тим, що центральні банки не мають можливості боротися одночасно з валютними та банківськими кризами, що є атрибутивною рисою саме сучасної глобалізації.
3. В залежності від масштабу та охоплення світу	Повною мірою міжнародний кредитор з варіантами від глобального центрального банку до делегування такої функції МВФ чи БМР (див. вище). Перевагою є те, що це не створює перерозподільчого конфлікту в рамках коаліції, дозволяє підвищити відповідальність кредиторів та дебіторів, ресурси мобілізуються з усього світу (від провідних країн), що збільшує масштаби задіяних в такому кредитуванні ресурсів.	Регіоналізація міжнародного кредитування останньої інстанції. Дана тенденція з'явилась після Азійської кризи з ініціативи Японії заснувати Азійський валютний фонд, який би виступив джерелом взаємної допомоги внаслідок настання валютних криз в регіоні. Природа даної тенденції подвійна: вихід за межі обмеженості ресурсами МВФ та співробітництвом з ним (з різних міркувань); регіоналізація як засіб реагування на виклики глобалізації. Останнє демонструє спроби регіонального вирішення валютно-фінансових проблем, перевагою чого є вища гомогенність інтересів та більш цільна координація політики. Проте недоліком є: потенційний перерозподільчий конфлікт; обмеженість ресурсів; у випадку, коли криза має загально регіональний характер ресурсів може не вистачити, що знову ставить питання про наявність міжнародного кредитора останньої інстанції.
Монетарні наслідки	Чим більш масштабними є ресурси, тим менш гостро стоїть дилема “процентні ставки-девальвація”. Втім, це може не заохочувати проводити жорстку політику.	Регіоналізація у цій сфері може виступити підґрунтям процесів монетарної уніфікації. Можна допустити, що більш обмежені регіональні ресурси виступлять фактором створення більш жорстких інституціональних передумов для активації ресурсів з регіональних фондів під егідою регіонального контролю за гомогенністю політик, що може позитивно впливати на макроекономічну дисципліну.

Примітка 1. Складено автором за: Frankel J., Roubini N. The Role of Industrial Country Policies in Emerging Market Crises // NBER Working Papers. — 2001. — №8634. — P. 57-101.; Giannini C. “Enemy of None but a Common Friend of All”? An International Perspective on the Lender-of-Last-Resort Function // IMF Working Paper. — 1999. — WP/99/10. — P. 1-58.; Jeanne O., Wyplosz Ch. The International Lender of Last Resort: How Large Is Large Enough? // IMF Working Paper. — 2001. — WP/01/76. — P. 1-37.

Як видно з табл. 4.10., більшість найбільш ймовірних варіантів розбудови системи міжнародного кредитування останньої інстанції в рамках глобальної фінансової архітектури спираються або на принцип регіоналізації, або на принцип трансформації МВФ.

Принцип регіоналізації, попри його переваги та недоліки, розглянуті у табл. 4.10., демонструє глибоку тенденцію до монетарної уніфікації в умовах глобалізаційних процесів. Власне, подібну форму валютної консолідації у регіональному форматі проходили і країни Європи, що зараз складають Європейський валютний союз. Такі процеси засвідчують реальну неспроможність моноцентричної тенденції у розв'язанні валютних чи, в загальному, макроекономічних проблем глобальної економіки. Тобто, можна передбачити, що формуватиметься складна полілінійна модель міжнародного кредитування останньої інстанції, яка відобразить переплетення функціональних повноважень відповідних інституцій глобального та регіонального рівня, що покликано підвищити ймовірність валютно-фінансової стабільності за рахунок плюральності інституціональних та функціональних форм її забезпечення та підтримання.

Щодо основних напрямків трансформації МВФ, то на сьогодні найбільш широко розглядаються та дискутуються два варіанти: пропозиції Комісії Конгресу США (пропозиції Комісії Мельтцера) та пропозиції Комісії Казначейства США, підготовлені під егідою бачення країнами Великої Сімки проблем реформ МВФ (пропозиції Комісії Саммерса) (див. табл. 4.11).

Таблиця 4.11.

Варіанти реформування МВФ: характер та монетарні наслідки

Варіанти	Зміст пропозицій	Наслідки для міжнародної монетарної системи та фінансової архітектури світу	Монетарні наслідки на рівні окремого центрального банку
Комісія Мельтцера	1. Роль МВФ зводить до екстреного кредитування значимих для глобальної економіки країн, які зазнали раптового відпливу капіталів. 2. Усувається принцип обумовленості кредитів, і МВФ не виставляє відповідних вимог країні і не контролює їх додержання. 3. Кредитування здійснюється за ставками, вищими від ринкових, а позики мають короткостроковий характер. 4. МВФ надає позики тільки тим країнам, які здійснювали здорову політику, критерії якої є ендегенним параметром функціонування усієї системи екстреного міжнародного кредитування.	Фактично, даний підхід перетворює МВФ на міжнародного кредитора останньої інстанції в чистому вигляді і скасовує усі інші аспекти роботи Фонду. Даний підхід в загальному розв'язує проблему морального ризику. Він не передбачає змін у сфері міжнародного монетарного устрою, оскільки передбачає і заохочує плаваючі курси та повну мобільність капіталів. Основний вплив на підтримання глобальної стабільності досягатиметься через посилення акцентів на самодисципліні окремої країни внаслідок того, що в протилежному випадку вона лишається сам на сам з кризою.	Даний підхід не передбачає втручання МВФ в роботу центральних банків при реалізації кредитної програми, але передбачає, що самі центральні банки повинні здійснювати політику стабільності цін, тобто мінімізувати будь-які монетарні передумови валютно-фінансової дестабілізації. Остання може викликатися тільки імперфекціями глобальних ринків.
Комісія Саммерса	За МВФ зберігаються усі ролі, набуті ним еволюційно: участь у розв'язанні боргових проблем; нагляд за глобальною стабільністю; кре-	Даний підхід не передбачає радикального реформування монетарного устрою світу та	Можна передбачити тенденцію до послаблення жорсткого

	<p>дитування останньої інстанції, а також традиційні функції щодо реалізації програм макростабілізації. При цьому, МВФ повинен: стати більш відкритим для громадського контролю; його політика повинна враховувати громадську думку в країні-реалізації місії і апелювати не тільки до офіційних, але й до неофіційних організацій; запровадити систему зовнішнього аудиту своїх рекомендацій та їх обговорення тощо. Одним з найважливіших напрямків роботи МВФ повинно стати поширення стандартів та кодів здорової поведінки і хорошої практики, запровадження принципів прозорості в роботу макроекономічних органів та поширення стандартизованої інформації серед учасників ринків для прийняття адекватних рішень. Посилення ролі МВФ в системі глобальної стабільності через його залучення в систему міжнародної координації макроекономічної та регуляторної політики, що здійснюється країнами Великої Сімки та іншими групами країн.</p>	<p>світової фінансової архітектури, відображаючи еволюційну тенденцію у пристосуванні МВФ до глобальних проблем. Однак, характер рекомендацій свідчать про те, що на рівень міжнародних організацій виводяться інституціональні принципи організації сучасного історичного типу центральних банків (прозорість та відповідальність). Проблема морального ризику вирішується в загальному через стандартизацію та розширення доступу до даних.</p>	<p>обумовлення монетарної політики центрального банку з боку МВФ. Домінуючою формою впливу буде поширення принципів організації та функціонування центрального банку, аніж втручання у технологію монетарної політики.</p>
--	--	---	--

Примітка 1. Складено автором за: Резюме Отчёта Консультативной комиссии по международным финансовым организациям // Трансформация. — 2000. — №1. — С. 12-13. Frankel J., Roubini N. The Role of Industrial Country Policies in Emerging Market Crises // NBER Working Papers. — 2001. — №8634. — P. 71-84.; Meyer L., Doyle B., Gagnon J., Henderson D. International Coordination of Macroeconomic Policies: Still Alive in the New Millennium // Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers. — 2002. — №723. — P. 1-46.

Як видно з табл. 4.11. та зауваг Х.Кьолера щодо ролі МВФ у глобальній економіці⁴¹⁶, рекомендації Комісії Саммерса демонструють вищий рівень життєздатності в умовах, коли не вирішене і, найімовірніше не буде вирішене, принципове питання — радикальне реформування міжнародного монетарного устрою світу. Відповідно, роль міжнародного кредитування останньої інстанції не повинна витіснити інші функціональні призначення МВФ, які розширюються та переплітаються з системою міжнародної координації макроекономічної та регуляторної політики, в якій, однак, дедалі менше місця залишається центральним банкам та їх конкретним монетарним заходам. Внаслідок цього, формується тенденція до підвищення значення ролі не монетарних факторів глобальної валютно-фінансової стабільності, а регуляторних. Останнє передбачає можливість доповнення існуючої та нової системи міжнародної економічної політики новими інституціональними формами по типу інституцій глобального фінансового регулювання та нагляду (пропозиція Кауфмана), глобального страхування депозитів (пропозиція Сороса), стягнення податку Тобіна для фінансування заходів по зниженню бідності (пропозиція Фішера). Втім, радикальна трансформація центральних банків та монетарної політики під впливом глобалізації, коспомолітизація принципу побудови інституціональних засад реалізації стратегії забезпечення стабільності цін на основі автономії органів грошової влади,

⁴¹⁶ Kohler H. The Role of the IMF in a Globalizing World Economy // Fourth Annual Conference of the Parliamentary Network on the World Bank. 2003. IMF Speeches. // www.imf.org.

небачене з часів міжнародного золотого стандарту покращення інфляційної ситуації в світі у контексті реалізації міжнародної економічної політики щодо глобальної стабільності обертається тенденцією до усунення монетарного інструментарію з площини розв'язання глобальних проблем, при тому, що асиметричний статус країн-емітентів резервної валюти та валютний монополізм у світі не усувають монетарний фактор глобальної дестабілізації повною мірою.

РОЗДІЛ 5. МОНЕТАРНА ПОЛІТИКА ПОСТСОЦІАЛІСТИЧНИХ КРАЇН У ГЛОБАЛЬНОМУ ВИМІРІ

5.1. Внутрішні та глобальні чинники монетарної політики в умовах ринкової трансформації

В процесі ринкового реформування монетарна політика формується під впливом внутрішніх чинників, пов'язаних з сутнісними особливостями трансформаційного процесу, та глобальних, які впливають з того, що постсоціалістичні економіки, вже в процесі трансформації, потрапляють у середовище глобалізації. Відповідно, для ідентифікації внутрішніх та глобальних чинників монетарної політики необхідно зробити ряд методологічних зауваг.

Ринкове реформування командної економіки як безпрецедентний історичний феномен демонструє складне переплетення взаємовідносин та явищ в трикутнику “ринкова трансформація, глобалізація, монетарна політика”. З одного боку, це обумовлено тим, що трансформація планової економіки в напрямку ринку та глобалізація мають подібні мета-принципи. З іншого, — тим, що монетарна політика у випадку трансформації є і об'єктом і інструментом реформування економіки, при цьому стаючи об'єктом впливу з боку глобальних процесів тою мірою, якою перехідна економіка потрапляє у сферу їх безпосередньої дії.

Щодо першого, то можна виділити ряд відносно самостійних зрізів внутрішнього взаємозв'язку між ринковою трансформацією та глобалізацією.

Реформування планової економіки і переведення господарства країн колишнього соціалістичного табору на ринкову основу створило безпрецедентні за масштабом стимули для розвитку глобалізації. Це впливає з того, що в рамках трансформації більш як шоста частина світу поступово стає відкритою для глобальних процесів, у свою чергу підсилюючи їх та кристалізуючи їх сутнісні риси.

Мірою інтеграції з глобальними ринками трансформаційні економіки, навіть не завершивши остаточно перехід до сформованої ринкової системи з демократичними інститутами, стають об'єктами впливу з боку глобалізації. Внаслідок цього цільові сценарії та модельні особливості ринкового реформування в окремих країнах калібруються відповідно до того, як глобалізація накладає обмеження на ті чи інші макроекономічні та інституціональні рішення. А самі такі рішення продовжують вироблятися відповідно до внутрішньої логіки трансформаційного процесу, утворюючи складну систему двостороннього впливу в координатах “глобалізація – ринкове реформування”. Так, Гж.Колодко стверджує, що “... постсоціалістична трансформація необхідна ... для того, щоб інтеграція локальних, національних і регіональних ринків, яку ми вже спостерігали протягом попередніх років, набула глобальних розмірів. Поряд з цим на трансформацію суспільства у нашій частині земної кулі справляє вплив далеко просунута інтеграція ринків несоціалістичного типу. Проте відхід від попереднього політичного та економічного устрою і створення нового детермі-

нується внутрішніми процесами, які мають власну, автономну в стосунку до зовнішнього середовища логіку і динаміку»⁴¹⁷.

Стадії (або фази) трансформації у логіці своєї актуалізації вміщують тою чи іншою мірою аспекти глобалізації. Послугуючись усталеною схемою визначення стадій трансформації — лібералізація, макростабілізація, подальші структурні та інституціональні ринкові перетворення на основі створення нових інституцій та мікроекономічної реструктуризації — можна стверджувати наступне. Лібералізація у постсоціалістичних країнах пов'язана з відходом від планово-адміністративної системи в напрямку створення передумов для формування ринкових відносин рівноважного типу, які забезпечують розміщення ресурсів відповідно до цінових сигналів, індукованих попитом. Втім, доцентровий принцип ринкової системи тут є співзвучний з тим, що сама глобалізація розвивається внаслідок лібералізації зовнішніх зв'язків окремої країни, внаслідок чого вже всередині окремої країни відбувається зміщення у бік підвищення значення ринкових, а не етатичних, витоків розвитку, економічної динаміки, поведінки економічних суб'єктів та алокації ресурсів. У випадку постсоціалістичних країн зовнішня лібералізація є одним з аспектів системного процесу лібералізації на рівні усієї економіки, внаслідок чого зміщення у бік ринкових факторів розвитку та алокації відбувається самостійно. При цьому, лібералізація у зовнішньому секторі як складова загальнолібералізаційного процесу створює передумови для інтеграції з глобальними ринками, які каталізують та систематизують таке зміщення. Макростабілізація, створюючи відповідні монетарні та фіскальні передумови для економічного зростання на основі лібералізованих засад економічної поведінки і, відповідно, будучи внутрішньо трансформаційною домінантою, також пов'язана з глобалізацією. Останнє впливає з того, що в умовах високої інфляції чи гіперінфляції, по-перше, унеможлиблюється процес інтеграції з глобальними ринками, понад усе з фінансовими, а, по-друге, вже існуючий рівень включення у сферу міжнародних економічних відносин тільки викривлюватиме структуру господарства, послаблюючи або зводячи нанівець ефективність ринкової трансформації. Відповідно, макростабілізація повинна створити макроекономічні передумови для реалізації лібералізованих засад економічної поведінки у просторі національної економіки, який дедалі більше стає складовою глобального економічного простору. Наприклад, економічне зростання в умовах високої інфляції чи гіперінфляції неможливе, внаслідок чого і стає затребуваною фаза макростабілізації, а остання також дає можливість скористатись вигодами глобалізації, зокрема, для прискорення економічного зростання чи уповільнення трансформаційного спаду, за рахунок того, що стабілізація інфляції є рамковою передумовою ефективної взаємодії країни з сере-

⁴¹⁷ Колодко Гж. Глобалізація і перспективи розвитку постсоціалістичних країн. — К.: Основні цінності, 2002. — С. 25-26.

довищем міжнародної економіки. Подальші структурні перетворення та розвиток інституцій також пов'язані з процесами глобалізації. Це впливає з того, що окремі інститути ринкової економіки є елементами міжнародного інституційного устрою, за яким функціонує глобальна економіка (наприклад, регулювання міжнародної торгівлі в рамках СОТ), приплив міжнародних інвестицій забезпечує трансферт технологій у сфері техніки та менеджменту, а спільна логіка ринкового реформування та глобалізації створює передумови для розвитку тих економічних структур та їх імплементаційних форм, які адекватні рівню розвитку самої глобалізації. Як наслідок, структурна трансформація та мікрореструктуризація відбуваються під суттєвим пресингом глобалізації, а формування ринкових інституцій відображає наближення або запровадження вже існуючих інституцій глобального рівня. А це, в сукупності, призводить до того, що на особливості трансформаційного процесу накладаються конвергенційні процеси глобального рівня, які, мірою ринкового “визрівання” постсоціалістичної економіки, стають домінуючими.

Стосовно внутрішньо трансформаційних та глобалізаційних факторів монетарної політики у постсоціалістичних країнах слід сказати наступне. По-перше, у хронологічному контексті значущість факторів глобалізації буде наростати мірою просування процесу трансформації, який, зокрема, передбачає інтеграцію з глобальною економікою. При цьому, сам ступінь реформування у аналізованих країнах буде створювати передумови для того, що чим більше постсоціалістична економіка відповідатиме ознакам ринкової економіки розвинутих країн, тим менш значимими будуть ті фактори, які визначають специфіку перехідного періоду. По-друге, природа глобалізаційних факторів монетарної політики повинна відображати сутнісні риси самої глобалізації, отже вони етимологічно будуть пов'язані з тенденціями щодо відкритості економіки, мобільності міжнародних капіталів та конвергенції у їх складній взаємній обумовленості та пов'язаності з динамікою трансформаційного процесу. Втім, тенденції щодо зміни рівня відкритості, припливу прямих іноземних інвестицій, інтеграції з глобальними фінансовими ринками в сукупності можуть бути не пов'язані з хронологічним аспектом тривалості ринкових перетворень та “визрівання” ринкової системи. Наприклад, природно, що вплив, який справляє на монетарну політику ПП, буде більш актуальний впродовж усього періоду реформування, порівняно з впливом портфельних інвестицій, які почали надходити мірою нагромадження певної маси реформ у фінансовому та бюджетному секторах. Слід також додати, що актуальність глобальних факторів буде кореспондувати з процесом реформування обмежень на операції чи то по поточному, чи то по капітальному рахунку платіжного балансу. Якщо по поточних операціях запровадження конвертованості валют відбувається досить швидко і більшість постсоціалістичних країн перейшли до поточної конвертованості впродовж перших п'яти років перетворень (зокрема, в

Україні такий перехід відбувся у 1996 р.), то лібералізація операцій по капітальному рахунку суттєво розтягується в часі і в багатьох країнах підтримується ще досі⁴¹⁸. Як наслідок, актуальність глобалізаційних факторів може мати місце навіть на початках трансформаційного процесу, але вона не буде чітко ідентифікуватись за рахунок значущості внутрішніх факторів, які впливають з того, що впродовж перших років монетарна політика знаходилась під яскраво вираженим впливом логіки розгортання ринкових перетворень. По-третє, що впливає з попереднього, неможливо чітко провести лінію розмежування, коли фактори глобалізації ще не були актуальними, а коли почали впливати на монетарну політику.

Внаслідок цього ідентифікація актуальності таких факторів повинна спиратись на логічну дескрипцію: інституціональних рамок умов, окремих монетарних явищ (інфляція, платіжний баланс, валютні резерви тощо), окремих функціональних елементів монетарної політики (вибір системи таргетування, процентні ставки тощо) в світлі їх еволюції впродовж трансформаційного процесу.

Розвиток інфляційних процесів впродовж ринкової трансформації (табл. Д.1. - Д.1.1. додатку Д) дозволяє виділити чотири його етапи: перший — стрибок інфляції внаслідок першої хвилі лібералізації (1990-1991 р., а у країнах Центральної Європи цей етап тривав 1989-1991 рр.); другий — гіперінфляція та її подолання внаслідок реалізації макростабілізаційних програм (1992-1995 рр.); третій — зменшення інфляції до рівня 20-40% (1996-2001 рр.); четвертий — подальша мінімізація інфляції.

До характерних рис першого етапу слід віднести те, що підвищення інфляції відобразило зростання рівня цін внаслідок приведення у відповідність споживчого попиту і товарної маси. Якщо перший індукувався розбалансованістю грошового обігу останніх років командної економіки, сформувавши своєрідне “грошове нависання”, то обсяг товарної маси, у свою чергу, не міг еластично адаптуватись до змін у попиті внаслідок функціонування “економіки дефіциту” та нагромаджених відтворювальних диспропорцій. Відповідно, лібералізація цін призвела не тільки до врівноваження попиту і пропозиції, але й до зміни структури відносних цін, оскільки з боку пропозиції створились передумови для ціноутворення на основі рідкості благ. Характерною рисою цього періоду є те, що інфляція не перевищила рівень у 300-350%. Попри те, що лібералізація як явище пов’язано з глобалізацією, в умовах трансформаційних економік вона відображала внутрішній механізм запуску ринкових перетворень на основі вільного ціноутворення. Відповідно, такий ціновий стрибок обумовлювався виключно внутрішніми факторами.

⁴¹⁸ Детальніше про проблеми запровадження конвертованості валют у постсоціалістичних країнах див.: Сабов З.А. Валютная конвертируемость в переходной период. — Спб.: Изд. С.-Петербургского ун-та, 1998. — 312 с. Зв’язок між конвертованістю та монетарною політикою під час ринкової трансформації розглянуто нами у: Козюк В.В. Сучасні центральні банки: середовище функціонування та монетарні рішення. — Тернопіль: Астон, 2001. — С, 207-212.

Етап гіперінфляції та макростабілізації демонструє вищий рівень варіативності цінової динаміки в розрізі постсоціалістичних країн. Це обумовлено тим, що на даному етапі почали яскраво виражено проявлятися специфічні для кожної окремої країни риси характеру ринкового реформування, концентрований вираз яких знаходиться у площині м'яких бюджетних обмежень на макро- та мікрорівні. Гіперінфляція в умовах переходу до ринку зумовлюється монетизацією бюджетних дефіцитів та прискореним зростанням грошової маси. Е.Хернандес-Ката наводить емпіричне підтвердження того, що перший імпульс зростання цін пов'язаний з лібералізацією, внаслідок чого зростання цінового рівня відбулося швидко та одноразово. Подальші інфляційні процеси, переростаючи у гіперінфляцію і варіюючи в розрізі країни, обумовлені виключно динамікою грошової маси⁴¹⁹.

Втім, варіація інфляції впродовж даного етапу в розрізі країн відображає не тільки інтенсивність емісійних процесів, але й тривалість процесу макроекономічної стабілізації. Тобто, аспект інтенсивності монетизації дефіцитів та емісії на інші цілі (як правило, для підтримання окремих секторів економіки) відображає рівень розбалансованості бюджету та відсутність розуміння ролі центрального банку в ринковій економіці, а аспект тривалості в часі макростабілізації — відсутність реформ, або затримку з їх проведенням. В розрізі країн це позначилось на тому, що швидкість макростабілізації почала кореспондувати з глибиною реформ, що підтверджують дослідження Т.Лайбека зв'язку між нагромадженою інфляцією і індексом структурних реформ ЄБРР⁴²⁰. Приклад України яскраво демонструє ситуацію і з масштабною розбалансованістю бюджету, і з затримкою реформ. Збереження м'яких бюджетних обмежень на макро- та мікрорівні демонструє структурну єдність монетарно-фіскального інструментарію впливу на економічні процеси: емісія НБУ спрямовувалась на фінансування бюджетного дефіциту або прямо окремим підприємствам; бюджет продовжував виконувати функцію раціонування ресурсів між секторами економіки для їх підтримки. І те і друге демонструє відсутність радикальних реформ, а компенсація попиту, який знижувався, набула конкретних монетарних форм з подальшими негативними наслідками для економічного зростання (див. табл. 5.1.).

Таблиця 5.1.

Монетизація м'яких бюджетних обмежень та її наслідки в Україні, 1992-1994 рр.

	1992	1993	1994
Збільшення кредитів уряду з боку НБУ, разів	34	7	11
Зростання грошової маси, разів	11	19	7
Зростання грошової маси, %	1050	1928	667
Інфляція, %	2100	10256	501

⁴¹⁹ Hernandez-Cata E. Price Liberalization, Money Growth, and Inflation During the Transition to a Market Economy // IMF Working Paper. — 1999. — WP/99/76. — P. 1-24.

⁴²⁰ Lybek T. Central Bank Autonomy, and Inflation and Output Performance in the Baltic States, Russia, and Other Countries of Former Soviet Union, 1995-1997 // IMF Working Paper. — 1999. — WP/99/4 // www.imf.org

Процентні ставки НБУ, %	80,0	190,0	225,9
Процентні ставки комерційних банків по кредитах, %	76,0	221,1	201,7
Зростання ВВП, %	-9,9	-14,2	-22,9
Зростання капітальних інвестицій, %	-36,9	-10,3	-22,5

Джерело: Дзюблюк О. В. Організація грошово-кредитних відносин суспільства в умовах ринкового реформування економіки. — К.: Поліграф-книга, 2000. — С. 170, 174, 175.

Слід відзначити, що відомий макроекономічний аргумент про те, що, чим вищою є торгівельна відкритість, тим більш еластичним є сукупний попит та номінальний дохід по фактору інфляції (тобто в умовах наростаючої чи високої відкритості інфляція є фактором прискорення падіння ВВП)⁴²¹, набуває специфічних форм підтвердження у трансформаційних економіках (див. табл. 5.2.).

Таблиця 5.2.

Відкритість, нагромаджена інфляція та ВВП етапу гіперінфляції та макростабілізації в окремих постсоціалістичних країнах, %

	Відкритість, 1994 р.	Нагромаджена інфляція, 1992-1995 рр.	Нагромаджений ВВП, 1992-1995 рр.
Болгарія	53	219	-3,6
Угорщина	29	97	0,7
Польща	24	133	18,2
Румунія	25	585	3,9
Словенія	58	143	6,7
Словаччина	72	93	1,3
Чехія	52	49	6,4
Латвія	72	1042	-44,0
Литва	71	1431	-50,0
Естонія	70	1061	-19,9
Азербайджан	55	4563	-77,2
Вірменія	32	14254	-38,3
Беларусь	46	298	-40,2
Грузія	37	15273	-79,2
Казахстан	28	5956	-32,9
Росія	27	3493	-40,0
Україна	20	12738	-63,1

Примітка 1. Дані по відкритості: Сиденко В.Р. Внешнеэкономическая деятельность: проблемы системной трансформации при переходе к рынку. — К: ОКО, 1998. — С. 230.; дані по інфляції та ВВП — додаток Л.

Як видно з табл. 5.2., для країн Центральної Європи та Прибалтики, порівняно з країнами СНД, властивий рівень відкритості, який в цілому, практично в 1,5-2 рази вище. Таку відмінність в рівнях відкритості, з одного боку, можна пояснити тим, що дані країни були більш інтегровані у світову економіку як самостійні держави, на відміну від країн СНД, відкритість яких формувалась під впливом радянської системи поділу праці, а з іншого тим, — що вони з самого початку виявилися більш успішними у сфері лібералізації зовнішнього сектора та структурних реформ, що під-

⁴²¹ Salvatore D. International Economics. — New Jersey: Prentice Hall, 1998. — P. 615-640.

вищило їх конкурентоспроможність на зовнішніх ринках. Зокрема, П.Мейссон відзначає, що розвиток міжнародної торгівлі трансформаційних економік пов'язаний з процесами лібералізації, які дозволили скористатися ефектом відносних переваг⁴²². Втім, можна виявити певну закономірність, для перших (Центральна Європа та Прибалтика) в загальному за високої відкритості вищі рівні інфляції кореспондують з глибшим падінням ВВП, і навпаки. Це можна розглядати як підтвердження макро-економічної тези про більш еластичну реакцію сукупного попиту та номінального доходу на інфляцію в умовах високої відкритості економіки, що, опосередковано доводить вищий рівень значущості для таких країн фактору інтеграції зі світовим господарством. Для других (країни СНД) не простежується чіткої закономірності, що може бути пов'язано з тим, що макроекономічна ситуація погіршувалася внаслідок військових конфліктів. Відповідно, негативний вплив гіперінфляції на економічний спад в більшості своїй та, понад усе, в Україні (для якої рівень відкритості на момент найглибшого падіння ВВП був порівняно незначний), обумовлюється внутрішньо трансформаційною логікою аксіоматичного оберненого зв'язку між гіперінфляцією і обсягами виробництва.

Третій етап розвитку інфляційних процесів (1996-2001 рр.) характерний тим, що він відображає переплетіння внутрішніх факторів інфляції з глобалізаційними. Так, до внутрішніх факторів можна віднести:

суперечливу стабілізацію, коли фіскальна та монетарна політика справляли подекуди протилежний вплив на сукупний попит, або ж коли відсутність структурних реформ на мікрорівні та у сфері бюджету проявлялась у збереженні м'яких бюджетних обмежень для окремих виробників у формі прихованих субсидій, податкової заборгованості та її списань тощо, внаслідок чого динаміка сукупного попиту могла не відповідати на формальні зміни у макроекономічних інструментах (приклад — Україна фактично до 2000 р.);

збереження фіскального домінування (особливо це характерно для України, де, емісійне фінансування бюджетного дефіциту збереглося аж до 1996 р. включно, а заборона на участь НБУ на первинному ринку державних цінних паперів — тільки у 1999 р.), внаслідок якого приріст грошової пропозиції спрямовувався для розширення споживання у державному секторі. Слід зазначити, що в процесі трансформації у цей період сформувалась тенденція до монополізації урядом грошових потоків, рівень якої суттєво варіюється в залежності від того, наскільки країна просунулась по шляху реформ. Тут можна виділити дві групи країн: перша, де рівень монополізації грошових потоків урядом незначний (наприклад, Чехія, Естонія, Польща), друга — високий (наприклад, Україна, Росія, Болгарія тощо). Формою прояву такої мо-

⁴²² Masson P. Monetary and Exchange Rate Policy of Transition Economies of Central and Eastern Europe after the Launch of EMU // IMF Policy Discussion Paper. — 1999. — PDP/99/4. — P. 6.

нополізації є: домінування частки вимог до уряду в структурі внутрішнього кредиту; вищі обсяги вимог до уряду, порівняно з вимогами до банків, у внутрішніх активах центральних банків; вищі обсяги вимог до уряду, порівняно з вимогами до приватного сектора, в активах комерційних банків⁴²³. Щодо вітчизняної економіки, то у ній домінує спрямування кредитів у державний сектор також пов'язується з низькою довірою до боргових інструментів з боку банків, що стало актуально впродовж 1998-2000 рр., внаслідок чого збільшення частки вимог до приватного сектора з боку останніх практично до 2000-2001 рр. супроводжувалось збільшенням вимог до уряду з боку НБУ;

інфляційну інерцію, яка пов'язана як з негативними очікуваннями щодо експансивної політики чи нестабільності валютного курсу, так і з відсутністю розвинутого конкурентного середовища, внаслідок чого створювались передумови для монопольного підвищення цін в окремих секторах. Слід зазначити, що чітка ідентифікація монетарних факторів індукування інфляції тут ускладнюється за рахунок того, що на цей період припала друга хвиля лібералізації цін у державному та комунальному секторі тощо.

Презентуючи програму реформ у Польщі на 1994-1997 рр., Гж.Колодко стверджує: “Головна загроза полягає у інфляції. Її повернення — або ж більш повільне падіння, порівняно з тим, як передбачає програма, — автоматично буде означати повільніше скорочення процентних ставок, а також погіршення умов для інвестування і економічного росту. Інфляційні імпульси можуть бути, зокрема, результатом: зростання цін на послуги і товари, які не є предметом зовнішньо-торгівельного обміну; інфляційної інерції, яка зберігається в результаті змін принципів індексації, а також повільної приватизації та демонополізації...”⁴²⁴. Як видно з наведеного твердження, проблема збереження високої інфляції у постстабілізаційний період є головним викликом економічному зростанню на основі нових інвестицій. Причому, якщо інфляційна інерція є внутрішнім фактором монетарної політики у даний період, то асиметричне зростання цін на товари, що є і що не є об'єктами міжнародної торгівлі, відображає поступове підвищення значення глобальних факторів впливу на поведінку центральних банків. Підвищення відкритості є фундаментальним фактором зниження інфляції або послаблення цінової динаміки всередині країни за рахунок привнесення на внутрішній ринок глобального конкурентного середовища. Відповідно, як випливає з твердження Колодка, яке можна екстраполювати на більшість трансформаційних економік, чим більшою мірою останні будуть інтегровані з глобальними ринками, тим меншим повинен виявитися вплив на інфляцію підвищення цін на товари, виробництво та обіг яких не пов'язані з міжнародним обміном.

⁴²³ Козюк В. Державний борг в умовах ринкової трансформації економіки України. — Тернопіль: Карт-бланш, 2002. — С. 125-135.

⁴²⁴ Колодко Гж. Польша 2000. Новая экономическая стратегия. — Варшава: Польштекст, 1996. — С. 81.

Втім, неможливість суттєво знизити інфляцію у цей період реформ у більшості перехідних суспільств, зокрема, і в Польщі, і в Україні тощо, попри підвищення рівня відкритості демонструє, що фактори глобалізації мали інший вплив на активізацію інфляціогенних процесів. Такий вплив обумовлюється тим, що на період, що слідує за макростабілізацією та реформуванням взаємовідносин між бюджетом та центральним банком (ліквідація емісійних джерел покриття бюджетного дефіциту та розвиток ринку державних цінних паперів) припадає лібералізація доступу міжнародних інвесторів до ринку короткострокових інструментів державного боргу. Це збільшує обсяги портфельних інвестицій на тлі постійної тенденції підвищення обсягів ПІІ, що створює передумови для актуалізації монетарних ефектів припливу капіталу у вигляді нагромадження валютних резервів, грошової бази та прискорення інфляції (детальніше див. нижче). В даному випадку приклад України 1997 р. дещо контрастує з наведеним алгоритмом негативного впливу на інфляційні процеси припливу портфельних інвестицій на внутрішній борговий ринок. Так, у цей рік відбулося суттєве зниження інфляції — до 10% (з 35% у 1996 р.), при цьому борг у облігаціях зріс у 2,6 рази, НБУ припинив емісійне покриття дефіциту, який зріс до 5,6% (порівняно з 3,2% у 1996 р.), частка облігацій в структурі фінансування дефіциту зросла до 71,7% (порівняно з 37,0% у 1996 р.), а питома вага нерезидентів на ринку сягнула 70%, внаслідок чого 32% усього надходження коштів по капітальному рахунку платіжного балансу було спрямовано на борговий ринок⁴²⁵. З цього випливає, що приплив міжнародного капіталу на вітчизняний борговий ринок супроводжувався зниженням інфляції, а вплив внаслідок валютно-фінансової дестабілізації у наступному році — двократним підвищенням. Таке явище можна пояснити тим, наскільки присутність нерезидентів на фінансовому ринку України асоціювалася із загальною макроекономічною стабільністю. Тобто у випадку України приплив капіталів нерезидентів усував активну монетизацію державного боргу з боку НБУ, що в сукупності з його стерилізаційними операціями та жорсткою політикою попереднього року дозволило стабілізувати інфляцію. А вплив капіталів відбувся на тлі макростабілізації, одним з наслідків якої виступили негативні очікування щодо зростання цін. Відповідно, у випадку України приплив міжнародних портфельних інвестицій на борговий ринок як глобальний фактор монетарної політики справив вплив не стільки на рівень інфляції, скільки на характер поточних операцій НБУ, логіка яких, однак, була продиктована специфікою вибору монетарних цілей, які, в принципі, не сумісні з високою мобільністю капіталів (див. нижче).

Четвертий етап (з 2001 р.) розвитку інфляційних процесів пов'язаний з активізацією сукупності макроекономічних та інституціональних детермінант реалізації

⁴²⁵ Козюк В. Державний борг в умовах ринкової трансформації економіки України. — Тернопіль: Карт-бланш, 2002. — С. 91., С. 107.

політики з орієнтацією на стабільність цін. Саме на початку 2000-х рр. формується тенденція реформування мандатів центральних банків країн-нових членів ЄС та кандидатів на приєднання, а у тих пострадянських республіках, в яких незалежність центробанків є високою, спостерігається падіння інфляції до рівня, консистентного зі статусом їх монетарних органів, порівняно з її сплеском після російської кризи. Підвищення уваги до проблеми подальшої мінімізації інфляції, незалежно від євроінтеграційних чинників цього явища, має дві важливі передумови. Перша — рівень зростання цін, що стабільно тримається в межах 8-10 і більше процентів на рік, стає фактором погіршення якості економічного зростання та ускладнює його підтримання у довгостроковому періоді. Це обумовлено тим, що така інфляція відображає ситуацію гальмування структурних зрушень на основі розвитку високотехнологічних виробництв, а також збереження монополізованих ринків в окремих секторах економіки. Як наслідок, за економічним зростанням закріплюється екстенсивний характер, що пригнічує інноваційно-інвестиційний компонент розвитку, на основі якого можна було би забезпечити і позитивні структурні зрушення, і наповнити зростання ВВП якісним змістом. Пригнічення інноваційно-інвестиційних імпульсів економічної динаміки впливає з того, що за рахунок інфляції та монополізованих ринків відбувається підтримка структурно слабких та потенційно або фактично депресивних секторів, функціонування яких вимиває ресурси з тих сфер, де рівень доданої вартості є вище, і не пов'язано з конкурентним тиском (отже, інновації не затребувані). В підсумку, це консервує структурні диспропорції, які залишилися у спадок від командної економіки і які в подальшому викривлювалися в умовах гіперінфляції чи суперечливих реформ. Відповідно, перехід центральних банків в режим здійснення політики стабільності цін повинен розглядатись як монетарна основа трансформації моделі економічного розвитку.

Друга передумова тісно пов'язана з глобалізацією і відображає процес адаптації до неї. З одного боку, політика стабільності цін покликана забезпечити трансформацію моделі економічного зростання на основі принципів нових інвестицій та інновацій, що само по собі є визначальним фактором виживання національної економіки в умовах наростаючої глобалізації. Така політика забезпечує формування підґрунтя для активізації відтворювальних детермінант конкурентоспроможності, що в умовах наростаючої відкритості є актуальним і для зовнішніх, і для внутрішніх ринків. З іншого боку, стабільність цін стає дедалі очевиднішим фактором забезпечення дієвості валютно-курсових аспектів конкурентоспроможності через запобігання реальній ревальвації. Важливість цього впливає як з самої закономірності розвитку реальних валютних курсів впродовж ринкової трансформації, так і з того, що девальвація стає дедалі менш ефективним інструментом відновлення конкурентоспроможності внаслідок посилення фінансової інтеграції, яка, зокрема, проявляється в прип-

ливі ПІІ. З процесами переорієнтації глобальних інвесторів на ринки з низьким ризиком і низькою доходністю, конкуренція за приплив ПІІ стає дедалі більш жорсткою, що вимагає від трансформаційних економік подальшої мінімізації інфляції як чинника переваг у конкуренції за місця розташування міжнародного бізнесу. Також глобальний фактор подальшої мінімізації інфляції пов'язується з тенденцією до відходу у перехідних економіках від обмежень на коливання валютних курсів, що створює передумови для затребуваності номінального якоря, відмінного від валютного курсу.

Одним з найбільш характерних проявів глобальних процесів у контексті ринкової трансформації є структура та динаміка показників платіжного балансу перехідних країн. Це обумовлено як тим, що постсоціалістичні країни стали реципієнтами значних фінансових впливів з-за кордону, демонструючи процес їх інтеграції зі сферою міжнародних інвестицій та потоків капіталу, так і з тим, що нерівновага їх платіжних балансів могла підтримуватись виключно в умовах наростаючої взаємозалежності у глобальній економіці та підвищення мобільності капіталів. Попри те, що можливості по підтриманню значної зовнішньої нерівноваги при переході до ринку визначаються факторами глобалізації, сама зовнішня розбалансованість є свідченням ряду макроекономічних закономірностей трансформаційного процесу. Перш за все тут слід відзначити, що у практично більшості постсоціалістичних країн впродовж тривалого часу спостерігався значний дефіцит балансу поточних операцій. Наприклад, за період 1992-2000 рр. платіжний дефіцит Чехії в середньому склав 1,5 млрд. дол. США, Угорщини — 2,1 млрд., Польщі — 4,7 млрд., Словаччини — 0,8, України — 1,1 млрд. дол. США⁴²⁶. Країнами, які допускали перевищення критичного значення співвідношення величини поточного рахунку до ВВП у 5%, є Болгарія (10,1% у 1993 р.), Угорщина (9% у 1993 р., 9,4% у 1994 р., 5,6% у 1995 р.), Румунія (7,5% у 1992 р., 5,% у 1995 р., 7,2% у 1996-1997 рр.), Словаків (11,2 % у 1996 р. та 6,9% у 1997 р.), Хорватія (6,8% у 1995 р. та 11,7% у 1997 р.), Чехія (7,6% у 1996 р. та 6,1% у 1997 р.), Латвія (5,4% у 1996 р. та 8% у 1997 р.), Литва (10% в середньому за 1995-1997 рр.), Естонія (8,9% в середньому за 1994-1997 рр.). Як видно з табл. Д.3. додатку Д, перехід до політики стабільності цін також не позначився на радикальному зниженні зовнішніх дефіцитів, що підтверджує їх збереження у послідовних роках. Аномально високі платіжні дефіцити у понад 15% ВВП мали місце в окремих країнах СНД — Азербайджані, Вірменії, Киргизії, Молдові⁴²⁷.

В більшості випадків значна зовнішня нерівновага обумовлюється певним набором факторів, серед яких можна виділити загально-макроекономічні, монетарні та

⁴²⁶ Козюк В. Сучасні центральні банки: середовище функціонування та монетарні рішення. — Тернопіль: Астон, 2001. — С. 221.

⁴²⁷ Сиденко В. Р. Внешнеэкономическая деятельность: проблемы системной трансформации при переходе к рынку. — К.: АО ОКО, 1998. — С. 213.

фіскальні. Перші полягають у прискореному розвитку сукупного попиту, індукованому ринковою лібералізацією, припливом ПІІ, підвищенням продуктивності праці. Створення можливостей для розвитку попиту в наслідок ринкового реформування, водночас, наражається на нееластичну сукупну пропозицію, що впливає з недостатньо розвинутого внутрішнього алокаційного механізму. Окрім цього, початок та підтримання економічного зростання супроводжуються підвищенням попиту на інвестиційні товари з-за кордону, попит на які є нееластичний по фактору цін. Моне-тарні фактори пов'язані з тим, що використання валютного курсу із стабілізаційною метою часто призводить до його реальної ревальвації, що створює додаткові можливості у вигляді споживання імпорту. Фіскальні — з тим, що в більшості трансформаційних економік підтримується бюджетний дефіцит, який, створюючи попит у державному секторі на тлі падіння мультиплікатора державних витрат в умовах високої інфляції, індукує зовнішню нерівновагу. В підсумку, указані закономірності відображають, що вихід на траєкторію економічного зростання та перші роки його підтримання у трансформаційних економіках пов'язані із нагромадженням значних зовнішніх дефіцитів.

Такі значні дефіцити поточного рахунку врівноважувалися значним припливом капіталів. Зокрема, на думку Г.Кальво, Р.Сахай та К.Вегха такий приплив капіталів в основному забезпечив фінансування зростаючого споживання, тим самим стаючи додатковим фактором зовнішньої нерівноваги. У свою чергу, це зближує постсоціалістичні країни з Латиноамериканськими, в яких приплив капіталів також пов'язаний із прискоренням споживання, на відміну від Азійських, де приплив капіталу був джерелом фінансування інвестицій⁴²⁸. Й.Фідрмак та Ф.Шардах також виявили, що дефіцит поточного рахунку позитивно корелював з реальним приватним споживанням і практично не корелював з реальним капіталоутворенням впродовж 1992-1998 рр. у чотирьох найбільш реформованих країнах: Польщі, Чехії, Угорщині та Словенії⁴²⁹. Потоки капіталу визначали позитивне сальдо фінансового рахунку та рахунку руху капіталів перехідних економік. Однак, як група в цілому, останні, починаючи з 2000 р., зіткнулися з протилежною тенденцією: поточний рахунок став профіцитний, а фінансовий та рахунок руху капіталу — дефіцитний (див. табл. Д.4. додатку Д). З одного боку, це явище характерне для усіх країн третього світу, які після Азійської кризи, девальвацій та, що немало значимо, на тлі значного зовнішнього дефіциту США стали чистими експортерами капіталу. З іншого боку, трансформаційні економіки, як і решта країн, що розвиваються, зіткнулись з втечею портфельних інвестицій, що обумовлено зміною пріоритетів глобальних інвесторів у став-

⁴²⁸ Calvo G., Sahay R., Vegh C. Capital Flows in Central and Eastern Europe: Evidence and Policy Options // IMF Working Paper. — 1995. — WP/95/57. // www.imf.org.

⁴²⁹ Fidrmuc J., Schardax F. Increasing Integration of Applicant Countries into International Financial Markets: Implications for Monetary and Financial Stability // Currency Areas and the Use of Foreign Currencies. — BIS Paper. — 2003. — №17. — P. 92-95.

ленні до ризику та доходності. Такі тенденції також вписуються у контекст наростаючого впливу факторів розвитку глобальної економіки на постсоціалістичні країни.

Втім, незважаючи на зміну структури врівноваження платіжного балансу перехідні країни залишаються реципієнтами міжнародного капіталу і саме з ним пов'язаний найбільш істотний вплив глобалізації на монетарну політику. Наприклад, чистий приплив капіталів до Чехії у 1999 р. склав 13,9% ВВП, у 2000 р. — 13,0%, у 2001 — 12,9%, відповідно, до Естонії — 8,0%, 7,9%, 5,7%, до Угорщини — 9,9%, 4,7%, 1,2%, Латвії — 11,6%, 6,9%, 12,4%, Литві — 9,9%, 6,2%, 6,5%, Польщі — 5,6%, 5,4%, 2,5%, Словенії — 2,9%, 3,8%, 6,4%, Словаччини — 8,7% та 7,6%⁴³⁰.

Слід зазначити, що для припливу капіталів (його динаміку та структуру демонструє табл. Д.4. додатку Д) існує цілий ряд об'єктивних передумов: а) лібералізація створила нові сфери для глобальної алокації ПІІ на просторі постсоціалістичних країн, а сам приплив ПІІ також пов'язується з розвитком ємного споживчого ринку у таких країнах та порівняно низькими витратами на оплату достатньо кваліфікованої робочої сили; процеси приватизації також виступили фактором припливу міжнародного капіталу; б) реалізація стабілізаційних програм з бретон-вудськими інститутами та програм підтримки реструктуризації окремих секторів економіки чи мікроодиниць з боку ЄБРР створюють передумови для надходження ресурсів по каналах офіційних кредиторів; в) більш високі процентні ставки у трансформаційній економіці (що є наслідком тривалої високої інфляції, внаслідок чого ставки не є еластичними у бік зниження) детермінують перелив спекулятивних портфельних інвестицій, що додатково стимулюється фіскальними дисбалансами; г) бюджетні дефіцити та зовнішні запозичення для їх фінансування на тлі зменшення залежності від надходжень по каналах бретон-вудських інституцій мірою просування по шляху реформ (вихід на євроринок) також створюють передумови для припливу капіталів тощо. Попри те, що такі фактори випливають з внутрішньої логіки розвитку ринкової трансформації, вони актуалізуються у глобальному контексті і детермінують цілий комплекс монетарних явищ.

З одного боку, це стосується взаємозв'язку між станом платіжного балансу, валютними резервами та внутрішньою грошовою пропозицією. З іншого, — більш складного процесу еволюції впродовж трансформації системи таргетування як функціонального виразу побудови стратегії монетарної політики.

Щодо першого, то можна констатувати, що, як група в цілому, постсоціалістичні економіки демонструють стійку тенденцію до нагромадження валютних резервів, незважаючи на тривалий досвід нерівноваги поточного рахунку, викликаного

⁴³⁰ Kenen P., Meade E. EU Accession and the Euro: Close Together or Far Apart? // Institute for International Economics Policy Briefs. — 2003. — №РВ03-9. — Р. 13.

динамікою споживання та виходу на траєкторію економічного зростання. Можна виділити таку специфіку перехідних економік, як те, що в багатьох країнах (перш за все колишнього СРСР, окрім Росії, яка успадкувала резерви колишнього СРСР та Естонії, якій західні банки повернули золотовалютний запас довоєнного періоду) на початок ринкової трансформації взагалі не було валютних резервів, внаслідок чого нагромадження зовнішніх активів центральних банків є своєрідним проявом монетарних аспектів національного суверенітету. Більше того, процеси макростабілізації та формування ринкових засад монетарної політики пов'язані з функціональною затребуваністю валютних резервів. Їх особливе значення при переході до ринку стосується не тільки того, що вони є важливим каналом грошової пропозиції, який ув'язує її із зовнішньою рівновагою. З одного боку, на початках трансформації спостерігається значна залежність внутрішньої цінової динаміки від валютного курсу, потреба підтримувати який природно створює додаткові підстави для акселерації зовнішніх активів монетарних органів. З іншого боку, внутрішня конвертованість валюти, яка запроваджується навіть швидше, ніж зовнішня (по поточних операціях), є елементом лібералізації та реформування фінансово-банківського сектора та засобом уніфікації валютних курсів на ринковій основі відповідно до ув'язування внутрішнього попиту на іноземну валюту, який впливає з монетарних умов (наприклад, страхування активів від інфляції тощо), з її пропозицією, яка впливає зі стану платіжного балансу. Відповідно, підтримка курсової сталості в умовах внутрішньої конвертованості може забезпечуватися за рахунок активного нагромадження валютних резервів, що, знову таки, є фактором, який визначає функціональну затребуваність зростаючої траєкторії їх динаміки.

Як видно з табл. Д.4. додатку Д, в групі трансформаційних економік впродовж 1995-2004 рр. спостерігається в середньому щорічне збільшення резервних активів центральних банків на 17,5 млрд. дол. США. Причому, більші обсяги приросту валютних резервів співпадають в часі з виникненням профіциту поточного рахунку. Така тенденція є подібною до явища гіпертрофії зовнішніх активів центральних банків азійських країн, що кореспондує з динамікою зовнішньої нерівноваги США, і, в цілому, є свідченням прогресуючої, монетарної за формою, взаємозалежності у глобальній економіці. Побудова багатofакторної регресійної залежності динаміки валютних резервів у групі трансформаційних економік за 1995-2004 рр. також виявляє суперечливий зв'язок між структурою нерівноваги платіжного балансу, потоками капіталу та зростанням зовнішніх активів центральних банків. Рівняння регресії виглядає наступним чином:

$$Y = 1,04X1 + 1,42X2 + 0,7X3 + 1,16X4 + 0,46 \quad (5.1.)$$

$$R^2 = 0,97; \text{ F-критерій} = 51,43; \text{ F-теоретичне} = 5,19 \text{ (з рівнем значущості } 0,05),$$

де Y — зростання резервних активів, $X1$ — сальдо поточного рахунку платіжного балансу, $X2$ — чисті ПІІ, $X3$ — чисті портфельні інвестиції, $X4$ — чисті інші інвестиції в млрд. дол. США.

Аналіз регресійної залежності (5.1.) демонструє, що існує позитивний лінійний та статистично значимий ($R^2 = 0,97$) зв'язок між динамікою валютних резервів та станом поточного рахунку, припливом ПІІ, портфельних та інших інвестицій. Отриманий результат є вірогідним (F-критерій — 51,43 — суттєво перевищує F-теоретичне, яке складає 5,19). При цьому, зростання валютних резервів в групі перехідних економік найбільшою мірою залежить від припливу ПІІ, інших інвестицій та сальдо поточного рахунку. Попри те, що за аналізований період, даний показник відображав профіцит платіжного балансу тільки 4 роки, динаміка резервів знаходиться у прямій залежності від стану поточного рахунку. Це говорить про суттєве значення трансформації структури нерівноваги платіжного балансу, яке відбулося з 2000 р. В загальному за указаний період, найменшою мірою на зростання резервів впливали портфельні інвестиції, але з огляду на те, що з 1999 р. спостерігається їх відплив при збереженні прямого, а не оберненого зв'язку, як це видно з рівняння 5.1., слід констатувати високу значимість переливу короткострокових міжнародних капіталів для формування валютних резервів, отже, для монетарної політики постсоціалістичних країн. Отримані результати узгоджуються з виявленою Фідрмаком та Шардахом позитивною кореляцією між станом зовнішніх активів центральних банків та фінансового рахунку платіжного балансу для Польщі, Чехії, Угорщини та Словенії за 1992-1998 рр.⁴³¹. При цьому, як стверджують дані економісти, спостерігається суттєвий вплив динаміки валютних резервів на грошову пропозицію у постсоціалістичних країнах при одночасній відсутності суттєвого зв'язку між динамікою резервів та інфляцією. Останнє є свідченням того, що центральні банки впродовж трансформації активно застосовували інструментарій стерилізацій та гасили інфляційні наслідки припливу капіталів за рахунок підтримання високих процентних ставок та норм обов'язкового резервування. У свою чергу, як відомо, чим більшою мірою є інтегрованою країна з міжнародними фінансовими ринками, тим менш ефективними стають стерилізаційні операції з огляду на вирівнювання процентних ставок. У випадку перехідних економік та приймаючи до уваги вплив портфельних інвестицій внаслідок зміни преференцій глобальних інвесторів, можна констатувати, що послаблення зв'язку між динамікою резервів та інфляцією в загальному було досягнуто за рахунок збігу декількох тенденцій: послаблення тиску на резерви з боку руху короткострокових капіталів та абсорбування грошової пропозиції неспрогнозованим *ex ante* економічним зростанням.

З припливом ПІІ, що справляє суттєвий вплив на динаміку валютних резервів трансформаційних економік (як показали результати регресійного аналізу),

⁴³¹ Fidrmuc J., Schardax F. Increasing Integration of Applicant Countries into International Financial Markets: Implications for Monetary and Financial Stability // Currency Areas and the Use of Foreign Currencies. — BIS Paper. — 2003. — №17. — P. 96.

пов'язана ще одна важлива закономірність розвитку макроекономічних процесів у постсоціалістичних суспільствах — реальна ревальвація. Важливість даної проблеми впливає з широкого набору теоретичних та емпіричних досліджень міжнародної економіки.

По-перше, реальна ревальвація у канонічній (за П.Кругманом) моделі валютних криз є безпосереднім фактором валютно-фінансової дестабілізації, або обов'язковою складовою кризи платіжного балансу першого покоління (детальніше див. параграф 4.4.). Як наслідок, реальний валютний курс стає важливим макроекономічним показником при виборі стратегії монетарної політики, і його значення зростає тою мірою, якою країна інтегрується з міжнародними фінансовими ринками, для яких цей показник є індикатором валютно-курсової та фінансової стабільності.

По-друге, згідно класичного підходу Баласси-Самуельсона реальна ревальвація є результатом зростання продуктивності у секторі, що виробляє товари, які є предметами міжнародної торгівлі. Як наслідок, зростання факторних доходів у такому секторі тягне за собою підвищення доходів і у інших секторах, які не зазнають позитивного шоку продуктивності, внаслідок чого відбувається загальне підвищення рівня цін, що і призводить до переоцінки реальної вартості валюти. При цьому, якщо зростання продуктивності випереджатиме зниження прибутковості експортного сектора внаслідок реальної переоцінки валюти, то кризи платіжного балансу можна уникнути. Екстраполюючи дані аргументи на трансформаційні економіки, американські дослідники Ф.Наталацці та Ф.Равенна доходять висновку, що ПІІ є безпосередньою детермінантою, яка призводить до актуалізації даного ефекту. Основна причина цього — приплив ПІІ створює підґрунтя для позитивного шоку продуктивності, в першу чергу, у експортних секторах⁴³². М. Де Броек та Т.Слок наголошують, що неминучість реальної ревальвації у перехідних економіках обумовлена саме позитивними наслідками зростання продуктивності праці у секторах, які продукують товари, що є об'єктами міжнародної торгівлі, як це і передбачає класична модель Баласси-Самуельсона. Більше того, у більш широкому контексті, реальна ревальвація також є феноменом наздоганяючого розвитку, який неможливий без перманентних позитивних зрушень у сфері продуктивності, що, власне, і забезпечують акселерацію економічної динаміки. Тобто, економічне зростання, яке має наздоганяючий по відношенню до розвинутих країн характер, що можна екстраполювати на трансформаційні економіки, також кореспондує з реальною ревальвацією. При цьому, один процент зближення рівня ВВП на душу населення пов'язаний з 0,4% реальної

⁴³² Natalucci F., Ravenna F. The Road to Adopting the Euro: Monetary Policy and Exchange Rate Regimes in the EU Candidate Countries // Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers. — 2002. — №741. — P. 1-45.

ревальвації⁴³³. З цього випливає, що приплив ПІІ та збільшення частки товарів, що є предметами міжнародної торгівлі, в структурі споживання трансформаційних економік створюють глобалізаційні передумови для підвищення курсу валют постсоціалістичних країн у реальному вимірі.

По-третє, специфіка ринкової трансформації створює також і унікальні передумови для реальної переоцінки валюти. Таке альтернативне пояснення даного явище обстоюється К.Графе, Л.Хелперном та Ч.Виплошом. Основні принципи їхнього підходу можна звести до наступного: а) процес трансформації розпочався в умовах завищеної частки валових нагромаджень в структурі ВВП, що обумовлено політикою акселерації інвестицій в плановій економіці, і для рівноважного зростання потрібне підвищення частки споживання; при цьому, підтримання економічної динаміки обходиться меншою часткою інвестицій в структурі ВВП за категоріями витрат внаслідок підвищення алокаційної ефективності економіки, а зростання споживання досягатиметься, зокрема, за рахунок реальної ревальвації; б) фактором реальної ревальвації є розвиток третинного сектора, який в умовах планової економіки знаходився у пригніченому стані, у тому числі за рахунок занижених витрат на оплату праці, зайнятих у ньому; ринкова трансформація призводить до підвищення частки послуг в структурі витрат, тягнучи за собою вирівнювання витрат на оплату праці у даному секторі, порівняно з усіма іншими, що, знову таки, призводить до зростання рівня цін в економіці, отже — до реальної ревальвації; в) орієнтація поточної курсової політики на паритет купівельної спроможності з метою запобігання об'єктивному процесу реальної переоцінки валюти з допомогою номінальної девальвації створюватиме постійні інфляційні процеси, які, знову таки, підвищуватимуть реальне значення валютного курсу⁴³⁴.

По-четверте, для реальної ревальвації існує ряд макроекономічних передумов, які впливають з характеру трансформаційних процесів. А) Початок ринкового реформування характеризується заниженням номінального валютного курсу (практично, такий вибір у постсоціалістичній економіці був привнесений МВФ, який послуговувався досвідом реалізації програм структурної адаптації у латиноамериканських країнах, для яких характерною рисою було переорієнтація з імпортозаміщення на експортоорієнтоване зростання). Природно, що заниження курсу спочатку стало передумовою його реального зростання мірою просування процесу реформ. Б) Виконання курсом ролі номінального якоря і стабілізатора інфляційних очікувань на тлі збереження інфляційної інерції чи повільної реалізації політики мінімізації інфляції природно призвело до завищення його реального значення. В) Трансформаційні

⁴³³ De Broek M., Slock T. Interpreting Real Exchange Rate Movements in Transition Countries // IMF Working Paper. — 2001. — WP/01/56. — P. 1-35.

⁴³⁴ Halpern L., Wyplosz Ch. Equilibrium Exchange Rates in Transition Economies // IMF Staff Papers. — 1997. — Vol. 44. — №4. — P. 430-461.; Grafe C., Wyplosz Ch. The Real Exchange Rates in Transition Economies. Paper Presented at the Third Dubrovnik Conference on Transition Economies. Dubrovnik. Croatia. 1997. June 25-28.

економіки, як і решта країн, що розвиваються, мають занижений по відношенню до ПКС рівень валютного курсу, що впливає з більш низького рівня оплати праці та меншого значення сектору послуг у споживчому кошику. При цьому, таке заниження виконує і позитивну функціональну роль, оскільки підвищує конкурентоспроможність на зовнішніх ринках, створюючи додаткові стимули для прискореного зростання ВВП. Втім, підвищення доходів внаслідок економічного зростання та позитивних шоків продуктивності, зокрема, індукованих припливом ПІІ, неминуче позначається на зближенні фактичного курсу з ПКС, що, власне, і опосередковується процесом реальної ревальвації. Наприклад, якщо у 1993 р. співвідношення фактичного курсу до ПКС в Угорщині склало 62%, то у 1996 р. — 63%, у Польщі, відповідно, 48% і 59%, у Румунії — 31% і 34%, у Словаччині — 37% і 47%, у Словенії — 69% і 78%, у Хорватії — 65% і 94%, у Чехії — 36% і 48%, у Латвії — 27% і 50%, у Литві — 19% і 47%, у Молдові — 14% і 28%, у Росії — 26% і 70%, в Україні — 19% і 39%, в Естонії — 29% і 64%⁴³⁵. При цьому, за період 1991-2001 рр. реальний ефективний валютний курс у Словаччині зріс в 1,2 рази, Угорщині — в 1,33 рази, Чехії — в 1,6 рази, Польщі — в 1,72 рази⁴³⁶.

Явище реальної ревальвації у трансформаційних економіках, що впливає з внутрішніх та глобалізаційних детермінант, є принципово важливим фактором макроекономічного вибору центральних банків. Це простежується і у політиці валютного курсу окремих країн, і у виборі щодо досягнення того чи іншого рівня інфляції. І те і друге, з одного боку, відображає суперечливий вплив інтеграції з глобальною економікою, визначаючи структурні параметри платіжного балансу, — реальне зростання валютного курсу знижує зовнішню та внутрішню конкурентоспроможність, але вона викликається значним припливом ПІІ, — враховуючи які (параметри), будується монетарна стратегія; з іншого боку, побудова стратегії впливає з внутрішніх, трансформаційних, особливостей розвитку макроекономічної ситуації. Можна стверджувати, що найбільш повно це проявилось в еволюції системи таргетування впродовж ринкового реформування економіки.

Стосовно такого функціонального елемента монетарної політики як процес вибору та встановлення її цілей (таргетування), то можна стверджувати: такий процес формується під впливом логіки еволюції зв'язку між глибиною ринкової трансформації і формуванням системних підойм функціонування центральних банків за прикладом розвинутих країн. Таке явище є наслідком того, що монетарна політика реформується і набуває рис та форм прояву, властивих розвиненим країнам, набагато швидше, ніж решта макроекономічних інструментів та економіка в цілому. Мож-

⁴³⁵ Попов В. Уроки валютного кризиса в России и других странах // Вопросы экономики. — 1999. — №6. — С. 109.

⁴³⁶ Natalucci F., Ravenna F. The Road to Adopting the Euro: Monetary Policy and Exchange Rate Regimes in the EU Candidate Countries // Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers. — 2002. — №741. — P. 38.

на виділити три етапи розвитку системи таргетування у трансформаційних економіках.

Перший етап пов'язується із безпосереднім здійсненням програм макроекономічної стабілізації, коли сама проміжна ціль монетарної політики стає, крім того, номінальним якорем стабілізації. Це автоматично підвищує статус таких параметрів — об'єктів таргетування (валютний курс чи грошова маса) в системі макроекономічної політики, оскільки інші рішення, зокрема, не тільки монетарні, мають ув'язуватись із проміжною ціллю — якорем стабілізації. В даному випадку характер вибору проміжної цілі при таргетуванні є дещо відмінним від аналогічних процесів у розвинутих економіках, оскільки, скоріше, вибір того чи іншого типу стабілізації (чи на основі валютного курсу, чи на основі грошової маси) визначає проміжну ціль. І, в цьому розумінні, її вибір, деякою мірою, не є самодостатнім.

Другий етап розвитку системи монетарного таргетування у трансформаційних економіках характеризується наступними тенденціями. На даному етапі змінюється роль величин, що таргетуються, в процесі макроекономічної політики. Вони продовжують залишатись номінальними якорями, але вже не заходів з макроекономічної стабілізації, а заходів центрального банку з проведення грошово-кредитної політики у прикінцевому етапі стабілізації та у постстабілізаційній фазі трансформації. Отже, вони стають елементами “технологічного каркасу” монетарної політики.

Щодо вибору проміжних цілей центральними банками у цей період (який, слід відмітити, для кожної країни триває індивідуальний проміжок часу і розпочинається на прикінцевій фазі стабілізації), то можна помітити ряд закономірностей.

Для країн, які продовжують здійснювати політику жорсткої фіксації валютного курсу навіть у постстабілізаційному періоді (Естонія, Болгарія, Боснія, Литва), основною величиною, на забезпечення рівня якої орієнтуються операційні рішення на грошовому ринку, продовжує залишатись валютний курс, тоді як інші величини — процентні ставки центрального банку, міжбанківського ринку, грошова база, грошова маса, чисті внутрішні активи тощо — виконують додаткову роль. Основним аргументом на користь збереження за валютним курсом ролі номінального якоря та проміжної цілі одночасно у постстабілізаційний період є те, що в умовах наростаючої функціональної відкритості малих економік фіксація валютного курсу дозволяє краще стабілізувати інфляційні очікування, а рішення органів грошової влади є транспарентними для учасників ринку. Однак, вразливість цієї системи до зовнішніх шоків та неспроможність компенсувати тліючу внутрішню інфляцію зміною паритету обмінного курсу актуалізує проблему зовнішньої нерівноваги. Значний дефіцит платіжного балансу у зазначеній групі країн та різке уповільнення темпів економічного росту в першу чергу в Прибалтійських країнах внаслідок російської кризи ще раз нагадали про проблему реальної ревальвації під час фіксації валютного курсу

у постабілізаційний період. Саме тому більшість трансформаційних економік обрали дещо інші стратегії таргетування.

Орієнтація на інші підходи у виборі стратегій таргетування автоматично актуалізує питання про те, яка грошова величина має розглядатись як проміжна ціль монетарної політики. Однак, специфікою системи вибору та встановлення проміжних цілей у постабілізаційному періоді є те, що грошова маса не виявилась єдиною проміжною ціллю чи контрольованою величиною. Найчастіше таргетування грошової маси здійснювалось із намаганням контролювати валютний курс (через різні механізми: повзуча прив'язка у Польщі та Угорщині, кероване плавання у Чехії та Словаччині, кероване плавання та валютний коридор в Росії та в Україні, фіксація валютного курсу до кошика валют в Латвії тощо). Незважаючи на деяку внутрішню суперечливість такої монетарної стратегії на макрорівні, вона проіснувала по декілька років у більшості країн з перехідною економікою.

Можна вважати, що основним аргументом на користь такого вибору є однотипний вплив на ціни змін у грошовій пропозиції та курсовій динаміці. Зокрема, збереження зв'язку між рухом грошових агрегатів та цінами відображає не просто наслідки гіперінфляційних процесів, а логіку зв'язку між грошовою масою та інфляцією в умовах нейтральності монетарної політики, яка в умовах ринкової трансформації додатково посилюється за рахунок факторів, що пов'язуються з нееластичною сукупною пропозицією та нерозвинутим конкурентним середовищем. Емпірично такий зв'язок для України доводять, наприклад, В. Шевчук⁴³⁷ та О.Петрик і Ю.Половньов⁴³⁸, Росії — Б.Гранвілл⁴³⁹, Польщі — П.Бофінгер, Г. Флассбек, Л.Хоффманн⁴⁴⁰. Якщо контроль за грошовими агрегатами дозволяє контролювати інфляційну ситуацію в загальному чи в цілому, то контроль за валютним курсом допомагає стабілізувати інфляційні очікування в умовах наростаючої функціональної відкритості економіки, виконуючи роль додаткового номінального якоря. Крім того, більш висока транспарентність цього показника слугує мірою довіри ринкових adeptів до політики центробанків, не зважаючи на анонсування контролю за грошовою масою, динаміка якої визначає основний інфляційний тренд незалежно від курсових шоків.

Подібний вибір системи встановлення проміжних цілей спеціалісти Чеського національного банку коментують так: “Використання монетарною політикою схеми, в якій комбінується таргетування валютного курсу та грошової маси, ймовірно було

⁴³⁷ Шевчук В. Вплив монетарної політики на промислове виробництво, інфляцію та реальний обмінний курс в Україні у 1994-2000 роках // Вісник НБУ. — 2001. — №1. — С. 12-15.

⁴³⁸ Петрик О., Половньов Ю. Прогнозування інфляції // Вісник НБУ. — 2000. — №12. — С. 7-9.

⁴³⁹ Гранвілл Б. Проблемы стабилизации денежного обращения в России // Вопросы экономики. — 1999. — №1. — С. 13-32.

⁴⁴⁰ Бофінгер П., Флассбек Г., Хоффманн Л. Экономика ортодоксальной монетарной стабилизации: пример России, Украины и Казахстана // Вопросы экономики. — 1995. — №12. — С. 30.

єдино можливим рішенням в умовах трансформації. Слід наголосити, що в умовах фундаментальних реформ (цінова та зовнішньоторгова лібералізація) це рішення було дуже ефективним. Фіксований валютний курс виконував роль ефективного стабілізуючого номінального якоря економіки. Цей якор в той самий час допомагав покращити довіру до центрального банку та монетарної політики. Тоді як таргетування грошової маси робить можливим прямо реагувати на специфіку економічного розвитку⁴⁴¹. Подібна думка висловлюється і Радою з монетарної політики Національного банку Польщі. Так, у розробленій нею “Середньостроковій стратегії монетарної політики на 1999-2003 роки” зауважується, що “до 1998 року Національний банк Польщі намагався проводити політику, яка би об’єднувала елементи двох стратегій — проміжною ціллю монетарної політики був приріст пропозиції злого, що поєднувалось з девальвацією польської валюти в рамках системи повзучої прив’язки. Така стратегія не дозволяла повною мірою реалізувати обидві грошові цілі, однак на початку, в умовах обмежених зв’язків економіки з світовим фінансовим ринком, що підвищує суверенітет монетарної політики, це уможливлювало контроль над інфляцією”⁴⁴².

Незважаючи на подібність зауважень, можна виявити, що ефективність системи встановлення двох контрольованих грошових величин, дещо відмінно тлумачиться, особливо в ракурсі впливу зовнішнього сектора на внутрішню цінову стабільність. Так, якщо чеські фахівці вважають цю систему ефективною, бо вона дозволяла стабілізувати очікування і підвищити довіру до центрального банку в умовах інтенсифікації зв’язків з світовою економікою, то польські економісти наголошують на тому, що її ефективність можлива лише за обмежених зв’язків з міжнародними ринками. Річ у тім, що абстрагуючись від потоків капіталу і приймаючи до уваги єдиний канал зв’язку національної економіки зі світовою — торгівлю, режим якої до того ж лібералізується, то система одночасного контролю грошової маси та валютного курсу дійсно може забезпечити істотне стримування інфляційних процесів. Однак відкриття національної економіки для руху міжнародного капіталу оголило теоретичну та практичну слабкість одночасної реалізації стратегії таргетування грошової маси та контролю за валютним курсом, що підтвердили події 1996-1998 рр., які характеризуються кризою ринку державного боргу у Чехії (1996 р.), Польщі (1997 р.), Україні, Росії та Казахстані (1998 р.).

За умов підвищення мобільності капіталу при посиленні інтеграції між внутрішнім фінансовим ринком трансформаційної економіки і світовим, чому сприяє приріст ПП, бюджетний дефіцит та пропозиція короткострокових боргових цінних паперів уряду під достатньо високі процентні ставки, з’являється конфлікт цілей

⁴⁴¹ Inflation Targeting in Czech Republic // www.cnd.cz.

⁴⁴² Sredniokresowa strategia polityki pienienznej na lata 1999-2003. Rada polityki pienienznej Narodowego Banku Polskiego // www.nbp.pl.

монетарної політики. Так, розширення грошової бази, через нагромадження, в даному випадку, зовнішніх активів, через грошовий мультиплікатор призводить до збільшення грошової маси. Зростання грошової пропозиції посилює інфляційні тенденції всередині країни, що потребуватиме рестрикційних рішень, зокрема, підвищення процентних ставок, що знову буде приваблювати капітал з-за кордону. У випадку відпливу капіталу ситуація набуде зворотного спрямування: відплив капіталу при контролі за рівнем валютного курсу спонукатиме до втрати резервів, що зменшить рівень покриття грошової бази валютними активами і спричинить невпевненість суб'єктів ринку щодо спроможності центрального банку підтримувати курс національної грошової одиниці. Це знову спонукатиме до рестрикційних рішень, наслідком яких знову буде підвищення процентних ставок та приплив короткострокового капіталу. Приклад України 1996-1998 рр. є яскравим підтвердженням цього. Впродовж 1996-1997 рр. спостерігалось більш швидке збільшення чистих міжнародних резервів, порівняно з чистими внутрішніми активами. Перші збільшились за указаний період з -270 млн. дол. США до -18 млн. (зростання у 1512,1% у гривневому еквіваленті; для прикладу валові резерви зросли з 1941 млн. дол. США до 2340 млн. дол. США (на 120,6%)), а другі — з 5380 млн. грн. до 7092 млн. грн. (на 131,8%) При цьому покриття грошової бази резервами зменшилось з 75% до 63%. Впродовж 1997-1998 рр. ситуація стала протилежною: чисті внутрішні активи зросли з 7092 млн. грн. до 14076 млн. (на 198,5%), чисті і валові резерви знизились, відповідно, до -1595 та 685 млн. дол. США, а покриття грошової бази впало до рекордно низького значення з 1995 р. — до 38%. Таку ситуацію можна пояснити тим, що НБУ не тільки підтримував курс в умовах втечі капіталу, але й стерилізував приріст внутрішніх активів, індукований придбанням облігацій внутрішньої державної позики в умовах, коли попит на них впав не тільки з боку нерезидентів, але й внутрішніх інвесторів⁴⁴³. Подібні кризи на прикладі Росії описані Б.Гранвіллом⁴⁴⁴, Польщі — А.Славінські⁴⁴⁵, Чехії — обґрунтуванні переходу до таргетування інфляції⁴⁴⁶.

Варто відзначити, що домінуючим фактором актуалізації появи негативних монетарних ефектів платіжного балансу є не стільки пряме іноземне інвестування, зважаючи на його довгостроковий характер і націленість на операції з реальним капіталом, скільки експансія внутрішнього державного боргу. Саме розширення потреби у фінансуванні бюджетного дефіциту призводить до пропозиції короткострокових боргових цінних паперів уряду, орієнтація портфельних рішень на які і запус-

⁴⁴³ Козюк В. Сучасні центральні банки: середовище функціонування та монетарні рішення. — Тернопіль: Астон, 2001. — С. 254-256.

⁴⁴⁴ Гранвилл Б. Проблемы стабилизации денежного обращения в России // Вопросы экономики. — 1999. — №1. — С. 13-32.

⁴⁴⁵ Slawinski A. The Development of the Forex Market in Poland and its Influence on the NBP Monetary Policy / Global Trends and Changes in East European Banking. — Poland, Krakow: Jag. Un-t., 1998. — P. 357— 364.

⁴⁴⁶ Inflation targeting in Czech Republic // www.cnd.cz.

кає в дію механізм спекулятивного переливу капіталу. При чому, привабливість саме таких ринків для портфельних інвестицій також пояснюється мінімальними валютними ризиками (зважаючи на те, що темп девальвації легко спрогнозувати в рамках дії механізму повзучої прив'язки, або коли інвестори отримують неявні гарантії від центрального банку у вигляді анонсованої політики підтримання курсового співвідношення на цільовому рівні). Зазначені монетарні ефекти будуть тим істотніші, чим більш ліберальним буде допуск нерезидентів до торгів інструментами внутрішнього боргу, щільніше інтегрований національний фінансовий сектор у світовий, коливання валютного курсу менш впливові на рівень доходності для нерезидентів, а бюджетний дефіцит значнішим. Поява турбулентності на валютних ринках вищеописаного характеру торкнулась практично більшості трансформаційних економік, відображаючи вплив на них процесів глобалізації.

Варто відзначити, що рівень бюджетного дефіциту та експансії внутрішнього боргу виявився фактором, що став тільки приводом для загострення протиріч у монетарній політиці, стратегією якої є контроль одразу за двома монетарними показниками — грошовою масою та валютним курсом. Можливість використовувати зазначену стратегію тільки у коротко- або в середньостроковому періоді також зумовлюється неспроможністю відреагувати на посилення міжнародної інтеграції. Тобто, саме мобільність капіталу, асоційована з глобалізацією, унеможливило здійснення політики таргетування одразу двох проміжних цілей.

Саме з мобільністю капіталів пов'язана ситуація, коли спостерігається тенденція поступового підвищення значення більш гнучких режимів валютних курсів, але достатньою передумовою для цього є прогрес у зниженні інфляції та розвитку внутрішнього споживчого ринку. Наприклад, Р.Коркер, К.Біюмон, Р. ван Елкан та Д.Якова наголошують, що впродовж ринкової трансформації еволюція валютно-курсівих режимів пов'язана з двома факторами: дезінфляція та мобільність капіталу⁴⁴⁷. При цьому, просування в напрямку відмови від обмежень на курсові коливання є неминучим наслідком взаємопов'язаності між глибиною реформування економіки і міжнародною інтеграцією.

Через це, такі країни як Польща, Чехія та Угорщина оголосили про перехід до системи прямого таргетування інфляції, а такі як Росія та Україна відмовились від фіксування валютного курсу у вигляді оголошення валютних коридорів, що за збереження обмежень на його коливання відобразилось на швидкому зростанні грошової маси та посиленні інфляції впродовж 1999-2004 рр. у першій, та 1999-2000 рр. й 2003-2004 рр. у другій. Зокрема, в Україні, починаючи з 2000 р., підтримання прив'язки гривні до долара США на тлі значного профіциту поточного рахунку пла-

⁴⁴⁷ Corker R., Beaumont C., van Elkan R., Jakova D. Exchange Rates Regimes in Selected Advanced Transition Economies — Coping with Transition, Capital Inflows, and EU Accession // IMF Policy Discussion Paper. — 2000. — PDP/00/3. — P. 5.

тіжного балансу виступило безпосереднім фактором динаміки валютних резервів, які стали головним джерелом зростання грошової пропозиції. Зазначений приклад України йде всупереч з досвідом валютно-курсового вибору її західних сусідів. Чехія, Угорщина, Польща, Румунія та Словаччина здійснили перехід до більш гнучких курсових режимів саме під впливом того, що стан платіжного балансу справляв істотний вплив на інфляціогенне зростання внутрішньої грошової пропозиції, тоді як НБУ продовжував політику прив'язки до долара, незалежно від того, як профіцит платіжного балансу справляв вплив на внутрішню монетарну експансію. Також слід відмітити, що якщо у країнах, що вже стали членами ЄС та перейшли до більш гнучких курсових режимів обмеження інфляціогенного впливу з боку платіжного балансу досягалось з допомогою розширення коливань валютного курсу, то в Україні — з допомогою внутрішніх монетарних інструментів (підвищення процентних ставок та норм обов'язкових резервів) і зі значним запізненням, коли інфляція у 2004 р. вийшла за межі 10%. З наведеного порівняння можна дійти до висновку, що чим більшою мірою країна просувається по шляху реформ, тим мінімізація інфляції має вищий макроекономічний пріоритет, порівняно з відносною номінальною стабільністю валютного курсу, достатньою передумовою для чого є запас конкурентоспроможності, який формується за рахунок зростання продуктивності факторів (зокрема, внаслідок трансформаційного підвищення ефективності економіки), а не за рахунок створення штучних стимулів для експортерів з допомогою підтримання курсової стабільності.

Отже, істотні зміни у системі встановлення проміжних цілей можна назвати початком третього етапу розвитку монетарного таргетування у трансформаційних економіках. Так, у Міжнародному економічному звіті Польщі за 1999-2000 роки так описується перехід до політики забезпечення стабільності цін: «Враховуючи нестабільний попит на гроші, така система впливатиме на інфляцію більш ефективно. Це обмежить флуктуації процентних ставок та валютного курсу. Центральний банк буде чітко показувати напрямки розвитку монетарної політики бізнесу, що обмежить невпевненість та коливання на фінансових ринках»⁴⁴⁸. Разом з тим, Рада з монетарної політики польського центрального банку більш конкретно описує умови, за яких ефективність таргетування грошової маси знижується. Зокрема акцент робиться на наступних факторах, що позначились на послабленні зв'язку між рухом грошових агрегатів та інфляцією, а саме: розвиток фінансових ринків та його інструментів призвів до зміни ступеня монетизації економіки; звичайне застосування механізму валютного курсу не дає гарантій контролю за грошовою пропозицією, в зв'язку з неможливістю спрогнозувати вплив закордонного складника збільшення грошової бази на грошову пропозицію; висока плинність у банківському секторі та низька

⁴⁴⁸ Poland. International Economic Report 1999/2000 / Warsaw School of Economics. — Warsaw, 2000. — P. 56

еластичність його реакцій на зміни у структурі балансу Національного банку Польщі спотворюють дію трансмісійного механізму⁴⁴⁹. Що стосується обґрунтування вибору таргетування інфляції Національним банком Чехії, то основна увага акцентується на втраті валютним курсом якості номінального якоря, нереальності повернення до будь-яких систем з обмеженим плаванням курсу крони та “неспроможність таргетування грошових агрегатів забезпечити функціональний критерій для орієнтації монетарної політики”⁴⁵⁰.

Можна констатувати, що наростаюча фінансова і торгівельна відкритість перехідних країн робить вплив на зовнішнє джерело (валютні резерви) формування грошової бази достатньо волатильним та погано прогнозованим. Це створює ситуацію, коли стрибкоподібна динаміка грошової бази через мультиплікатор робить грошову пропозицію в економіці ще більш нестабільною. Причому, це однаково важливо як для випадків з домінуванням контролю за грошовою масою (флуктуації грошової бази будуть передаватись грошовій масі, через що інфляція також стане не прогнозованою та мінливою), так і для випадків з домінуванням стратегії згладжування процентних ставок чи їх встановлення відповідно до очікуваної інфляції (в даному випадку, нестабільність грошової бази не дозволить ефективно впливати на поточну кон’юнктуру грошового ринку, особливо в умовах, коли стерилізаційні інструменти нерозвинуті). В сукупності, наростаюча відкритість створює екзогенні передумови для переходу до таргетування інфляції, як з операційних міркувань (проблема контролю за грошовою базою), так і з макроекономічних — необхідність розширення діапазону коливань валютних курсів. З іншого боку, послаблення інфляційної інерції та зв’язків між грошовою масою та інфляцією в умовах, коли швидкий розвиток економіки, вихід зі смуги високої інфляції, глибокі структурні зміни, роблять функцію попиту на гроші не стабільною, створюють внутрішні передумови для переходу до таргетування інфляції. Однак, наростаюча відкритість створює ситуацію, коли вища втягнутість у світогосподарські процеси і детермінує нестабільність внутрішнього грошового попиту, оскільки сукупна пропозиція дедалі більше визначається не внутрішнім сукупним попитом, а глобальним. Відповідно, і екзогенні і внутрішні передумови для запровадження таргетування інфляції у перехідних економіках перебувають у стані, коли їх взаємозумовленість визначається прогресуючою інтеграцією з глобальними ринками.

Зазначимо, що ще однією ознакою глобалізаційного впливу на еволюцію монетарної політики у перехідних країнах є процес конвергенції. Чим більшою мірою такі країни інтегруються у сучасний глобальний простір, тим більшою мірою стають затребуваними ті імплементаційні форми активності центральних банків, які проде-

⁴⁴⁹ Sredniokresowa strategia polityki pieniennej na lata 1999-2003. Rada polityki pieniennej Narodowego Banku Polskiego // www.nbp.pl.

⁴⁵⁰ Inflation Targeting in Czech Republic // www.cnd.cz.

монстрували свою ефективність. Так, попри те, що перехід до таргетування інфляції став загальною закономірністю еволюції центральних банків в світі, зокрема під впливом неокласичних теорій та розчарування у монетаризмі, не можна не констатувати, що саме відкритість економіки та мобільність капіталів унеможливорює реалізацію тих режимів таргетування, які спираються на домінуюче значення проміжної цілі. Останнє зумовлюється структурними змінами в середовищі зв'язків між макроекономічними змінними, внаслідок чого зростає невизначеність щодо трансмісійного механізму.

Перехід до таргетування інфляції в окремих трансформаційних економіках також слід розглядати під кутом зору процесів євроінтеграції. Чим більшою мірою східноєвропейські країни зближуються з економікою ЄС, тим актуальнішими стають монетарні фактори євроінтеграції для центральних банків трансформаційних країн. Це означає, що для останніх з'являється новий виклик, а з макроекономічної точки зору додатковий обмежувач на маневр: до проблеми мінімізації інфляції на тлі зовнішньої нерівноваги додаються ще потреби виконувати критерії євроконвергенції, або, принаймні, орієнтуватись на них. Особлива важливість забезпечення подальшого зниження інфляції у постсоціалістичних країнах, на думку П.Мейссона, випливає з того, що чим більшою мірою зближуватиметься їх економіка з ЄС, тим більшою мірою слід очікувати припливу ПШ і пов'язаного з ним позитивного шоку продуктивності. Якщо прийняти до уваги неможливість збереження орієнтації на підтримання валютних курсів з обмеженим діапазоном коливань, то перехід до таргетування інфляції виступатиме одним з найбільш ймовірних варіантів монетарної відповіді на процеси зближення з ЄС⁴⁵¹. Так, К. Тіманн, функціонер Європейського центрального банку, зауважує: "... у червні 1993 року ЄС вирішив, що тільки ті країни, які мають намір приєднатися до Економічного та Валютного Союзу будуть прийняті в ЄС у першу чергу. Це означає, що здатність врешті-решт впровадити євро, є частиною першочергових вимог для приєднання до ЄС"⁴⁵². Посилення ролі монетарного фактора спочатку при визначенні швидкості вступу до ЄС, а згодом до запровадження євро, актуалізує вже сьогодні потребу у синхронізації режиму монетарної політики з монетарною політикою ЄЦБ. Таргетування інфляції як функціональний елемент реалізації політики стабільності цін, відповідно, стає засобом такої синхронізації. Це особливо актуально в світлі того, що постсоціалістичні економіки напередодні вступу до ЄС здебільшого виконували фіскальні критерії конвергенції і не виконували монетарні. Таким чином, більш щільна увага до проблеми інфляції в системі розвитку процесів таргетування стає дедалі актуальні-

⁴⁵¹ Masson P. Monetary and Exchange Rate Policy of Transition Economies of Central and Eastern Europe after the Launch of EMU // IMF Policy Discussion Paper. — 1999. — PDP/99/4. — P.16-22.

⁴⁵² Тіманн К. Розширення ЄС і його значення для України: погляд з Європейського центрального банку / Хоффманн Л., Мьоллерс Ф. Україна на шляху до Європи. — К.: Фенікс, 2001. — С. 251-262.

шою, що і зумовлює подальші зміни у монетарній політиці трансформаційних країн. Оскільки такий режим передбачає відмову від обмеження курсових коливань, то це узгоджується з тим, що процеси підвищення мобільності капіталів є несумісними з практикою мінімізації флуктуацій валютного курсу. Зокрема, перехід до інфляційного таргетування є одним з елементів адоптації стандартів ЄЦБ при проведенні монетарної політики.

Вибір прямого інфляційного таргетування в системі встановлення цілей монетарної політики є найкоротшим шляхом для синхронізації режимів грошово-кредитної політики у постсоціалістичних країнах і у Європейському валютному союзі. З одного боку, таргетування інфляції з його орієнтацією на цінову стабільність (з відповідним позитивним впливом на довгострокові процентні ставки) створює передумови для того, щоб розглядати його як інструментальний елемент формування макроекономічних передумов для євроінтеграції. В даному випадку, такий режим грошово-кредитної політики створить найбільш прямий зв'язок між національною макрополітикою та політикою щодо досягнення монетарних критеріїв євроконвергенції. З іншого боку, таргетування інфляції і пов'язані з ним інституціональні зміни в організації центральних банків (перш за все підвищення рівня їх незалежності та поступовий перехід до моністичних мандатів на забезпечення цінової стабільності) створюють передумови для формування інституціональної симетрії між євролендом та кандидатами на приєднання, внаслідок чого створюватиметься системне середовище для запобігання інтеграційному шоку в процесі фактичного приєднання до Європейського валютного союзу, більш детальний аналіз чого здійснюється у наступному параграфі.

5.2. Необхідність вступу до ЄВС трансформаційних економік в світлі глобалізації

Проблеми формування валютних союзів відображають складне переплетіння глобалізаційних факторів стимулювання монетарної уніфікації та дію відцентрових сил у сфері розробки практичних засад її забезпечення з огляду на дискусії з приводу відповідності того чи іншого інтеграційного об'єднання критеріям оптимальності валютної зони. Накладання на таке переплетіння політичних проблем, пов'язаних з інтеграційними процесами у монетарній сфері, ускладнює динаміку формування валютних союзів, незважаючи на їх потенційну ефективність у протистоянні викликам глобалізації.

В світлі цього постсоціалістичні країни Європи є певним виключенням з правил, щоправда з поправкою на те, як швидкість політичних та економічних реформ розділила такі країни на практично два табори: перший, до складу якого входять нові члени ЄС та країни-кандидати на вступ до ЄС, і де, відповідно, реформування політичної системи на демократичних засадах та економічної — на засадах ринку виявилось більш успішним, оскільки з самого початку було більш наполегливим та си-

стемним; другий, до складу якого входять країни колишнього СРСР (за виключенням країн Прибалтики, які входять до першого табору), які або визнають свою належність до російського геоекономічного та геополітичного центру (наприклад, Білорусь), або внаслідок суперечливих та непослідовних реформ не увійшли до першого табору, зокрема, не змогли переорієнтувати свою економіку у західному напрямку, зберігаючи істотні зв'язки з Росією (Україна, Вірменія, Грузія). Втім, незважаючи на таку кардинальну відмінність ситуації у країнах, належних до указаних умовних таборів, спільність логіки розвитку трансформаційних процесів та спільність базових принципів впливу глобалізації на окрему економіку дозволяє аналізувати процес розширення зони євро за рахунок країн Центрально-Східної Європи як такий, що є загальною закономірністю розвитку даних країн в умовах глобалізації з поправкою на фактичне та анонсоване в майбутньому членство таких країн у ЄС та поточну ситуацію в Україні, яка проголосила пріоритетним курс на євроінтеграцію.

Так, основна відмінність розгортання процесів валютної уніфікації на постсоціалістичних теренах Європи від подібних процесів у решті світу полягає в тому, що запровадження євро розглядається як логічне продовження вступу до ЄС. Російська дослідниця процесів євроінтеграції О.Буторіна зазначає, що "... перехід на єдину валюту завершить процес політичної та економічної консолідації країн Центральної та Східної Європи з Європейським союзом"⁴⁵³. При цьому, тривалість процесу вступу у зону євро для нових членів ЄС буде коротшою, ніж сам процес розвитку Європейського валютного союзу чи процеси формування валютних союзів у найбільш розвинутих регіонах третього світу.

Абстрагуючись від економічних аспектів такої закономірності, можна стверджувати, що саме політична воля до якомога швидшого запровадження євро на своїй території є базовим фундаментом форсування процесів вступу постсоціалістичних країн Європи до Європейського валютного союзу та відповідної трансформації їх макроекономічної політики та її інституціонального каркасу, що, в підсумку, і уможливорює створення об'єктивного економічного підґрунтя для відповідного політичного вибору. П.Кенен та Е.Мід зауважують: "Членство у ЄВС не є автоматичним, зокрема, за рахунок того, що вступаючі країни мають відповідати критеріям, визначеним у Маастрихтській угоді. Хоча такі критерії є суворими, і деякі країни їх досі не виконують, більшість з них визначили, що вони хочуть вступити до ЄВС якнайшвидше"⁴⁵⁴. Дана сентенція якраз ілюструє те, що політична воля щодо консолідації з європейським геоекономічним та геополітичним центром є превалюючою в процесах монетарної уніфікації в регіоні.

⁴⁵³ Буторіна О.В. Новые члены ЕС и их перспективы в зоне евро // Деньги и кредит. — 2004. — №5. — С. 50.

⁴⁵⁴ Kenen P., Meade E. EU Accession and the Euro: Close Together or Far Apart? // Institute for International Economics Policy Briefs. — 2003. — №PB03-9. — P. 1.

Втім, попри логічність політичного вибору щодо того, що вступ у ЄС та запровадження євро є важелями забезпечення цілісності та монолітності Європи як цивілізаційного феномену, форсування інтеграції з ЄВС не може не спиратись на економічне підґрунтя. У дослідженні Національного банку Польщі (НБП) констатується: “Членство Польщі в ЄС створює сприятливі передумови для участі у наступному етапі економічної інтеграції — членстві у зоні євро. Хоча формальне рішення про заміну злого на єдину Європейську валюту вже прийнято, Польща буде самостійно обирати дату входження у валютний союз”⁴⁵⁵. З цього випливає, що вибір щодо запровадження євро етимологічно пов’язаний з системним інтеграційним вибором і є своєрідним технічним аспектом виходу на новий щабель економічної інтеграції. В даному контексті те, що такий принциповий крок як запровадження єдиної європейської валюти і відповідно трансформація макроекономічної політики та її інституціонального каркасу розглядаються в світлі просування на якісно новий рівень інтеграції, відображає прояв більш фундаментальної закономірності, а саме — реакцію малої відкритої економіки на процеси глобалізації у вигляді інтеграції з великою більш закритою економікою, що дозволить приєднатися до економічної структури, яка відповідає критеріям глобальної стійкості (див. параграф 3.2.).

Можна констатувати, що процес інтеграції постсоціалістичних країн із зоною євро відбувається на основі дещо відмінного ґносеологічного підґрунтя.

По-перше, факторам відповідності оптимальній валютній зоні не надається значення наріжного каменя в обґрунтуванні характеру та швидкості процесу зближення з євро зоною. Наприклад, згадана Буторіна відзначає, що постсоціалістичні країни “в більшості випадків надають меншого значення реальній економічній конвергенції, порівняно з ЄС-15, і розуміють її набагато вужче. ... мається на увазі висока ступінь відкритості економік, позитивна економічна динаміка, застосування відповідних нормативних актів ЄС і виконання усіх чи частини маастрихтських критеріїв”⁴⁵⁶. Зокрема, незважаючи на агресивну переорієнтацію зовнішньоекономічної діяльності постсоціалістичних країн у бік ЄС, спостерігається помірний рівень кореляції між динамікою ВВП у країнах Центрально-Східної Європи та у зоні євро. При цьому, має місце достатньо широкий діапазон коливань такої кореляції в розрізі країн. Як демонструють дослідження Р.Саппела за 1998-2002 рр., найвищу кореляцію бізнес-циклів із зоною євро має Угорщина (0,73) та Словенія (0,52), а Литва, Чехія та Словаччина мають взагалі цей коефіцієнт від’ємним (відповідно, -0,16, -0,16 та -0,10); при цьому для Польщі цей коефіцієнт дорівнює 0,38, а для Великої Брита-

⁴⁵⁵ A Report on the Cost and Benefits of Poland’s Adoption the Euro / Ed. By J. Borowski. — Warsaw: National Bank of Poland, 2004. — P. 87.

⁴⁵⁶ Буторіна О.В. Новые члены ЕС и их перспективы в зоне евро // Деньги и кредит. — 2004. — №5. — С. 52.

нії 0,45⁴⁵⁷. Виходячи з цього, можна стверджувати, що недостатній рівень реальної конвергенції дійсно не є фундаментальною рестрикцією процесу форсування запровадження євро у постсоціалістичних країнах. Цей феномен достатньо рельєфно відображає відмінності між автохтонним процесом створення зони євро і її розширення на Схід. З одного боку, таке явище можна пояснити тим, що політична мета забезпечення повної самоідентифікації з Європою дійсно є набагато більш потужним фактором мотивації запровадження євро у нових та майбутніх членах ЄС, порівняно з самими “старими” членами ЄС, для яких остаточна відмова від суверенітету у сфері монетарної політики не пов’язувалась з намаганнями підкреслити свою ідентифікацією з Європою. За рахунок цього демонстрація “належності” до єдиної Європи за рахунок запровадження спільної валюти кореспондує з нижчими жертвами (суб’єктивним сприйняттям суверенітету) у постсоціалістичних країн, порівняно з їх Західними сусідами.

З іншого боку, якісна відмінність економік старих членів ЄС і постсоціалістичних країн особливо рельєфно простежується в світлі глобалізації. Природно, що зріла ринкова економіка з належними розвинутими демократичними інституціями, здоровою макроекономічною ситуацією, потужною банківською системою, ємним внутрішнім ринком та масштабним фінансовим сектором буде менш вразливою до глобальних потрясінь та флуктуацій, ніж трансформаційна економіка, яка пройшла через досвід гіперінфляції, затяжного економічного спаду, і переживає поступовий розвиток фінансово-банківського сектору, відносну макроекономічну сталість, глибокі внутрішні структурні зрушення та становлення демократичних інституцій тощо. За рахунок цього, фактори глобалізації актуалізують вищу значимість валютної інтеграції для постсоціалістичних країн і, відповідно, інші засади, аніж традиційні теоретичні принципи формування валютних союзів, які базуються на концепті оптимальних валютних зон, стають домінуючими при обґрунтуванні вибору на користь монетарної уніфікації. Саме за рахунок цього більш низьке значення проблематики реальної конвергенції для постсоціалістичних країн в процесі євроінтеграції виглядає більш природним, порівняно з ЄС-15, тим більше, що: а) не існує уявлень про фінальний рівень реальної конвергенції; б) досягнення дуже щільної реальної конвергенції може взагалі не відбутись, що, власне, впливає з досвіду функціонування самого ЄВС. Внаслідок цього, теоретичні принципи оптимальної валютної зони при аналізі процесів запровадження євро у трансформаційних економіках не можуть вважатись превалюючими.

По-друге, специфіка ринкової трансформації накладає ряд об’єктивних обмежень на можливість використання теорії оптимальних валютних зон в контексті

⁴⁵⁷ Suppel R. Comparing Economic Dynamics in the EU and CEE Accession Countries // ECB Working Paper. — 2003. — №267. — P. 15., P. 17.

процесів формування валютних союзів на постсоціалістичних теренах у чистому вигляді. З одного боку, це обумовлено тим, що постсоціалістичні країни ніколи не становили такої зони. Більше того, це навіть стосується рублевої зони, процес розвалу якої продемонстрував, що перехід на власні валюти є втіленням індивідуального вибору щодо макроекономічних засад ринкових реформ та впливу макроекономічних рамок умов на їх розгортання. Тобто, в даному розумінні можна стверджувати, що валютна сепаратизація і подальший розвал рублевої зони є проявом більш значних вигод від автономної монетарної політики, які пов'язані з різношвидкісним та диференційованим за характером процесом ринкових реформ. Додатково вибір на користь монетарної автономії також впливає з того, що в умовах економіки дефіциту та поступового процесу відходу від неї намагання захистити внутрішній ринок створювали природні бар'єри для актуалізації критеріїв оптимальності. З іншого боку, ринкова трансформація створює передумови для того, що ті економічні форми, які в теорії є критеріями оптимальності валютної зони, перебувають тільки у стані свого становлення (наприклад, ринки праці перебувають у стані свого формування, фінансова інтеграція ускладнюється через наявність тих чи інших обмежень на рух капіталу, а самі фінансові ринки, хоч і розвиваються достатньо швидко і швидко інтегруються, все таки не забезпечують достатній рівень глибини та масштабу для абсорбування асиметричних шоків тощо) та кристалізації (наприклад, визначення суспільно оптимального рівня інфляції та прийнятного рівня бюджетних дефіцитів і боргового тягаря в розрізі країн тощо). За рахунок цього, обґрунтування процесів валютної уніфікації на основі того розуміння реальної конвергенції та критеріїв оптимальності, яке було характерно для теперішніх учасників зони євро під час її створення, в умовах постсоціалістичних країн дійсно зводиться до найбільш вузького розуміння і селективного добору самих критеріїв оптимальності, серед яких найбільше значення здобуває рівень торгівельної відкритості як передумова подальшої синхронізації ділових циклів на тлі випереджаючих темпів економічного зростання в країнах Центрально-Східної Європи.

По-третє, виходячи з досвіду формування ЄВС, коли Єврокомісією основний акцент в обґрунтуванні монетарної уніфікації було зроблено на вигодах для торгівлі та стимулах для розвитку єдиного ринку товарів та капіталів, саме на вигодах такого плану наголошують центральні банки більшості країн нових членів ЄС. Наприклад, в оцінці Банку Естонії вигод від запровадження євро робиться наголос на наступних аспектах: принцип низької інфляції та стабільного економічного зростання буде поширено на Естонію; приєднання до ЄВС створить передумови для подальшої інтеграції економіки країни з економікою інших учасників; вдасться досягти суттєвого зниження витрат при торгівельних та інвестиційних операціях, що стимулюватиме

економічне зростання та підвищуватиме ефективність розміщення ресурсів⁴⁵⁸. Подібну думку висловлює і Банк Литви: запровадження євро усуне валютний ризик між національною валютою і євро; відбудеться інтеграція литовського і європейського фінансових ринків; знизяться трансакційні витрати; підвищиться прозорість ціноутворення, а цінова конкуренція полегшуватиметься, що повинно прискорити економічне зростання⁴⁵⁹. Наголос на тому, що інтеграція із зоною євро привнесе додаткові стимули для економічного зростання за рахунок зниження трансакційних витрат і стимулювання інвестицій, робиться і центральним банком Словаччини⁴⁶⁰. У стратегії інтеграції із зоною євро Чеського національного банку зазначається, що, окрім поглиблення інтеграції з ЄС, елімінування валютного ризику на фінансових ринках та трансакційних витрат при здійсненні зовнішньоекономічних операцій, принципово важливим є те, що сама структура макроекономічної політики у ЄВС базується на принципах, які позитивно позначаються на внутрішній економічній політиці. Контроль за бюджетними дефіцитами та зниження процентних ставок на тлі орієнтації монетарної політики на забезпечення стабільності цін повинно створити рамкові умови для довгострокового сталого економічного зростання. При цьому, необхідність дотримання жорстких конвергенційних критеріїв та просування по шляху адаптації до умов жорсткої макрополітики та конкуренції повинні перетворитися на фактор внутрішніх структурних реформ. Саме за рахунок цього, в сукупності, створюватимуться рамкові передумови для реалізації політики наздогону розвинутих європейських країн⁴⁶¹.

Наголос на тому, що саме із запровадженням євро пов'язаний процес подальшого поглиблення структурних реформ, робить відомий польський реформатор Л.Бальцерович. Він стверджує, що, затримка із переходом на євро найімовірніше позначатиметься на уповільненні економічного зростання. Для цього існує, принаймні, дві передумови. Перша — без структурних реформ, які покликані зробити трансформаційну економіку сучасною гнучкою інноваційною системою, не можливий подальший прогрес у сфері зростання, особливо з огляду на поступове вирівнювання рівнів оплати праці в постсоціалістичних країнах, зокрема у Польщі, і у старих членах ЄВС. Друга — в умовах нестабільного зовнішнього оточення трансформаційних економік реалізація макроекономічної політики, яка зорієнтована на маастрихтські критерії, може послабити інтенції для росту ВВП. Зокрема, це впливає з того, що здійснення політики стабільності цін потребує підтримання відносно завищених процентних ставок, понад усе в період, який пов'язаний з початком реалізації такої політики. А завищенні ставки та намагання мінімізувати курсові коливання, що,

⁴⁵⁸ Eesti Pank's Position on Participating in the Economic and Monetary Union (EMU) // www.bankofestonia.info.

⁴⁵⁹ On the Prospects of Introducing the Euro in Lithuania // www.lb.lt.

⁴⁶⁰ Specification of the Strategy for Adopting the Euro in the Slovak Republic // www.nbs.sk.

⁴⁶¹ The Czech Republic and the Euro — Draft Accession Strategy. — Czech National Bank, 2002. — P. 3.

знову таки, базується на маніпулюванні процентними ставками, відіграватиме менш сприятливу роль для забезпечення стабільного росту, ніж безпосередній перехід на євро. Якщо сюди додати, що ідея запровадження євро є політично популярною і такою, з якою пов'язується просування структурних реформ, то альтернативна поведінка уряду та центрального банку може означати, що макрополітика проводиться в напрямку, який суперечить очікуванням економічних агентів з відповідними негативними наслідками⁴⁶².

При цьому, підхід Банку Словенії суттєво відрізняється. На відміну від акцентування уваги на зниженні трансакційних витрат і стимулах для інвестицій та торгівлі, словенські економісти в основу запровадження євро покладають принцип оптимальності валютної зони. Розуміння останньої є, однак, як з хрестоматійного, так і нестандартним. Щодо першого, то констатується, що існує низька ймовірність асиметричних шоків між Словенією і зоною євро, словенська економіка демонструє можливість самостійного абсорбування шоків в разі їх виникнення, що досягається за рахунок достатньо високого рівня мобільності виробничих факторів (у першу чергу праці). Щодо другого, то наголошується — те, що Словенія є малою відкритою економікою, повинно допомогти процесу інтеграції саме за рахунок того, що ця країна вже є об'єктом впливу гравітаційного ефекту з боку ЄВС⁴⁶³.

Більш складне бачення вигод від євроінтеграції демонструють фахівці НБП. Таке бачення спирається на проведення аналізу втрат і вигод від вступу до ЄВС. Щодо втрат, то вони хрестоматійно пов'язуються з втратою автономії монетарної політики в умовах, коли: певною мірою зберігається (хоча знижується мірою інтеграції Польщі з глобальними фінансовими ринками) ефективність механізму коректування валютних курсів; ринки праці ще не достатньо гнучкі; фіскальна політика не може повністю перебрати на себе роль важеля пристосування економіки до нових рівноважних умов; зберігається ризик асиметричних шоків та уповільнення зростання ВВП у короткостроковому періоді при досягненні конвергенційного рівня інфляції⁴⁶⁴. Щодо вигод, то вони поділяються на дві групи: прямий ефект від запровадження євро (елімінування трансакційних витрат та валютно-курсних ризиків, зниження процентних ставок) та довгострокові вигоди (вплив запровадження євро на стимулювання інвестицій, створення сприятливих передумов для експансії зовнішньої торгівлі, зниження макроекономічного ризику країни, інтеграція фінансових ринків, підвищення конкуренції)⁴⁶⁵.

⁴⁶² Balcerowicz L. Progress in Emerging Europe. National Bank of Poland. 2003. // www.nbp.pl.

⁴⁶³ Programme for ERM II Entry and Adoption of the Euro. Joint Programme of the Slovenian Government and the Bank of Slovenia. — Ljubljana: Banka Slovenije, 2003. — P. 8-18.

⁴⁶⁴ A Report on the Cost and Benefits of Poland's Adoption the Euro / Ed. By J. Borowski. — Warsaw: National Bank of Poland, 2004. — P. 15-41.

⁴⁶⁵ Ibid. — P. 42-73.

З аналізу даного дослідження, здійсненого НБП, видно, що переваги від запровадження євро є не тільки значними самі по собі, але й суттєво перевищують втрати від підпорядкування монетарній політиці ЄЦБ. При цьому, те що вигоди перевищують витрати, напряму пов'язано з двома закономірностями. По-перше, створення сприятливих стимулів для торгівлі на тлі того, що ЄС є головним торговельним партнером Польщі, формує передумови для подальшого зближення циклів і підвищення рівня відповідності Польщі та ЄВС критеріям оптимальної валютної зони. По-друге, орієнтація на теорію оптимальних валютних зон є недоречна, оскільки вона перебільшує значення втрати автономної монетарної політики. На прикладі Польщі, як наголошують фахівці НБП, це випливає з того, що в умовах високого рівня відкритості економіки плаваючі курси не можуть ефективно виконати роль стабілізатора, що випливає з проблеми високої мобільності капіталів. Якщо прийняти до уваги, що плаваючі курси можуть суттєво і на тривалий термін відхилитись від фундаментально рівноважних значень, то це створює підґрунтя для тих чи інших економічних потрясінь внаслідок шокового або кризового пристосування до нових рівноважних умов. Отже, саме виходячи з того, що за високої волатильності потоків капіталу, плаваючі курси не запобігають поступовому зниженню ефективності процентної політики центрального банку, спрямованої на згладжування коливань ВВП, втрати монетарної автономії у відкритій економіці, перш за все, плаваючих валютних курсів, “є переоцінені у теорії монетарної інтеграції”⁴⁶⁶.

Як видно з проведеного аналізу гносеологічних засад обґрунтування центральними банками згаданих постсоціалістичних країн процесів інтеграції із зоною євро, основна увага приділяється сформульованому ще Єврокомісією баченню переваг від запровадження єдиної валюти, а саме — вигоди для торгівлі, інвестицій на основі підвищення цінової прозорості і конкуренції та забезпечення стабільної макроекономічної політики. Проблематика оптимальних валютних зон в більшості своїй не дискутується, а на рівні розробки відповідних стратегій по запровадженню євро є основним критерієм необхідності монетарної уніфікації тільки у випадку Словенії, тоді як у Польщі, власне як і у свій час у Звіті Емерсона (тільки з інших причин), прямо вказується на неможливість взяття за основу обґрунтування входження до ЄВС даної теорії. При цьому, слід відзначити, що глобалізаційні детермінанти входження у валютний союз практично не розглядаються. Пряме посилення на те, що, зокрема, з факторами глобалізації також пов'язані вигоди від монетарної інтеграції, міститься тільки в документах центральних банків Чехії та Польщі. Перший розглядає дану проблему в контексті того, що глобалізація породжує курсову нестабільність, викликану волатильними потоками капіталу. “Остаточне фіксування курсу всередині ЄВС підвищить стабільність фінансового сектора та знизить ризик моне-

⁴⁶⁶ Ibid. — P. 87.

тарної турбулентності. Жорсткі коливання валютного курсу породжують значні труднощі для малої відкритої економіки в оточенні лібералізованих потоків капіталу”⁴⁶⁷. НБП ж робить наголос на тому, що входження у зону євро мінімізує макроекономічний ризик країни, який випливає з діалектики зв’язку між валютними кризами та потоками капіталу. “Участь Польщі у зоні євро також ... усуває ризик валютних криз. Разом із посиленням довіри до макроекономічної політики, елімінування загрози валютного ризику буде внеском у забезпечення суттєвого зниження макроекономічного ризику у Польщі. Макроекономічна стабільність заохочуватиме приплив капіталу та модернізацію польської економіки. У той же час, вслід за запровадженням євро, низькі внутрішні заощадження у Польщі більше не будуть перепорою для стійкої акселерації економічного зростання, а експансія інвестицій буде мати місце за рахунок усунення ризику колапсу валюти в умовах раптових зсувів у напрямках потоків капіталу”⁴⁶⁸.

Попри те, що усі постсоціалістичні країни — нові члени ЄС — в рамках реалізації програми підготовки до вступу у Євросоюз скасували повністю або більшість валютних обмежень, як видно з проведеного аналізу, тільки у Польщі та Чехії наголошують на проблемі волатильних потоків капіталу. З одного боку, це пов’язано з тим, що ці дві економіки є найбільшими серед постсоціалістичних країн Центральної Європи, з чого випливають відмінності у засадах монетарної політики. Наприклад, в країнах Прибалтики здійснюється політика фіксованого курсу, у Словенії зберігається системи таргетування грошової маси та кероване плавання валютного курсу, тоді як Польща та Чехія перейшли до таргетування інфляції та плаваючих валютних курсів. Як наслідок, значення мобільності капіталу для останніх з міркувань ефективності реалізації монетарної політики на основі відсутності конфліктів між її цілями є найбільш суттєвим. З іншого боку, з огляду на тривалий час реакції центральних банків на коливання курсів їх валют (попри оголошене плавання) ринками усвідомлюється потенційна дилема вибору між пріоритетністю внутрішньої та зовнішньої рівноваги, що загострюється внаслідок більш масштабних потоків капіталу саме до цих країн. В Угорщині, наприклад, перехід до таргетування інфляції та збереження системи повзучої прив’язки форинта позначився на виникненні значної нестабільності на фінансових ринках у 2003 р., інспірованої валютними спекуляціями внаслідок актуальності саме такої дилеми вибору.

Попри те, що проведений аналіз розробок фахівців відповідних центральних банків відображає достатньо широкий спектр аргументів на користь необхідності переходу на євро, слід наголосити, що недостатній рівень уваги, який приділяється

⁴⁶⁷ The Czech Republic and the Euro — Draft Accession Strategy. — Czech National Bank, 2002. — P. 3.

⁴⁶⁸ A Report on the Cost and Benefits of Poland’s Adoption the Euro / Ed. By J. Borowski. — Warsaw: National Bank of Poland, 2004. — P. 88.

глобалізаційним детермінантам такої необхідності, вимагає їх більш системного висвітлення та дослідження.

Розглядаючи глобалізаційні детермінанти інтеграції постсоціалістичних країн із зоною євро, слід зазначити, що їх можна умовно поділити наступним чином. По-перше, це ті, які відображають переваги від вступу до ЄВС у чистому вигляді, і ідентифікація яких, в загальному, спиратиметься на розроблені (див. параграф 3.2.) теоретичні засади формування валютних союзів в умовах глобалізації з поправкою на специфіку трансформаційних економік. По-друге, — ті, які впливають з проблеми дотримання макроекономічних критеріїв євроконвергенції. Якщо у випадку заснування самого ЄВС глобалізаційною детермінантою запровадження спільної валюти виступав факт неможливості підтримувати вузькі діапазони курсових коливань в умовах наростаючої мобільності капіталів, то у випадку постсоціалістичних країн дотримання критеріїв конвергенції, необхідне для приєднання до зони євро, само по собі виступає в ролі фактора, що спонукає до монетарної уніфікації. Зокрема, це впливає з того, що критерії конвергенції розглядаються не тільки при аналізі відповідності трансформаційних економік вимогам при вступі до ЄВС, але й при вступі до ЄС. Внаслідок цього проблема високої мобільності капіталів суттєво ускладнює слідування політиці, обмеженій такими критеріями, оскільки в часі це є більш тривалий процес, ніж просто приєднання до ЄВС, тим більше, що вступ до ЄС передбачає скасування валютних обмежень на рух капіталів. Відмінністю у випадку ЄС є те, що дотримання таких критеріїв хоч і не вимагається у чисто формальному плані, але є засобом визначення того, чи макроекономічна політика слідує їм, оскільки вони відображають засадні принципи макроекономічного регулювання у самому Євросоюзі.

Таке рішення було ухвалено на Копенгагенському самміті Єврокомісії у липні 1993 р., що було підтверджено Договором про створення Європейського союзу, який вступив в силу у листопаді 1993 р.; згодом ратифікація домовленостей про обов'язковість дотримання критеріїв конвергенції при вступі до ЄС та ЄВС відбулась на Мадридському (1995 р.) та Люксембурзькому (1997 р.) самміті. Відповідно, такими конвергенційними критеріями є макроекономічні, які поділяються на монетарні (цінова стабільність — інфляція не повинна перевищувати 1,5% середньої інфляції у трьох країнах з її найнижчим рівнем; довгострокові процентні ставки — не вище, ніж 2% від середньої в 3 країнах з найнижчою інфляцією; стабільність валютних курсів як мінімум впродовж двох років — участь в системі ERM II, яка передбачає допустимий діапазон коливань валютних курсів в межах +/- 15%) та фіскальні (бюджетний дефіцит — до 3% ВВП; державний борг — до 60% ВВП), і інституціональні — найважливіший з них — незалежність національного центрального банку, що є важливою передумовою участі у Європейській системі центральних банків.

Втім, провести чітке розмежування того, як і перші і другі детермінанти необхідності інтеграції із зоною євро в умовах глобалізації актуалізуються у чистому вигляді складно, оскільки їх дія частково збігається в часі. Це пов'язано з тим методологічним постулатом, що чим більшою мірою просувається постсоціалістична країна Європи по шляху реформ, тим більшою мірою для неї стають актуальними виклики глобалізації; а чим глибшими є реформи, тим ймовірніше країна стає членом ЄС, якщо прийняти до уваги, що це є її стратегічною метою. Внаслідок цього глобалізаційні фактори впливу на трансформаційну економіку починають діяти тим інтенсивніше, чим ближче країна наближається до ЄС та, зрештою, ЄВС. З огляду на те, що структура монетарних критеріїв євроконвергенції передбачає конфлікт цілей (цінова стабільність – обмежені коливання валютного курсу) політики центрального банку, є все ж таки доцільним розмежувати аналіз даних факторів.

Щодо безпосередніх факторів глобалізації, які відображають необхідність вступу у зону євро, можна виділити наступне.

Перше. Вступ до ЄВС країн Центрально-Східної Європи дозволить не просто завершити формальний процес інтеграції, а приєднатися до глобально стійкої економічної структури (визначення та теоретичний аналіз якої див. у параграфі 3.2.). А) Це усуватиме розрив між зовнішньоторговельними, фінансовими та монетарними аспектами залежності від гравітаційної сили єврозони. Тобто, монетарна уніфікація на основі євро дозволить остаточно забезпечити цілісність економічного поля постсоціалістичних економік із ЄВС на основі спільності грошового обігу та монетарної політики і її інституціональних засад. Це формалізує належність таких країн до широкої оптимальної валютної зони євро. Б) Приєднання до такої глобально стійкої економічної структури забезпечить формування передумов для якісної трансформації економічного зростання на основі посилення його ендогенних витоків. Попри те, що експортна орієнтація нових членів ЄС та ЄВС найімовірніше збережеться, з огляду на домінуючі зв'язки із зоною євро, це означатиме своєрідний імпорт ендогенного зростання в рамках спільного економічного та монетарного простору, що, природно, послаблюватиме макроекономічну вразливість країн з високим рівнем відкритості. В) Оскільки така вразливість багато в чому має валютно-курсовий та монетарний характер, то її усунення полегшить адаптацію до процесів на рівні глобальної фінансової архітектури. Зокрема, коливання курсів долар-євро вже не буде мати такого негативного значення для економічних агентів, оскільки вони нейтралізуюватимуться розширенням можливостей у сфері фінансових операцій та загальним зниженням ризику бізнес-активності, понад усе того, який пов'язаний із зовнішнім фінансуванням.

Друге. Довгострокова тенденція зовнішньої нерівноваги, у якій перебуває більшість перехідних економік, створює додаткові передумови для їх вразливості що-

до глобальних процесів. Так, проблема дефіциту заощаджень та забезпечення економічного зростання природно зазнає зсуву у бік проблеми взаємозв'язку між дефіцитом поточного рахунку та відкритістю рухові капіталів. Зокрема, в умовах глобалізації зміна розуміння допустимого ступеня нерівноважності платіжного балансу відбувається в напрямку визначення того, як зовнішній дефіцит може бути профінансовий за рахунок переливу приватних капіталів. Втім, саме це і підвищує вразливість перехідних суспільств.

Швидкі темпи економічного зростання, з одного боку, впливають з логіки розгортання внутрішньо трансформаційних процесів і демонструють як подолання трансформаційного спаду, так і подальший розвиток економіки. З іншого боку, більш швидкі темпи зростання ВВП у таких країнах, порівняно з розвинутими країнами, відображають динаміку процесів наздогону розвитку. У випадку європейської інтеграції такий наздогін має і іншу природу, оскільки, також, передбачає і конвергенцію рівня доходів і вищий рівень симетрії економічних структур. Для забезпечення сталого економічного зростання необхідне інноваційно-інвестиційне підґрунтя, що йде в розріз з об'єктивною закономірністю браку національних заощаджень. Зауважимо, що брак національних заощаджень у постсоціалістичних країн впливає з ряду причин: а) гіперінфляційне знецінення багатьох грошових та фінансових активів; б) доларизація, яка знижує рівень фінансового мультиплікатора утримання від споживання; в) тіньовий відплив капіталів закордон в умовах недостатнього розвитку національних фінансових ринків; г) більш низький рівень доходів, порівняно з розвинутими країнами, що створює передумови для переливу заощаджень у абсолютних величинах; д) поступова трансформація факторної забезпеченості постсоціалістичних країн, яка відображає, що в міру підвищення рівня оплати праці значення випереджаючого підвищення продуктивності праці зростає, що вимагає акселерації інвестицій у нові техніку та технології; тобто утворюється розрив між випереджаючим зростанням потреби в нових інвестиціях для збереження конкурентних позицій і наявним рівнем заощаджень, які впливають з поточної продуктивності праці та рівня доходів. Як наслідок, зовнішній платіжний дефіцит стає важливим джерелом припливу ресурсів для забезпечення стійкої позитивної динаміки ВВП.

В процесі скасування валютних обмежень роль припливу приватних капіталів для компенсації браку національних заощаджень зростає, а те, що глобалізація створює додаткові переваги щодо їх залучення, означає — розширюються можливості підтримувати значніші платіжні дефіцити і, відповідно, забезпечувати прискорене економічне зростання. Втім, це ставить постсоціалістичні країни у високу залежність від волатильності міжнародних потоків капіталу. При цьому, збереження національних валют знаменує собою збереження суверенного та валютного ризику в структурі процентних ставок і по державних і по приватних запозиченнях. Внаслі-

док цього, наявність ризику, пов'язаного з національними валютами, витісняє частину інвестицій, які могли би бути спрямовані на підтримання високих темпів економічного розвитку. Відповідно, запровадження євро усуває валютний ризик і дозволяє підтримувати більш значну зовнішню нерівновагу з міркувань стимулювання економічної динаміки без ризику відпливу капіталів, девальвації і валютно-фінансових потрясінь. Окрім цього, перехід на євро дозволить мінімізувати ризик коливань курсів між провідними валютами, які приводять у рух міжнародні потоки капіталів, що особливо актуально в світлі значних дисбалансів поточного рахунку. Слід також відмітити, що зовнішня нерівновага окремих учасників зони євро буде відображати внутрішню структурну трансформацію відповідно до внутрішніх алокаційних процесів, які вже не будуть обмежуватись флуктуаціями на рівні міжнародної фінансової архітектури.

Третє. З вищесказаного випливає принципова важливість експансії фінансового сектора для забезпечення потоків капіталу і відповідного фінансування платіжних дефіцитів і економічного зростання. Приєднання до зони євро означатиме інтеграцію окремих фінансових ринків постсоціалістичних країн із потужним фінансовим ринком Європи. Попри те, що ринок перших знаходиться під впливом двох факторів: внутрішньо трансформаційних та глобальних (внаслідок наростаючої фінансової відкритості та скасування обмежень на рух капіталів), а другий — під впливом консолідації, поглиблення та диференціації, викликаних адаптацією фінансового посередництва до єдиної валюти, утворення єдиного ринку у євро є беззаперечним фактором розширення економічних можливостей постсоціалістичних країн.

А) Для країн, які зазнали досвіду певної економічної і фінансової автаркії, гіперінфляції, трансформаційного спаду приєднання до зони євро вирішує фундаментальну проблему включення у глобальний фінансовий простір як повноцінних партнерів. Наприклад, О.Буторіна зазначає, що “для країн, чії грошові одиниці десятиріччями не були конвертованими, а потім пережили періоди сильнішої інфляції, перехід на євро дозволяє мати стійку, надійну і визнану у світі національну валюту”⁴⁶⁹. Відповідно, запровадження євро виступить в ролі глобального позиціонування і бачення постсоціалістичними країнами свого місця у глобальній фінансовій архітектурі. Як наслідок, це не тільки розширить можливості щодо інтеграції з Європейським ринком, а й посилить позиції таких країн на глобальній арені взагалі, створюючи додаткові стимули для припливу капіталів з інших регіонів світу, оскільки в такому випадку рівень ризиковості операцій в євро буде природно нижчим, ніж у національній валюті, яка не мала передумов і, в принципі, перспектив забезпечити котирування національних фінансових інструментів на глобальному ринку.

⁴⁶⁹ Буторіна О.В. Новые члены ЕС и их перспективы в зоне евро // Деньги и кредит. — 2004. — №5. — С. 50.

Б) Інтеграція з фінансовим простором, об'єднаним функціонуванням євро зони, розширює можливості для підвищення мікроекономічної ефективності національної сфери фінансового посередництва, внаслідок чого створюватимуться додаткові можливості для фінансування інвестицій у реальному секторі. Так, обсяг кредитів відносно ВВП в зоні євро складає 137%, в Литві — 18%, Польщі — 35%, Чехії — 44%, Угорщині — 54%; капіталізація фондового ринку, відповідно, 50%, і 18%, 14%, 20%, 12%; банківські депозити — 82% і 21%, 35%, 65%, 40%; банківські активи — 260% і 30%, 50%, 90%, 60%; кредити приватному сектору — 107% і 13%, 28%, 33%, 35%⁴⁷⁰. Така відмінність в масштабах фінансового сектору зазнаватиме поступового згладжування в процесі фінансової інтеграції, інспірованої монетарною уніфікацією. Як наслідок, створяться можливості для більш ефективної алокації ресурсів в рамках самої євро зони, в її нових членах та запуститься в дію механізм ендогенності валютної зони.

В) Нові імпульси розвитку фінансового посередництва дозволять пом'якшувати проблему асиметричності шоків. Саме з фінансовою інтеграцією пов'язана ситуація, коли наслідком асинхронного руху ділових циклів вже не є такий рівень макроекономічної дивергенції країн-учасниць, який би ставав викликом ефективності єдиної монетарної політики.

Г) Запровадження євро створює додаткові можливості для розв'язання проблеми зовнішніх запозичень. Оскільки позикова активність у постсоціалістичних країнах матиме місце і у державному, і у приватному секторі, а масштаби обтяжливості зовнішніми зобов'язаннями по багатьох показниках межують з мінімально допустимими, то усунення валютної складової ризику погіршення боргової позиції таких країн є очевидним. При цьому, усувається аналізована проблема “первісного гріху”, згідно якої строкова і валютна структура запозичень не збігаються внаслідок низького ступеня розвитку внутрішнього фінансового ринку. Запозичення всередині країни і за її межами відбуватимуться у євро, що і розв'язуватиме проблему валютної субституції пасивів для центральних банків тощо.

Четверте. Із запровадженням євро усувається цілий комплекс внутрішніх суперечностей у сфері монетарної політики, які, мірою інтеграції постсоціалістичних країн з глобальною економікою, стають дедалі більш відчутними. Тут можна виділити наступні аспекти.

Аспект значимості валютного курсу при проведенні монетарної політики. Як видно з табл. 2.4 (параграф 2.2.) та досліджень М.Могентрі та М.Клау, параметр реакції на валютний курс у функції реакції центральних банків Угорщини, Чехії та Польщі є суттєвим (особливо в Угорщині та Польщі), попри домінуючу орієнтацію монетарної політики на внутрішню рівновагу, що впливає з параметру реакції на

⁴⁷⁰ Буторина О.В. Новые члены ЕС и их перспективы в зоне евро // Деньги и кредит. — 2004. — №5. — С. 56.

інфляцію та ВВП-розрив⁴⁷¹. Те, що у Чехії та Польщі така реакція є менш вираженою, ніж в Угорщині, зокрема, випливає з того, що вони раніше перейшли на плаваючий курс, тоді як Угорщина зберігає режим повзучої прив'язки, що при системі таргетування інфляції і волатильних потоках капіталу є суперечливими макроекономічними цілями. Система монетарних цілей Банку Словенії також передбачає реакцію на валютний курс, в світлі того, що, окрім таргетування грошової маси як проміжної цілі, мала місце дія правила запобігання реальній переоцінці валютного курсу. У країнах Прибалтики та Болгарії через механізм валютної ради та політику фіксації курсу реакція на останній є внутрішньо необхідною для забезпечення надійного функціонування усієї системи. При цьому, усі указані країни в рамках процесу інституціональної конвергенції перейшли на політику стабільності цін. Втім, логіка реакції на валютний курс при проведенні монетарної політики є природною, з огляду на високий рівень відкритості трансформаційних економік, для яких коливання цього параметру справляє істотний вплив на сукупні попит та пропозицію, а також на динаміку відносних цін, відповідно і на інфляційну ситуації загалом, і, зрештою, на конкурентоспроможність. Як зазначають, фахівці чеського центробанку, “у малій відкритій економіці відносно стабільний валютний курс є вітальним для забезпечення цінової стабільності”⁴⁷². Тобто, реакція на валютний курс попри режим плавання є природним продовженням системи таргетування інфляції, і чим більш стабільним він буде, тим більш ефективно буде забезпечуватися проведення політики цінової стабільності, необхідність чого диктується як логікою розвитку ринку, так і процесами євроінтеграції. Як наслідок, в умовах високої мобільності капіталу, що послугувала фактором переходу до таргетування інфляції і розширення діапазону курсових коливань в країнах, що відійшли від політики фіксації, основна дилема монетарної політики зберігається: реакція на валютний курс є важливою для підтримання цінової стабільності, але постійна реакція на нього призводить до підвищення волатильності внутрішньої грошової пропозиції, що послаблює можливість забезпечувати цінову стабільність. Так само, розширення внутрішнього ринку робить більш суттєвим значення реакції монетарної політики на відхилення фактичного ВВП від потенційного, що, знову таки, може йти всупереч з розвитком ситуації довкола курсу за умов, що цінова стабільність повинна бути дотримана.

Випадок України демонструє збереження загальної дилеми конфлікту між грошовими та валютно-курсними цілями НБУ. З одного боку, одночасне таргетування грошової маси та валютного курсу (валютний коридор) відобразило внутрішню суперечливість монетарної політики за підвищення волатильності капіталів,

⁴⁷¹ Mohantray M., Klau M. Monetary Policy Rules in Emerging Markets Economies: Issues and Evidence // BIS Working Papers. — 2003. — №149. — P. 11.

⁴⁷² ERM II and the Exchange-rate Convergence Criterion. Information Material for Czech Government. — Czech National Bank. — 2003. — July 15. — P. 6.

пов'язаної з нестабільністю внутрішнього боргового ринку у 1997-1999 рр. З іншого боку, модифікація монетарної політики з 2000 р. в цілому не розв'язала даної суперечності, а, навпаки, продемонструвала її відтворюваність. Так, попри оголошення плаваючого курсу та збереження таргетування грошової бази та маси, про що свідчить структура показників, які оприлюднюються в Основних засадах монетарної політики НБУ на відповідний рік, НБУ орієнтується на підтримання стабільності реального ефективного курсу. Як наслідок, аналіз відхилення планових показників від фактичних по грошових показниках (грошова база, грошова маса) та валютному курсу та інфляції, дозволяє констатувати, що номінальний курс є вищим пріоритетом, ніж забезпечення цільових приростів указаних грошових показників. Наприклад, у 2001 р. цільове зростання грошової бази становило 118-119%, а фактичне — 137%, грошової маси, відповідно, 123-124% і 142%, валютного курсу 5,44 і 5,37 грн. за долар США, індексу споживчих цін 112,3% та 106,1%; у 2002 р., відповідно, 111-113% та 134%, 118-120% та 142%, 5,38 і 5,33 грн., 109,8% та 99,4%; у 2003 р. — 117-120% та 130%, 122-127% та 147%, 5,48 і 5,32 грн., 106-107% та 108,2%; у 2004 р. — 126-132% та 135%, 132-139% та 130%, 5,38-5,42 і 5,31, 105,8-106,3% і 112%⁴⁷³.

Втім, ефективною такою пріоритетністю можна було би назвати тільки для 2001-2002 рр. В подальшому, така пріоритетність почала демонструвати негативні інфляційні наслідки значного профіциту поточного рахунку на тлі підтримання сталого реального курсу з таким незначним діапазоном номінальної ревальвації. Тим більше, що у 2003-2004 рр. перевищення фактичної інфляції планової мало місце за рахунок номінальної ревальвації гривні, тоді як у 2001-2002 рр. вищий фактичний курс гривні, порівняно з планом, кореспондував з нижчою фактичною інфляцією, порівняно з плановою.

Отже, формальна орієнтація на дві проміжні цілі монетарної політики в Україні не забезпечила покращення інфляційної ситуації, так як це мало місце у багатьох інших трансформаційних економіках. При чому, це якраз обумовлено пріоритетністю валютного курсу в структурі монетарних цілей НБУ за указаний період, що відображає внутрішню вразливість вітчизняної економіки до негативних монетарних ефектів платіжного балансу, які консервуються мірою подальшого прогресування торговельної відкритості без належного розвитку внутрішнього ринку. Це суттєво відрізняє вітчизняний випадок від еволюції системи таргетування у нових членах ЄС, де не здійснюється політика фіксації курсу: значення саме внутрішньої інфляційної цілі стає більш пріоритетним порівняно з валютним курсом; ємний внутрішній ринок вимагає більш активної реакції на відхилення фактичного ВВП від потенційного, внаслідок чого відбувається відхід від системи обмежених курсових коли-

⁴⁷³ Адамик Б. Вибір цільової спрямованості монетарної політики в Україні // Світ фінансів. — 2004. — Вип. 1. — С. 80.

вань. Окрім цього, встановлення такої структури монетарних цілей НБУ має місце на тлі практичного зведення до мінімуму спекулятивних операцій та обмеження короткострокових потоків капіталу, що радикально відрізняє Україну від нових членів ЄС, які на момент вступу до Євросоюзу практично завершили лібералізацію операцій з капіталом. Звідси можна зробити висновок, що чим більш прогресуючою буде інтеграція України з міжнародними фінансовими ринками та чим більш вагомим буде дестабілізуючий внесок поточного рахунку платіжного балансу у розвиток інфляційних процесів на тлі розвитку внутрішнього ринку, тим більшою мірою це спонукатиме до посилення пріоритетності цінової стабільності у політиці НБУ, відповідно до досвіду провідних постсоціалістичних країн Європи.

Отже, щодо даного аспекту можна підсумувати: класична дилема малої відкритої економіки — підтримання цінової стабільності вимагає реакції на валютний курс, а його сталість важко забезпечити з огляду на мобільність капіталів — може бути розв'язана за рахунок монетарної інтеграції. Втім, характерною особливістю трансформаційних економік є те, що валютно-курсові дестабілізації другої половини 1990-х рр.: а) у випадку більш просунутих в плані ринкового реформування країн мали місце при суттєвих темпах економічного зростання, але в умовах підвищення вразливості до зовнішніх шоків з огляду на загальну невизначеність щодо того, як темп реформ забезпечуватиме передумови для позитивної динаміки ВВП та того, як наростаюча мобільність капіталів може розхитати систему таргетування грошових та валютно-курсових параметрів; б) у випадку пострадянських країн мали місце на тлі низького рівноважного рівня макроекономічної системи, внаслідок чого кризові потрясіння проявились у більш загостреній формі і позначились на погіршенні динаміки ВВП навіть за порівняно незначного рівня інтеграції з міжнародними фінансовими ринками. В обох випадках, така вразливість до зовнішніх шоків також впливає і з того, що досвід позиціонування на міжнародних ринках таких країн є незначний, що робить поведінку глобальних інвесторів щодо фінансових інструментів країн з недавнім досвідом високої інфляції, трансформаційного спаду чи триваючого спаду та загальною більш високою емірджетністю економічних процесів (викликаною логікою ринкової трансформації) більш алярмістською. Як наслідок, чим більш на низькому рівноважному рівні перебуває економіка, тим навіть незначні зовнішні шоки зазнають підсилення з боку глобалізації, внаслідок чого кризова ситуація поглиблюється тою мірою, якою ринкова трансформація не створила передумови для гнучкішої адаптивної реакції процесу пристосування до нових рівноважних умов.

Аспект посилення залежності стабільності фінансово-банківського сектору від зовнішніх процесів. Даний аспект на пряму відображає проблеми для монетарної політики, які впливають з того, що як і у більшості країн з ринками, що виникають,

глобалізація створює передумови для доларизації (євроізації) пасивів. Дана тенденція у випадку постсоціалістичних країн додатково обтяжується проблемою успадкованої значної недовіри до національних валют; внаслідок досвіду високої інфляції має місце тенденція і до валютного заміщення активів.

Так, К.Рейнхарт, К.Рогофф та М.Савастано відзначають, що рівень доларизації у постсоціалістичних країн один з найвищих серед усіх країн з ринками, що виникають. При цьому, для Хорватії, Чехії, Естонії, Угорщини, Латвії, Литви, Польщі, Румунії та Словаччини властива високий рівень як доларизації пасивів, так і активів; зокрема, у них в іноземну валюту деноміновано більше 10% широких грошей, внутрішнього державного боргу, а зовнішній приватний не гарантований борг перевищує 10% усього боргу. Такі країни як Україна, Росія, Словенія та Болгарія презентують іншу групу: значна доларизація активів та пасивів, але більш низька залежність від зовнішніх приватних запозичень, порівняно з першою групою. Для порівняння, Азійські країни, які пережили валютну і банківську кризу у 1997 р. мали рівень приватного негарантованого боргу у іноземній валюті менше, ніж 10% усього боргу⁴⁷⁴. Окрім цього, як видно з табл. Д.4. додатку Д, для трансформаційних країн зберігається тенденція залучення значного обсягу ресурсів по приватних каналах через інвестиційні та боргові операції. З огляду на це, монетарна політика стикається з проблемою того, що значні коливання валютного курсу можуть негативно позначитися на стані фінансового сектора з подальшою негативною екстраполяцією на процеси внутрішнього фінансування інвестицій та підтримання споживання. Також, в умовах значного дефіциту платіжного балансу, недостатньої глибини фінансових ринків та доларизованих пасивів підвищується вразливість економік до зовнішніх шоків та фінансової інфекції, викликані імперфекціями глобальних ринків капіталу.

Слід також прийняти до уваги, що, відповідно до теоретичних моделей таких імперфекцій, згідно яких волатильність глобального ринку підвищується мірою зростання кількості інструментів, що обертаються на ньому, подальша інтеграція постсоціалістичних економік з міжнародними фінансовими ринками створює принципове ендогенне джерело підвищення хаотичності фінансових потоків. Це впливає з того, що в процесі ринкової трансформації та входження у глобальний фінансовий простір, кількість фінансових інструментів, походженням з таких країн, зростає. Внаслідок цього запускається в дію механізм підвищення волатильності ринку, з огляду на зростання можливостей у сфері диверсифікації. При цьому, потоки капіталу, індуковані цим, створюють ефект підвищення кореляції в коливанні валютних резервів країн Центрально-Східної Європи. Як показують Фідрмак та Шардах на прикладі Чехії, Польщі, Угорщина та Словенії, навіть попри недостатній рівень ін-

⁴⁷⁴ Reinhart C., Rogoff K., Savastano M. Addicted to Dollars // NBER Working Paper. — 2003. — №10015. — P. 57-59.

трарегоінальної фінансової інтеграції, спостерігається достатньо високий рівень зв'язку між динамікою валютних резервів указаних країн у відповідь на коливання валютних курсів та потоки капіталу⁴⁷⁵. Таке явище може мати місце з огляду на те, що макроекономічна ситуація в даних країнах для учасників глобального ринку сприймається як семантично однорідна, внаслідок чого за відмінної реальної ситуації монетарна політика стає додатково вразлива до зовнішніх шоків, а негативна передача імпульсів з боку коливання валютних резервів на волатильність внутрішньої грошової пропозиції може детермінуватись характером сприйняття інвесторами подій у сусідній країні.

Указана тенденція також вписується у загальну проблему регіоналізації валютних криз. Втім, якщо в більшості своїй в основу таких криз покладено трансмісійний механізм торгівлі, то домінування зони євро в структурі зовнішньоторговельних відносин країн Центрально-Східної Європи створює передумови для того, що потенційне значення фінансових потоків для розвитку криз за кластерним характером зростає. Зокрема, це відображає достатню відмінність в протіканні криз у 1996-1997 рр. у Польщі, Чехії, Угорщині, порівняно з алгоритмом її передачі з Росії до України у 1998 р., оскільки в останньому випадку рівень торговельних зв'язків є щільніший, а гравітаційна прив'язка до зони євро нижча.

Окрім цього, проблема доларизації пасивів у випадку постсоціалістичних країн має ще одну принципову рису. Оскільки тенденція до реальної ревальвації є структурно обумовленим феноменом, що впливає з ефекту Баласи-Самуельсона та альтернативних пояснень цього Графе, Халперном та Виплошем, то тенденція до валютного заміщення пасивів також стає структурно детермінованим явищем, приймаючи до уваги раціональну поведінку економічних агентів, наростаючу фінансову відкритість та політику стабільності цін. Так, при здійсненні політики цінової стабільності приплив зовнішніх інвестицій і позитивний шок продуктивності у секторі, що виробляє товари, які є предметами міжнародної торгівлі, створюють передумови для прогнозованості того, що номінальна ревальвація буде відображати рівноважний тренд. Це природно підвищить ефективність зовнішніх запозичень для збільшення пасивів, які стають джерелом фінансування внутрішніх інвестицій та споживання. При цьому, мірою розвитку фінансових ринків та міжнародної фінансової інтеграції, номінальна ревальвація може перетворитись у своєрідний акселератор внутрішніх інвестицій зокрема та сукупного попиту взагалі. Якщо прийняти до уваги, що при цьому потоки капіталу є волатильними, а поточні рахунки розбалансовані (що також впливає з акселерації внутрішнього попиту за рахунок номінальної ревальвації), то вразливість країни різко підвищується, а можливий маневр центрального банку у

⁴⁷⁵ Fidrmuc J., Schardax F. Increasing Integration of Applicant Countries into International Financial Markets: Implications for Monetary and Financial Stability // Currency Areas and the Use of Foreign Currencies. — BIS Paper. — 2003. — №17. — P. 96.

вигляді девальвації для компенсації втрат у конкурентоспроможності внаслідок того чи іншого екзогенного шоку обмежується.

Звідси випливає, що монетарна уніфікація у постсоціалістичних країнах Європи на основі євро створює суттєві передумови для запобігання валютним кризам, пов'язаним з проблемою доларизації пасивів, імперфекціями глобальних ринків та феноменом їх регіоналізації.

П'яте. Інтеграція із зоною євро забезпечує необоротне посилення інституціонального каркасу макроекономічної і перш за все монетарної політики. Так, внаслідок того, що процес ринкової трансформації співпав у часі з формуванням магістральної тенденції зростання автономії центральних банків у світі, то, відповідно, постсоціалістичні країни Європи мають достатньо незалежні монетарні органи, які за відповідним рівнем багато в чому перевершують той, який мав місце в країнах Західної Європи до імплементації Маастрихтської угоди.

Втім, євроінтеграція створює додаткові стимули для підвищення інституціональної стійкості та стабільності макроекономічної політики. Це випливає з необхідності забезпечення високого рівня незалежності центрального банку та контролю за бюджетним дефіцитом та державним боргом. Відповідно, можна припустити, що без фактору євроінтеграції навряд чи мала би місце своєрідна друга хвиля посилення інституціонального статусу центральних банків у Центрально-Східній Європі, яка на пряму впливає з необхідності додержання критеріїв конвергенції. Більше того, на ЄЦБ покладена місія здійснювати нагляд та моніторинг відповідності та сумісності національного законодавства про центральні банки євростандартам. Зокрема, найбільш принциповим, на думку ЄЦБ, є делегування національним центробанкам мандату на забезпечення цінової стабільності, та реалізація таких інституціональних змін ще до вступу в ЄС (а не ЄВС, що принципово з логіки побудови стратегії вступу до Євросоюзу, — В.К.), а також відповідність законодавства критеріям незалежності, розробленим Європейським монетарним інститутом, і які стосуються функціональної незалежності (мандат та інструменти), інституціональної (взаємозв'язки з гілками влади), персональної (захист керівництва від тиску) та фінансової (формування резервів та відшкодування збитків⁴⁷⁶).

Так, необхідність забезпечення монетарної автономії в процесі євроінтеграції розглядається і з формальної точки зору, і з технічної. Формальний аспект цього явища впливає з рішень Єврокомісії, які базуються на Маастрихтській угоді, і сприймається він у такому ж самому контексті як невід'ємний елемент додержання критеріїв євроконвергенції. Логіка цього спирається на формування гомогенного інституціонального поля реалізації макроекономічної, зокрема монетарної, політики у ЄС. Технічний аспект впливає з особливостей активності Європейської системи

⁴⁷⁶ ECB Convergence Report. 2004. — Frankfurt-on-Maine: ECB, 2004. — P. 25.

центрального банку, в рамках якої кожен центральний банк країни-учасниці повинен мати високий рівень незалежності для реалізації своїх функціональних завдань по забезпеченню цінової стабільності, надійності роботи системи платежів та рефінансування у зоні євро. Проте, у контексті глобалізації найбільш важливим є те, що побудова інституціонального каркасу монетарної політики у постсоціалістичних країнах і жорстке дотримання відповідних формальних приписів створює фундаментальне джерело для підвищення довіри до країни з боку міжнародних інвесторів та нівелювання тих кризогенних факторів, які впливають з негативного бачення учасниками глобальних фінансових ринків зв'язку між проблемами у сфері додержання монетарної автономії і потенційною макроекономічною нестабільністю. Відповідно, запровадження євро у країнах Центрально-Східної Європи кореспондує з інституціональним зрізом затребуваності монетарних союзів в умовах глобалізації.

Стосовно ж глобалізаційних детермінант запровадження євро, які впливають з проблеми додержання критеріїв євроконвергенції, то слід зробити ряд попередніх зауваг.

По-перше, попри необхідність вступу до системи ЕРМ II і перебування у ній як мінімум 2 роки до переходу на євро, на сьогодні Єврокомісія оголосила, що оцінка сумісності країни із можливістю запровадження єдиної європейської валюти також буде спиратися на те, чи відповідає коливання валютних курсів критеріям ЕРМ I. При цьому, відхилення від ЕРМ I у бік девальвації сприйматиметься як небажане явище, що потенційно розглядатиметься як недостатній рівень макроекономічної сумісності із ЄС, а відхилення у бік ревальвації будуть аналізуватися у кожному випадку окремо, тобто враховуватимуться специфічні особливості цього явища, прецеденти чого вже мали місце щодо Ірландії та Греції⁴⁷⁷. Якщо ЕРМ II передбачає діапазон коливань 15%, то ЕРМ I — 2,5%, що суттєво змінює спектр можливостей центрального банку трансформаційних економік по додержанню такого “нормального” (згідно еволюції Європейської валютної системи) діапазону коливань валютних курсів. Наприклад, Національний банк Чехії прямо зазначає, що додержання діапазону коливань валютних курсів у +/- 2,5% не буде позбавленим проблем⁴⁷⁸.

По-друге, як зазначають Кенен та Мід, структура монетарних критеріїв конвергенції (інфляція, процентні ставки) передбачає, що нові члени ЄВС повинні відповідати умовам, які впливають з ситуації у трьох країнах з найкращими результатами по даних індикаторах, а не з загальної ситуації у зоні євро. Як наслідок, рівень інфляції та процентних ставок по євро загалом може бути суттєво вищим, порівняно

⁴⁷⁷ ERM II and the Exchange-rate Convergence Criterion. Information Material for Czech Government. — Czech National Bank. — 2003. — July 15. — P. 3-4.; Kenen P., Meade E. EU Accession and the Euro: Close Together or Far Apart? // Institute for International Economics Policy Briefs. — 2003. — №PB03-9. — P. 3-4.

⁴⁷⁸ ERM II and the Exchange-rate Convergence Criterion. Information Material for Czech Government. — Czech National Bank. — 2003. — July 15. — P. 5.

з тим, які впливають з формальних приписів Маастрихтської угоди⁴⁷⁹. З одного боку, така ситуація не відображає відмінності між процесом конвергенції, який мав місце при створенні ЄВС і підготовці до створення зони євро, та процесом вступу до неї нових членів. Зокрема, у випадку останніх термін “конвергенція” навіть буде недостатньо коректний, оскільки: а) конвергенція, як зближення ознак, передбачає доцентровий процес з різних сторін (тобто відбувається зближення динаміки макроіндикаторів в усіх учасників ЄВС); б) нові члени ЄВС виконують поставлені вимоги щодо відповідності дотримання даних критеріїв, що не можна вважати доцентровим процесом, як це мало місце у Західній Європі у 1993-1999 рр. З іншого боку, постсоціалістичні країни стикаються у такий спосіб з необхідністю здійснювати ще більш жорстку монетарну політику, що, однак, не гарантує можливість додержання критеріїв по інфляції і процентних ставках.

Разом з тим, незважаючи на це, глобалізаційні детермінанти необхідності переходу на євро впливають зі специфічного у випадку країн Центрально-Східної Європи поєднання внутрішньо суперечливих завдань, які стоять перед монетарною політикою внаслідок реалізації курсу на євроінтеграцію, і того, що ефекти глобалізації, пов’язані з мобільністю капіталів та припливом ПІ, створюють передумови для ескалації таких суперечностей. Тобто, в даному випадку, основна проблема для забезпечення центральними банками виконання конвергенційних критеріїв щодо інфляції, процентних ставок і коливань валютного курсу впливає з двох джерел: мобільності капіталу та ефекту Баласси-Самуельсона.

Так, по-перше, проблема мобільності капіталу для країн, що вступають у зону євро, в загальному впливає із закономірності “трилеми”, в рамках якої неможливо досягнути орієнтації монетарної політики на внутрішню рівновагу (в даному випадку виконати конвергенційний норматив щодо інфляції) з одночасним контролем за валютним курсом (відповідно, забезпечити мінімізацію його флуктуацій як мінімум в межах 2,5%, максимум — в межах 15%). Тим більше значимою стає ця проблема, з огляду на тривалий час підтримання обмежень на рух капіталів та конвертованість по капітальному рахунку платіжного балансу і на достатньо вузькі внутрішні фінансові ринки, домінуючими інституціями на яких є банки (це, у свою чергу, робить увесь фінансовий сектор вразливим до курсових дестабілізацій, як з міркувань недостатнього розвитку деривативів, так і з міркувань того, що у ньому домінують банки). Відповідно, можна стверджувати, що виконання маастрихтських критеріїв для “старих” членів ЄВС було навіть більш легким, оскільки їхній фінансовий сектор масштабніший, а досвід фінансової інтеграції з глобальними ринками багатший. Окрім цього, принципово важливим для досягнення двох таких суперечливих цілей

⁴⁷⁹ Kenen P., Meade E. EU Accession and the Euro: Close Together or Far Apart? // Institute for International Economics Policy Briefs. — 2003. — №PB03-9. — P. 4-16.

як цінова стабільність та обмеження на коливання валютного курсу є можливість для реалізації стерилізаційних операцій, тобто наявність ліквідного та глибокого ринку державного боргу. У випадку постсоціалістичних країн такий ринок продовжує перебувати у стані становлення, що потенційно зужує можливості щодо взаємокомпенсуючих змін в динаміці грошової бази.

По-друге, саме не прогнозований вплив потоків капіталу на грошову базу став передумовою для відходу від режимів валютних курсів з обмеженими коливаннями та переключення на таргетування інфляції, що відбулося у Польщі, Чехії, Словаччині та меншою мірою в Угорщині. Звідси випливає, що приєднання до системи ERM II у випадку трансформаційних економік означає повернення до того режиму монетарної політики (наявність двох параметрів, які таргетуються), від якого вони відійшли, посилюючи орієнтацію центральних банків на забезпечення цінової стабільності та гнучкішу реакцію на флуктуації ВВП-розриву за рахунок розширення діапазону коливань валютних курсів. З огляду на те, що для малих відкритих економік, якими є нові члени ЄС, курсова сталість полегшує досягнення цінової стабільності, але не гарантує цього, та те, що саме підтримання цінової стабільності усуває монетарні передумови для коливання валютних курсів (у вигляді запобігання надекспансії внутрішньої грошової пропозиції), стає актуальним вибір щодо пріоритетності в орієнтації на той чи інший монетарний критерій євроконвергенції.

Отже, по-третє, потреба у такому виборі багато в чому зумовлюється наявністю в структурі маастрихтських критеріїв процентних ставок. Тут слід відмітити, що інфляція та валютний курс справлятимуть вплив на можливість досягнення цільового рівня довгострокових ставок відмінно з огляду на ті чи інші рамкові умови функціонування фінансових ринків. З одного боку, у випадку країн з ринками, що виникають, існує закономірність — довгострокові ставки менш корельовані короткостроковими з огляду на актуальність реакції центрального банку на коливання валютного курсу. Відповідно, прийнявши до уваги доларизацію пасивів, можна припустити, що мінімізація коливань валютного курсу створює кращі передумови для падіння довгострокових ставок, оскільки для фінансових посередників буде наперед відома вартість обслуговування їхніх зовнішніх (як правило, довгострокових) зобов'язань. З іншого боку, якщо фінансові ринки ще не достатньо інтегровані, а майбутня вартість обслуговування зовнішніх пасивів суттєво не впливає на внутрішні процентні ставки (наприклад, внаслідок можливостей перестраховування валютного ризику, або внаслідок відсутності зв'язку між формуванням зовнішніх пасивів у іноземній валюті і внутрішньою пропозицією довгострокових ресурсів), то досягнення цільового рівня довгострокових ставок буде більш легким, оскільки вони будуть встановлюватись відповідно до очікуваної внутрішньої інфляції.

Також, така потреба впливає з того, який з параметрів (інфляція чи коливання валютного курсу) забезпечуватиме найбільш сприятливий вплив на запобігання реальній ревальвації. Важливість врахування цього при виборі пріоритету є особливо актуальною в умовах дефіциту поточних рахунків постсоціалістичних країн та збереження зовнішньої конкурентоспроможності, тиск на яку підвищується внаслідок подальшої лібералізації зовнішньої торгівлі в процесі вступу і перебування в ЄС та зростання внутрішніх доходів.

У випадку постсоціалістичних країн, в яких не має місце політики фіксації валютного курсу (тобто, це, по-суті, Польща, Чехія, Угорщина, Словаччина, Словенія) слід вважати, що повинен мати місце вибір щодо пріоритетності мінімізації інфляції (що, однак, не повинно сприйматися як ціль, антагоністична із зобов'язаннями по ERM II) відповідно до конвергенційного нормативу. Це впливає з ряду тенденцій.

А) Орієнтація на пріоритетність цінової стабільності буде більш транспарентною, з огляду на те, що це та політика, яку вже здійснюють центральні банки, перейшовши до більш широких діапазонів курсових коливань. Це зберігатиме більш виразний генетичний зв'язок з попередньою політикою, яка, фактично, дозволила мінімізувати інфляцію, наближаючи її до стандарту зони євро.

Б) Можна припустити, що внутрішній фінансовий ринок ще не повною мірою інтегрований у міжнародний, а валютний вираз вартості зовнішніх пасивів не справляє фундаментального впливу на внутрішні довгострокові процентні ставки. До того ж, пристосування у фінансовому секторі до попереднього відходу від практики мінімізації курсових коливань вже створило передумови для того, щоб підвищення варіативності величини зовнішніх платежів, деномінованих у національну валюту, не позначалось на внутрішній вартості позичкових ресурсів. Внаслідок цього прив'язка останніх до рівня інфляції дозволить більш ефективно виконувати два маастрихтських монетарних критерії.

В) Внутрішні позитивні шоки продуктивності стають додатковим інфляційним фактором, який необхідно нівелювати за рахунок відповідного монетарного вибору, що в сукупності з двосторонньою фіксацією центрального паритету (між країною-кандидатом на вступ у зону євро з одного боку і ЄЦБ та Єврокомісією з іншого) дозволить краще запобігати реальній ревальвації і послабленню зовнішньої конкурентоспроможності.

Г) Приймаючи до уваги, що глобалізація створює додаткові ендогенні передумови для дефляційної тенденції, та триваючу рецесію у зоні євро, можна припустити, — це стає додатковими детермінантами більш ймовірного знижувального тренду конвергенційного критерію інфляції, з огляду на методику його обрахунку як середнього показника по трьох країнах з найнижчим зростанням цін. Як наслідок, вибір щодо пріоритетності орієнтації на інфляційний норматив впливає з того, що курсо-

вої стабільності повною мірою забезпечити і так не вдасться (принаймні в межах діапазону $\pm 2,5\%$), а критеріальний рівень інфляції з вищою ймовірністю може опустатися.

По-четверте, із запровадженням обмежень на коливання валютних курсів в рамках ERM II актуалізується проблема спекулятивних атак. Причому, вона має два аспекти. А) З огляду на те, що ринки усвідомлюють — оцінка належного додержання конвергенційних критеріїв спиратиметься на вузький діапазон ERM I, — з'явиться додатковий стимул для першої хвилі атак, який випробовуватиме прихильність того чи іншого центрального банку до забезпечення мінімально допустимих обмежень на коливання в межах $2,5\%$. Втім, з огляду на формальне значення діапазону у 15% найбільш небезпечною буде друга потенційна спекулятивна хвиля. Б) У випадку, коли внаслідок намагання додержання інфляційного критерію, коливання валютного курсу наближаються до граничної межі, спекулятивні атаки можуть суттєво дестабілізувати ситуацію з додержання структурної цілісності трьох монетарних критеріїв конвергенції в окремій країні. Виходячи з цього, важливою буде позиція ЄЦБ щодо зустрічних інтервенцій для недопущення виходу за межі встановленого коридору курсових коливань.

Ефект Баласси-Самуельсона, у свою чергу, також створює негативні передумови для виконання критеріїв євроконвергенції. Так, внаслідок актуалізації даного ефекту трансформаційні економіки, в яких спостерігається значний приплив ПІІ та відбуваються суттєві зрушення у сфері факторної продуктивності, стикаються з двома альтернативами: або прискорення внутрішньої інфляції, або номінальна ревальвація. Приплив інвестицій і відповідне зростання резервів створюють монетарні передумови для прискорення інфляції, а позитивний шок продуктивності та додаткові стимули для підвищення факторної віддачі у секторі з виробництвом товарів, що є предметами міжнародної торгівлі, створюють структурні передумови для цього. Компенсація даного ефекту щодо внутрішньої цінової динаміки можлива за номінальної ревальвації, яка обмежить негативний вплив потоків капіталу на внутрішню грошову пропозицію і забезпечить згладжування різниці в зростанні продуктивності факторів у експортному і внутрішньому секторах.

Реальна ревальвація, з якою стикнулися практично усі постсоціалістичні країни, розглядається як структурний феномен, який, в загальному, не може бути нівельований, незалежно від характеру та намірів щодо процесів інтеграції із зоною євро. Також це обумовлено тим, що політика фіксації курсу чи плавання їй не запобігають, а політика валютного курсу, яка базується на повзучій прив'язці чи похилих до низу валютних коридорах, є несумісною з процесом вступу до ЄВС, оскільки вона передбачає наявність номінальної девальвації. Остання хоч і дозволяє згладити негативний вплив реальної ревальвації на зовнішню конкурентоспроможність, але

розглядається структурами ЄС як засіб отримання додаткових переваг на єдиному європейському ринку. Оскільки критерії євроконвергенції передбачають обмеження і щодо інфляції, і щодо валютного курсу, то з цього випливає, що створюються ендогенні передумови для деякого компенсування негативного впливу реальної ревальвації на зовнішню конкурентоспроможність. Втім, їх характер та масштаби актуалізації ефекту Баласи-Самуельсона ставлять під ризик виконання одразу двох монетарних індикаторів конвергенції.

Так, на думку багатьох економістів, зокрема, фахівця ЄЦБ Й.Старка, нові кандидати на вступ до зони євро не зможуть підтримувати вузький коридор коливання валютних курсів, передбачений ERM I (тобто у 2,5%), за дотримання інфляційного нормативу, передбаченого Маастрихтською угодою⁴⁸⁰. Американські економісти Ф.Наталацці та Ф.Равенна ще більш песимістичні: нові потенційні члени зони євро з постсоціалістичного простору за того рівня припливу ПІІ і зростання продуктивності праці, що склався історично, взагалі не зможуть виконувати одразу інфляційний та валютний критерій конвергенції, навіть, якщо останній визначається стандартом ERM II (тобто коливання в межах 15%). Однак, згідно них, орієнтація на жорсткі обмеження коливання валютних курсів посилить тенденцію до відхилення монетарної політики від забезпечення мінімізації коливання інфляції та ВВП-розриву, що погіршить внутрішню економічну ситуацію⁴⁸¹. Також можна стверджувати, що з огляду на тенденції реальної конвергенції, підтримання мінімально вузького діапазону курсових коливань і відповідна неможливість більш чіткої орієнтації на внутрішню рівновагу, скоріше не розв'яже завдання із зближення ділових циклів.

Звідси випливає, що попри те, що ефект Баласи-Самуельсона суттєво ускладнює реалізацію монетарної політики у контексті євроінтеграції, основний акцент повинен бути зроблений на проблемі мінімізації інфляції. Це додатково впливає з того, що в середньому для Чехії, Польщі, Угорщини, Словенії та Словаччини даний ефект додає близько 2% інфляції на рік⁴⁸². Тобто, потенційно запобігти даному ефекту неможливо, а виконання принципового показника конвергенції — рівня інфляції — опиняється під ризиком, внаслідок чого орієнтація саме на нього дозволить отримати більш позитивний результат, який, зокрема, буде кореспондувати з внутрішньою інституціонально закріпленою політикою стабільності цін і тим позитивним ефектом для покращення якості економічного зростання, який вона привносить у трансформаційну економіку. Моніторинг виконання маастрихтських критеріїв з боку ЄЦБ також доводить, що в більшості своїй постсоціалістичним економікам наба-

⁴⁸⁰ Stark J. The Race for the Euro // *The International Economy*. — 2003. — Spring. — P. 52-55.

⁴⁸¹ Natalucci F., Ravenna F. The Road to Adopting the Euro: Monetary Policy and Exchange Rate Regimes in the EU Candidate Countries // *Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers*. — 2002. — №741. — P. 1-45.

⁴⁸² Kenen P., Meade E. EU Accession and the Euro: Close Together or Far Apart? // *Institute for International Economics Policy Briefs*. — 2003. — №PB03-9. — P. 6.

гато важче виконувати монетарні нормативи, порівняно, наприклад, зі Швецією, чи порівняно з фіскальними нормативами (див. табл. Д.5. додатку Д). Така ситуація обумовлена як тривалим досвідом високої інфляції впродовж періоду трансформації, поступовим виходом на траєкторію низькою інфляції, відстаючими від розвитку макроекономічних процесів змінами у монетарній політиці щодо забезпечення цінової стабільності, значними структурними зрушеннями, які часто не дозволяють чітко ідентифікувати монетарні збудники інфляції, які можна нейтралізувати з допомогою інструментів центрального банку, ефектом Баласси-Самуельсона, чутливістю цінових процесів до зрушень у фіскальній політиці тощо.

5.3. Проблеми вибору та реалізації стратегії монетарної інтеграції постсоціалістичних країн Європи у зону євро

Аналіз стратегій вступу до Європейського валютного союзу постсоціалістичних країн Європи дозволяє виділити ряд суперечностей між достатньо вузьким спектром теоретичних рекомендацій щодо цього та прагматикою змін у монетарній політиці.

Так, одним з перших, хто запропонував характерну модель необхідних змін у монетарній політиці відповідно до процесу вступу до ЄВС, є Р.Манделл. Розглядаючи перспективи розширення зони євро за рахунок постсоціалістичних країн, він стверджує: “Найкращий шлях до конвергенції даних країн проходить через прив’язку їхніх валют до євро (каренсі-борд)... . Оскільки перехід до каренсі-борд, по-суті, означає необхідність імітації грошово-кредитної політики ЄС, то це і буде найкращим способом конвергенції. Але якщо країна не зможе прийняти каренсі-борд, їй нема чого роботи у валютній зоні”⁴⁸³. Однак його підхід в основу вибору щодо вступу до зони євро покладає критерій оптимальності валютної зони, внаслідок чого саме під таким кутом зору і розуміється те, що система валютної ради забезпечить механічне зближення макроекономічних трендів у ЄВС та країнах-кандидатах.

Проте, дана позиція Манделла була висловлена ще у 1998 р., тоді як більш сучасні дослідження сформулювали інше ставлення до валютної ради. Згідно них, механічне запровадження даного монетарного режиму як стереотипного виміру потенційної стратегії вступу до зони євро є або неприйнятне, або може бути реалізовано тільки там, де даний режим був і до цього. Наприклад П.Мейссон, зазначає, що з огляду на проблему ефекту Баласси-Самуельсона, мобільність капіталів, наростаючу відкритість трансформаційних економік і потребу мінімізації інфляції, режим валютної ради не може розглядатись як адекватний. Це впливає з того, що він суттєво звужує можливості для компенсації зовнішніх шоків чи нееластичного пристосу-

⁴⁸³ Манделл Р. Евро и стабильность мировой валютной системы // Евро — дитя Манделла? Теория оптимальных валютных зон. — Пер. с англ. — М.: Дело, 2002. — С. 325.

вання внутрішніх макропроцесів до зовнішньої ситуації, що на тлі волатильних потоків капіталу робить постсоціалістичні економіки надзвичайно вразливими до будь-якої системи жорсткої прив'язки валюти. По-суті, стійкість валютної ради в умовах швидкої інтеграції країн Центрально-Східної Європи з глобальною економікою скоріше послаблюватиметься. Це впливає з проблеми потенційних асиметричних шоків, швидшого зростання продуктивності факторів у трансформаційних економіках, ймовірних спекулятивних атак, через що номінальна гнучкість курсу є більш прийнятною, ніж жорстка фіксація⁴⁸⁴.

Одним з варіантів стратегії монетарної уніфікації є одностороння євроізація. Прихильники даного режиму обґрунтовують її вищу ефективність порівняно з валютною радою у категоріях необоротності валютної субституції і ліквідації спекулятивних атак. Проте, на думку таких авторитетних економістів як Д.Бегг, Б.Ейченгрін, Л.Халперн, Й. вон Хаген, Ч.Виплош основна проблема для кандидатів на вступ у ЄВС, що вимагає односторонньої євроізації, — це самі маастрихтські критерії конвергенції. На їхню думку, з огляду на мобільність капіталів та ефект Баласи-Самуельсона, орієнтація монетарної політики на мінімізацію інфляції за одночасного підтримання обмеженого діапазону коливань валютних курсів, що випиває з необхідності приєднання до системи ЕРМ II, може дестабілізувати не тільки її макроекономічний результат, але й підвищити вразливість усієї фінансової системи відповідних постсоціалістичних країн. Це впливає з проблеми валютних спекуляцій, розширення валютного заміщення пасивів та вузьких фінансових ринків. Зокрема, дані економісти піддають критиці систему обмежених коливань валютних курсів як таку, що є найбільш ризиковою в умовах глобалізації, тим більше, що від неї відійшли практично всі країни з ринками, що виникають, враховуючи досвід валютних криз 1990-х рр. Оскільки обмежений діапазон коливань валютних курсів заохочуватиме спекулятивні атаки (підґрунтя для чого є і за рахунок самого характеру маастрихтських критеріїв, і за рахунок структурних особливостей постсоціалістичних економік (приплив ПІІ, ефект Баласи-Самуельсона)), а модель критеріїв конвергенції не відповідає процесу приєднання до зони євро, оскільки була розроблена для її створення, то одностороння євроізація забезпечить вищу макрофінансову стабільність⁴⁸⁵.

Однак, найбільших заперечень процес односторонньої євроізації викликає з формальної точки зору (до інших, зокрема, належать: втрата сеньйоражу та участі в ухваленні монетарних рішень в Раді ЄЦБ тощо). Наприклад, болгарські економісти І.Костов та Й.Костова (що особливо характерно, оскільки Болгарія розглядається як

⁴⁸⁴ Masson P. Monetary and Exchange Rate Policy of Transition Economies of Central and Eastern Europe after the Launch of EMU // IMF Policy Discussion Paper. — 1999. — PDP/99/4. — P. 12-17

⁴⁸⁵ Begg D., Eichengreen B., Halpern L., von Hagen J., Wyplosz Ch. Accession Countries Face Increased Instability in ERM II // CEPR Policy Paper. — 2005. — №10. // www.cepr.org.

одна з найбільш вірогідних кандидатів на одностороннє запровадження єдиної європейської валюти) наводять наступні аргументи проти такого шляху входження у зону євро: це призведе до порушення вимог маастрихтської угоди, згідно якої участь в механізмі ERM II є обов'язковою; таке рішення може поставити країну у прямий конфлікт з Єврокомісією; односторонні дії не враховують визначення курсу, за яким відбувається євроізація, тоді як виконання маастрихтських формальностей передбачає багатосторонній формат визначення центрального паритету при вступі до ERM II (країна-кандидат, ЄЦБ та Єврокомісія); односторонні дії ставлять питання про форму участі в ухваленні рішень з боку ЄЦБ і, формально, можуть взагалі не передбачати участь у виробленні таких рішень (тобто країна не стає повноправним членом ЄСЦБ); така політика може зазнати осуду з боку інших членів ЄС та ЄВС, які для вступу виконували усі необхідні маастрихтські вимоги, і, наприклад, якщо країна ще не є членом ЄС, то це може зашкодити процесу вступу до нього, тоді як вступ у нього суттєво ускладнює формальні аспекти ухвалення рішення про односторонню євроізацію. В підсумку, дані економісти приходять до висновку, — такий спосіб монетарної уніфікації є надзвичайно ризиковий з політичної, юридичної та моральної сторони, навіть попри те, що теоретично може принести більше економічної користі⁴⁸⁶.

Стосовно ж стратегій та змін у монетарній політиці відповідно до процесу входження у зону євро, то в розрізі трансформаційних країн можна виділити дві достатньо яскраві відмінності. По-перше, шлях Прибалтійських країн за характером впливу на монетарну політику буде відрізнятися від більшості інших. По-друге, швидкість приєднання до ERM II буде варіювати в часі в розрізі країн. Причому, чим більшою є країна, тим більшою мірою вона схильна перебувати у ЄС, але за межами ERM II. Зокрема, у 2004 р. до даного механізму валютних курсів приєдналася Естонія, Литва та Словенія, тоді як інші країни, найімовірніше, приєднаються тільки у 2005-2006 рр.

Щодо Прибалтійських країн, то загальне виконання формальної сторони критеріїв євроконвергенції (див. табл. Д. 5. додатку Д) та відповідна можливість розширити діапазон коливання своїх валют до 15% не позначається на змінах в монетарній політиці. Це впливає з того, що, на думку центральних банків Естонії та Литви і, зрештою, Латвії, механізм валютної ради (жорстку фіксацію курсу у випадку Латвії) потрібно зберегти, оскільки він забезпечує найкоротший шлях для синхронізації макроекономічних процесів і поточного характеру монетарної політики з тими, які мають місце у зоні євро. Така впевненість базується на тривалому досвіді функціонування в даних країнах жорсткої фіксації валютних курсів, які не будуть порушу-

⁴⁸⁶ Kostov I., Kostova J. Regarding the Unilateral Euroization of Bulgaria // Bulgarian National Bank Discussion Paper. — 2002. — №26. — P. 3-14.

вати. Центральний паритет, що визначається при вступі до ERM II, фактично означає той фіксований курс, який мав місце при системі валютної ради в Естонії та Литві (а, згодом, той, який буде зафіксований Латвією по відношенню до євро). Додатковим аргументом на користь стабільності валютної ради в процесі приєднання до зони євро в даних країнах впливає з того, що лібералізація операцій щодо руху капіталу вже давно мала у них місце, на відміну від більшості постсоціалістичних країн (наприклад, в Естонії повне скасування обмежень на рух капіталу відбулося у 1992 р. і розглядалось як складова системи валютної ради). Втім, такий варіант стратегії все одно супроводжується змінами в інституціональному каркасі даних центральних банків та вимагає змін в структурі та характері застосування монетарних інструментів.

Стосовно таких країн як Польща, Чехія, Угорщина, Словаччина можна виділити наступну закономірність. Приєднання до ERM II відбувається не одразу після вступу до ЄС, а через деякий час, і дані країни намагаються вже при розробці стратегій євроінтеграції обумовити, що термін перебування в системі обмежених коливань валютних курсів повинен бути якомога коротший. Це впливає з вище проаналізованого глобалізаційного впливу на монетарну політику указаних країн в світлі того, що внутрішні фактори трансформації монетарної політики не забезпечили сприятливих передумов для когерентних змін в результатах функціонування центральних банків і процесах євроінтеграції як таких. Відповідно, для того щоб виконувати конвергенційні критерії, які внутрішньо вміщують конфлікт цілей монетарної політики, необхідні певні зміни у макроекономічних заходах, які передують процесу приєднання до ERM II. Такі зміни стосуються трьох складових монетарної політики (контроль за інфляцією, вибір щодо поведінки валютного курсу та зміни щодо монетарних інструментів (при чому, останнє характерно для усіх країн, що бажають запровадити євро)) та фіскальних заходів.

Інфляція. Як видно з табл. Д. 5. додатку Д, за 2002-2004 рр. тільки Чехія та певною мірою Польща виконували норматив щодо інфляції. Словаччина, Словенія та Угорщина даний норматив не виконують. При цьому, спостерігається достатньо значні коливання в рівнях інфляції, хоча і у вузькому діапазоні. Таке явище обумовлено рядом причин. Перехід на реалізацію політики стабільності цін відбувся на загал тільки на початку 2000 рр. Зберігається певна інфляційна інерція, якій центральні банки не можуть запобігти повною мірою, намагаючись не спровокувати негативний дефляційний вплив на зростання ВВП. Також боротьба з інфляційною інерцією ускладнюється в світлі того, що зберігають актуальність ті чи інші інфляціогенні фактори внутрішнього структурного, монетарного та фіскального характеру, а підвищення процентних ставок для придушення такої інерції призводить до заохочення припливу капіталів з-за кордону. Отже, можна зробити висновок, що орієнтація на

інфляційний критерій євроконвергенції повинна стати чинною при розробці засад монетарної політики як мінімум за кілька років до вступу у ЄС, а не ЄВС. Власне, це і дозволить забезпечити більш планомірну дезінфляцію до необхідного маастрихтського рівня впродовж декількох років, після чого форсоване виконання монетарних критеріїв конвергенції не буде шоковим для економіки. Зокрема, чим швидше країна перейшла на реалізацію такої політики, тим менш волатильною є інфляція, і тим краще виконується даний критерій конвергенції та критерій щодо процентних ставок, що особливо характерно для Чехії, яка розпочала таргетування інфляції ще у 1997 р. Також можна дійти висновку, що зміни мандату центральних банків напередодні вступу до ЄС є запізними для створення необхідних інституціональних рамкових умов реалізації політики стабільності цін і, відповідно, більш планомірного виходу на такі рівноважні рівні інфляції, які би були консистентні з маастрихтськими критеріями.

Валютний курс. Як впливає з вище здійсненого аналізу, валютний курс виконує достатньо суперечливу місію в процесі підготовки до запровадження євро. Більше того, як стверджують фахівці Національного банку Чехії, за адекватної макроекономічної політики, яка забезпечує стабільність цін та є підґрунтям для стабільності у фінансовому секторі країни, проміжна стадія обмежених курсових коливань є взагалі зайвою⁴⁸⁷. Втім, оскільки приєднання до ERM II передбачає визначення та багатосторонню фіксацію центрального курсового паритету, то виникає питання про те, яким повинен бути курс, що береться за основу для визначення такого паритету. Оптимальний варіант — коли такий курс відображає довгострокову рівновагу. У випадку з трансформаційними економіками рівноважний рівень валютного курсу визначити дуже складно, тим більше, що він навряд чи може відповідати критеріям доктрини фундаментально рівноважного валютного курсу і тим більше доктрини паритету купівельної спроможності. Перш за все це обумовлено тим, що в даних країнах спостерігається значний зовнішній дисбаланс, який, однак, не погіршує економічне зростання, а, навпаки, є структурним відображенням стимулів для нього, що, зокрема, видно з масштабного припливу ПІІ. Поза цим, рівноважна тенденція до реальної переоцінки валютного курсу також ускладнює визначення рівноважного номінального курсу *ex ante*. Звідси впливає, що найпростішим шляхом для визначення курсу, який може бути взятий за основу для фіксації центрального паритету в рамках ERM II, є перехід до режиму плаваючого валютного курсу. Причому, такий перехід є необхідним за декілька років до вступу у ЄС, а не ЄВС. Це впливає з ряду причин. А) Це створює передумови для більш значного досвіду плавання, внаслідок чого згладжене значення номінального курсу за триваліший період буде більшою

⁴⁸⁷ ERM II and the Exchange-rate Convergence Criterion. Information Material for Czech Government. — Czech National Bank. — 2003. — July 15. — P. 6.

мірою відображати наближення до його рівноважного значення. Як наслідок, зафіксований паритет ймовірно буде більш відображати фундаментальні рівноважні умови, що послабить негативні аспекти процесу адаптації до функціонування в режимі єдиної європейської монетарної та торговельної політики. Б) Плавання дозволить компенсувати внутрішні шоки та згладити наявність асиметричних збурень. Окрім цього, перехід на плаваючий курс створить певний лаг між можливістю досягнути вищого рівня реальної конвергенції та подальшою фіксацією центрального паритету. В) Така політика полегшить реалізацію доктрини цінової стабільності в світлі того, що підвищення мобільності капіталів та нарощування відкритості економіки погіршує прогнозованість динаміки грошової бази та грошової маси. Зокрема, фахівці польського центробанку прямо вказують на те, що з наростаючою нестабільністю на глобальних ринках підвищується ризик раптових змін валютного курсу за умов, що він тяжіє до фіксованого, внаслідок чого плавання дозволить пом'якшувати її вплив на курсову дестабілізацію⁴⁸⁸. Г) Плавання може заохотити розвиток внутрішнього фінансового ринку, понад усе, ринку похідних інструментів, що покращить можливості для хеджування валютних ризиків. Д) Плавання дозволить запобігти спекулятивним атакам.

В останньому випадку існує два варіанти алгоритму економічної поведінки, що може правити за раціональне підґрунтя валютної спекуляції, в залежності від того, що розглядається спекулянтами як ймовірніший та більш оптимальний сценарій, до якого буде більш схильний той чи інший центральний банк, — номінальна ревальвація чи девальвація. Побудова стратегії спекуляції на основі ревальвації може спиратися на припущення, що за припливу капіталів та ефекту Баласси-Самуельсона орієнтація монетарної політики на цінову стабільність передбачатиме підвищення курсу відповідної національної валюти. В даному випадку напередодні фіксації центрального паритету в рамках ERM II плавання курсу дозволить запобігти надмірній внутрішній грошовій експансії за спекулятивної гри на підвищення курсу. Щодо гри в напрямку пониження курсу, то вона може спиратися на припущення, що центральний банк намагатиметься проводити політику створення додаткових стимулів для зовнішньої конкурентоспроможності, відповідно до чого виявиться схильним до девальвації. Основною небезпекою даного сценарію є те, що значні втрати у фінансовому секторі та вплив короткострокових капіталів можуть ускладнити фінансування дефіциту поточного рахунку та спровокувати валютно-фінансову кризу. В обох випадках, факт усвідомлення, що курс плаває, дозволить запобігти мотивації до спекуляції в кожному з напрямків, а це, у свою чергу, полегшить реалізацію монетарної політики та забезпечення стабільності фінансово-банківського сектора.

⁴⁸⁸ The Role of National Bank of Poland in the Process of European Integration. — Warsaw: National Bank of Poland, 2003. — P. 22-23.

Проте, найбільш суперечливим у випадку трансформаційних країн є зв'язок між режимом валютного курсу і його роллю в системі забезпечення реальної конвергенції. Так, з одного боку, аналізовані країни та країни-нові члени ЄС в переважній більшості впродовж трансформації здійснили поступову переорієнтацію з долара на марку ФРН, а згодом на євро, або одразу визначились з прив'язкою до останніх. Наприклад, естонська крона прив'язана до марки з 1992 р., а з 2001 р. до євро; у 2002 р. Литва переорієнтувала свою валютну раду з долара на євро; у Латвії фіксація до кошику СДР певною мірою відображає коливання курсу євро; у Чехії до переходу на повне плавання курсу у 1997 р. корекція останнього відбувалась щодо німецької марки, а з 1995 р. вона стала валютою інтервенцій; у Польщі частка німецької марки в системі повзучої прив'язки злотого зросла з 5% до 35%, аж поки Польща не перейшла на повністю плаваючий курс у 2000 р.; у Словенії домінуючою валютою прив'язки також була марка, а згодом євро; в Угорщині існує яскраво виражена політика підвищення значення євро при визначенні курсу форинта: з 1993 р. — 50% долар, 50%, марка, з 1997 р. — 70% марка, 30% долар, з 1999 р. — 70% євро, 30% — долар, з 2000 р. — 100% євро. Подібна тенденція має місце і у Болгарії (валютна рада щодо марки, а згодом — євро), Хорватії (кероване плавання довкола марки, згодом — євро), Македонії (прив'язка до марки, згодом — євро).

В загальному дана тенденція відображає, як раннє визначення з належністю до тої чи іншої валютної зони, так і свідому політику, спрямовану на підвищення корельованості ділових циклів. Останнє править за основу функціонального виміру посилення орієнтації на марку, а згодом — євро, у контексті євроінтеграційних процесів. Такий функціональний вимір повинен був би забезпечити створення валютно-курсних передумов для реальної конвергенції, що підвищило би відповідність ЄС та трансформаційних економік критеріям оптимальної валютної зони. Втім, підвищення гнучкості курсоутворення, особливо у великих країнах Центрально-Східної Європи, відображає те, що наростаюча мобільність капіталу та ефект Баласси-Самуельсона не дозволяють повною мірою слідувати логіці створення курсових передумов для реальної конвергенції, і це при тому, що частка зовнішньої торгівлі з ЄС неухильно зростає порівняно з початком ринкових перетворень. Звідси випливає, що існують суттєві структурні бар'єри для орієнтації на прив'язку до марки чи євро напередодні вступу до ЄС та ЄВС, внаслідок чого класичний алгоритм теорії оптимальних валютних зон щодо превалюючого значення фіксації валютних курсів для синхронізації макропроцесів не спрацьовує у Центрально-Східній Європі повною мірою.

З іншого боку, як впливає з дослідженні Р.Саппела⁴⁸⁹, синхронізація ділових циклів в зоні євро та нових членах ЄС не кореспондує з характером валютно-курсного режиму і тим більше з характером та ступенем прив'язки національної валюти до марки чи євро. Це означає, що: А) перехід на плаваючий курс насправді може відображати наявність асиметричних шоків у країні-кандидаті і у зоні євро (в чистому вигляді це стосується Чехії); Б) більш висока синхронізація циклів без відповідних валютно-курсних стимулів свідчить про те, що передумови для реальної конвергенції і посилення відповідності критеріям оптимальності валютної зони формується у відтворювальній, а не монетарній площині. З цього випливає, що, з одного боку, не є обов'язковим форсування прив'язки до євро для забезпечення синхронізації бізнес-циклів, але є обов'язковим створення передумов для нарощування зовнішньої торгівлі із ЄС та ЄВС, а з іншого, — у випадку необхідності більш гнучкого курсоутворення, наприклад, для забезпечення цінової стабільності, фактор теоретичної ув'язки фіксованих курсів з вирівнюванням бізнес-циклів не повинен розглядатися як бар'єр для інтеграції із зоною євро.

Монетарні інструменти. Проблема модифікації системи монетарних інструментів з'являється на стику внутрішньо трансформаційних тенденцій їх становлення та розвитку, глобалізаційних аспектів пристосування центральних банків до нового оточення та суто інтеграційних домінант змін в технології імплементації монетарної політики при переході на євро. Таке більш складне переплетіння факторів впливу на систему монетарних інструментів в процесі інтеграції із єврозоною обумовлено тим, що самі інструменти набагато більшою мірою зав'язані на особливості функціонування національної системи фінансового посередництва, трансмісійного механізму, грошового попиту тощо. В сукупності дані явища набагато більшою мірою відображають структурні та, що головне, національні, особливості реалізації монетарної політики в контексті ринкової трансформації, ніж, наприклад, конкретний номінальний вираз її (політики) цілей, які можуть чітко та верифіковано співвідноситися з критеріями євроконвергенції. Тобто, проблема полягає у тому, що кінцевий результат монетарної політики та його відповідність конвергенційним критеріям є одним і тим самим для старих та потенційно нових членів ЄВС, тоді як то, як він досягається, може варіювати в залежності від національних особливостей у трансформаційних економіках порівняно з єдиною та уніфікованою системою монетарних інструментів, що ними оперує ЄЦБ.

Слід відмітити, що особливості структурних та макроекономічних параметрів грошового попиту та функціонування грошових ринків в країнах-кандидатах створюють природні обмеження на адаптивність відповідно до стандарту монетарних

⁴⁸⁹ Suppel R. Comparing Economic Dynamics in the EU and CEE Accession Countries // ECB Working Paper. — 2003. — №267. — P. 6-29.

інструментів ЄЦБ в розрізі самої системи монетарних інструментів. Це впливає з функціональної відмінності самих інструментів і їх значення для операційного рівня монетарної політики (грошовий ринок і, відповідно, досягнення операційних чи тактичних цілей) чи макроекономічного (економіка в цілому і, відповідно, досягнення проміжних цілей (якщо вони є) чи кінцевих (зокрема, у випадку таргетування інфляції, проміжні і кінцеві цілі стають одним і тим же цільовим параметром політики).

З огляду на те, що на операційному рівні домінують інструменти не глибокої дії (операції відкритого ринку, рефінансування, депозитні операції та операції з розміщення власних боргових цінних паперів тощо), то, природно, що їх організація та методологія буде якнайшвидше адаптуватись до стандартів ЄЦБ. Так само, перехід на єдину монетарну політику передбачатиме, що інтеграційний шок внаслідок поширення на країн-нових членів уніфікованого режиму імплементації монетарної політики буде найменш виражений. Якщо ж такий шок проявлятиметься у підвищеній волатильності на грошовому ринку та збоях у трансмісійному механізмі за період адаптації до нових умов, то з огляду на досвід перших років функціонування ЄЦБ така турбулентність буде послаблена відповідними пристосовчими змінами у активності національного фінансово-банківського сектора, що не повинно позначитись на реальних макроекономічних показниках.

Найбільш гостро проблема адаптації інструментів монетарної політики до уніфікованого режиму ЄЦБ знаходиться у площині функціонування системи обов'язкового резервування. Це обумовлено рядом об'єктивних причин.

По-перше, впродовж трансформації даний інструмент виконував фундаментальне значення в забезпеченні стабілізації грошового попиту та контролю за грошовою масою. Така принципова роль обов'язкових резервів визначалась тим, що запровадження даного інструменту відбувалось досить швидко, але його домінуюче значення спиралось на проблему більш повільного становлення ринкового середовища для розвитку та ефективного функціонування інших монетарних інструментів, перш за все тих, які пов'язані з операціями відкритого ринку. Останнє напряму кореспондує з процесом становлення внутрішнього ринку державного боргу. Наприклад, в Україні розвиток цілого сегменту монетарних інструментів непрямого впливу на грошовий ринок зміг розвиватися тільки після створення ринку облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП) у 1995 р., що відображало процеси реформування системи фінансування бюджетного дефіциту.

По-друге, з огляду на проблему боротьби з інфляцією та контроль за кількісним виразом динаміки грошової пропозиції (встановлення цільових темпів приросту грошової бази та маси відповідно до таргетування даних параметрів) норми з обов'язкового резервування практично в більшості трансформаційних країн вияви-

лися набагато вищими, ніж аналогічні у розвинутих країнах⁴⁹⁰. Зокрема, саме стабілізуюча роль обов'язкових резервів в системі контролю грошової пропозиції визначила їх домінування в системі інструментів монетарної політики в умовах ринкової трансформації. Дане явище також впливає з проблеми наростаючого тренду відкритості перехідної економіки, відповідно до чого обов'язкове резервування дозволяло згладжувати волатильність кінцевої грошової пропозиції, викликану не прогнозованими змінами в динаміці грошової бази відповідно до впливу на неї потоків міжнародного капіталу.

По-третє, в умовах, коли внутрішній фінансовий ринок розвивався повільніше, ніж створювались передумови для затребуваності більш гнучкого впливу на грошову пропозицію з боку центрального банку, обов'язкові резерви виконували принципову роль в тому розумінні, що інші інструменти не були достатньо розвинутими. Втім, чим швидше впродовж трансформації розвивався внутрішній фінансовий ринок та чим більше ускладнювалося функціонування трансмісійного механізму, тим швидше роль обов'язкових резервів відходила на задній план, залишаючи актуальною їх місію по довгостроковій стабілізації грошового попиту. Однак, збереження актуальності широкого спектру інфляціогенних факторів на подальших етапах трансформації (які вже меншою мірою можуть мати яскраво виражену монетарну природу), не дозволяє швидко та когерентно із загальносвітовими тенденціями здійснювати мінімізацію норм обов'язкового резервування. В даному випадку, це відображає принципову важливість більш раннього переходу на реалізацію політики стабільності цін та забезпечення зниження інфляції до рівня конвергенційних критеріїв за кілька років до вступу в ЄС. Отже, чим більш успішним буде центральний банк у забезпеченні мінімізації інфляції до необхідного рівня, тим меншим буде ризик цінової дестабілізації внаслідок пристосування трансмісійного механізму у нових членах зони євро до уніфікованого режиму монетарної політики ЄЦБ та організації його інструментів. Втім, проблема мінімізації обов'язкових резервів може не залежати від успішності процесу доведення інфляції до нормативного маастрихтського рівня. Це явище обумовлено тим, що банківські системи практично більшості постсоціалістичних країн функціонують в режимі надлишкової ліквідності, викликаній припливом капіталу з-за кордону, тоді як банківська система у зоні євро функціонує в режимі недостатньої ліквідності. Відповідно, це дозволяє підтримувати більш низькі норми обов'язкових резервів і здійснювати управління банківською ліквідністю через операції з постачанням ліквідних коштів на грошовий ринок, а не з вилученням їх надлишку, як це має місце у більшості трансформаційних країн⁴⁹¹.

⁴⁹⁰ Більш детально див.: Козюк В. Закономірності розвитку системи інструментів монетарної політики в трансформаційних економіках // Галицький економічний вісник. — 2004. — №1. — С. 5-14.

⁴⁹¹ The Role of National Bank of Poland in the Process of European Integration. — Warsaw: National Bank of Poland, 2003. — P. 15-19.

По-четверте, складність процесу адаптації системи обов'язкового резервування до стандарту ЄЦБ також полягає у тому, що останній дотримується однієї з найбільш ліберальних ідеологій щодо даного інструменту: норма 2%; нарахована сума резервів може зменшуватись на 100 тис. євро (стосується всіх суб'єктів резервування незалежно від величини активів чи статутного капіталу); на нараховану суму резервів виплачуються проценти; тривалий лаг між періодом, в якому визначається база для обрахунку резервів, та фактичним депонуванням коштів (24 дні); депонування означає підтримання на операційному рахунку у національному центробанку відповідної суми; касова готівка не підлягає резервуванню⁴⁹². Однак, можливість підтримання такого ліберального режиму обов'язкового резервування детермінується структурною відмінністю економік єврозони і кандидатів на вступ до неї. Фахівці Національного банку Польщі з цього приводу зазначають: «Система резервних вимог у Польщі, так само як і в інших країнах-кандидатах ... суттєво відрізняється від тої, яка має місце у Європейській системі. Необхідність зменшити масштаб надлишкової ліквідності на внутрішньому грошовому ринку означала, що резервні вимоги є вищими, ніж в Євросистемі, а зарезервовані суми на приносять банкам процент»⁴⁹³. Як наслідок, адаптація стандарту ЄЦБ щодо даного інструменту з макроекономічних міркувань буде найбільш складною у площині зниження ставок та того, що характер виконання вимог меншою мірою впливає на банківську ліквідність, порівняно з існуючим досвідом, а нарахування процентів на депоновану суму створює певні фіскальні проблеми для центральних банків — членів ЄСЦБ, оскільки це зменшує їх прибуток, що перерозподіляється і перераховується до національних бюджетів. З цього випливає, що перехід на стандарт ЄЦБ щодо обов'язкових резервів визначатиметься тим, наскільки розвиток внутрішнього грошового та в цілому фінансового ринку дозволить вилучати надлишкову ліквідність з допомогою операцій відкритого ринку так, щоби забезпечити досягнення нормативу з інфляції. В цьому плані є показовим досвід Естонії та Чехії, які, відповідно, у 2001 та 1999 рр. розпочали зниження (відповідно до норми, яку застосовує ЄЦБ) норм обов'язкового резервування — ще за декілька років до вступу в ЄС. Відповідні рішення розглядалися як стратегічні завдання з реформування монетарної політики взагалі та у контексті євроінтеграції зокрема⁴⁹⁴.

Фіскальна політика. Необхідність випереджуючих та послідууючих змін у фіскальній політиці в контексті інтеграції з зоною євро впливає з широкого набору макроекономічних взаємозв'язків в економіці, значимість яких зростає з огляду на

⁴⁹² Козюк В. Сучасні центральні банки: середовище функціонування та монетарні рішення. — Тернопіль: Астон, 2001. — С. 176.

⁴⁹³ The Role of National Bank of Poland in the Process of European Integration. — Warsaw: National Bank of Poland, 2003. — Р. 17.

⁴⁹⁴ Детальніше див.: Козюк В. Сучасні центральні банки: середовище функціонування та монетарні рішення. — Тернопіль: Астон, 2001. — С. 264-266.

формальні критерії євроконвергенції. Так, обмеження на бюджетні дефіцити у 3% та державний борг у 60% ВВП у випадку трансформаційних економік є тільки загальними орієнтирами, оскільки дані показники були розроблені для країн Західної Європи, де проблема фіскальної консолідації в контексті забезпечення економічної конвергенції була і залишається надзвичайно значимою. Як видно з табл. Д. 5. додатку Д, критерій стосовно державного боргу дотримується усіма новими членами ЄС. Втім, по показниках бюджетного дефіциту Чехія, Польща, Угорщина, Словенія на загаль відхиляється від необхідних 3%. Причому це стало актуально наприкінці 1990-х рр., і, відповідно, впродовж 2000-х рр. дані країни зіткнулися з проблемою розбалансованості бюджету внаслідок ряду структурних змін (реформування системи соціального захисту, зростання заробітної плати, збереження високого безробіття, повільне реформування окремих галузей суспільного сектора економіки тощо). Можна припустити, що в рамках процесу конвергенції за відповідної політичної волі питання зменшення бюджетних дефіцитів будуть в цілому вирішені, що дозволить повною мірою відповідати критерію у 3%. Однак, зміст найголовнішої проблеми, що пов'язана з фіскальною політикою, впливає з того, що остання суттєво ускладнює виконання монетарних критеріїв конвергенції, або ж формує передумови для несприятливого для економічного зростання утворення так званої мікс-політики (*policy mix*), на що звертають увагу фахівці здебільшого польського та чеського центробанків⁴⁹⁵. Можна виділити наступні закономірності негативного впливу фіскальної політики на монетарні аспекти євроінтеграції, приймаючи до уваги специфіку трансформаційних економік.

По-перше, значні бюджетні дефіцити створюють негативні передумови для відтворення зовнішньої нерівноваги, оскільки доповнюють суспільним споживанням неможливість збалансувати національні інвестиції та заощадження. Зменшення заощаджень внаслідок державних запозичень, індукованих потребою фінансування бюджетного дисбалансу, тільки підвищує залежність економічного зростання від припливу капіталів з-за кордону. На тлі і так значної зовнішньої нерівноваги це підвищує ризик валютно-фінансової дестабілізації.

По-друге, бюджетні дефіцити створюють передумови для необхідності підтримання завищених процентних ставок. Це впливає з того, що динаміка сукупного попиту, викликана дефіцитним фінансуванням, може йти врозріз із інституціонально визначеним завданням центрального банку по підтриманню цінової стабільності та створювати бар'єри для доведення інфляції до рівня, консистентного з маастрихтським нормативом. Як наслідок, орієнтація центральних банків на цінову стабільність та монетарні критерії євроконвергенції на тлі значних бюджетних дефіцитів

⁴⁹⁵ The Role of National Bank of Poland in the Process of European Integration. — Warsaw: National Bank of Poland, 2003. — P. 23-24.; The Czech Republic and the Euro — Draft Accession Strategy. — Czech National Bank, 2002. — P. 4-5.

утворюють несприятливу мікс-політику: високі процентні ставки та значне суспільне споживання. Дане явище може ускладнити виконання нормативу довгострокових процентних ставок, оскільки державні запозичення стануть своєрідним клином між виконанням нормативу щодо інфляції і нормативу щодо ставок проценту, та негативно позначатимуться на економічному зростанні.

По-третє, з проблеми завищених процентних ставок впливає проблема ревальваційного тренду валютного курсу. Таке явище зумовлено тим, що бюджетні дефіцити та державні запозичення приваблюватимуть капітал з-за кордону. В умовах високої мобільності капіталу, з одного боку, створюються сприятливі передумови для запобігання підвищувальному тренду номінальних процентних ставок, але з іншого, — приплив капіталів на ринок державного боргу посилить тиск на національну валюту у бік ревальвації. Якщо прийняти до уваги, що трансформаційні економіки і так стикаються з проблемою рівноважного тренду реальної ревальвації, а номінальна ревальвація є потенційно невід'ємним елементом забезпечення цінової стабільності в умовах актуальності ефекту Баласси-Самуельсона, припливу ПІІ та внутрішніх шоків продуктивності, то бюджетні дефіцити тільки каталізуватимуть даний несприятливий для зовнішньої конкурентоспроможності процес. Також проблемою є те, що бюджетні дефіцити, зумовлюючи ревальвацію валюти, створюють передумови для того, що приєднання до механізму ERM II буде пов'язане з фіксацією центрального паритету на основі завищеного курсу національних грошей. Наслідком цього може виступити послаблення довгострокової зовнішньої конкурентоспроможності і в рамках функціонування єдиного європейського ринку, і в рамках глобальної економіки в цілому.

Можна виділити ще одну принципову закономірність: бюджетна збалансованість та стабільність валютних курсів на прикладі трансформаційних економік знаходяться у двосторонній залежності. А) Емпіричні дослідження українського економіста С.Берестового доводять, що плаваючий курс є своєрідним маскуванням неспроможністю країни забезпечити фіскальну дисципліну. За період 1990-1998 рр. рівень бюджетного дефіциту в постсоціалістичних країнах з плаваючим курсом практично вдвічі перевищує той, який має місце у країнах з фіксованим курсом⁴⁹⁶. Б) Як видно з табл. Д. 5. додатку Д, серед країн-нових членів ЄС рівень бюджетного дефіциту набагато вище там, де має місце плаваючий або більш гнучкий валютний курс (Чехія, Польща, Угорщина, Словаччина), порівняно з країнами, де має місце альтернативна ситуація (країни Прибалтики та Словенія).

По-четверте, приплив капіталів на ринок державного боргу може підвищити нестабільність внутрішньої грошової пропозиції. Це обумовлено тим, що коливання

⁴⁹⁶ Берестовий С. Вплив політики обмінного курсу на економічні процеси в перехідних економіках // Економіст. — 2000. — №9. — С. 33-35.

в обсягах та напрямках потоків капіталу підвищує волатильність грошової бази, яка через грошовий мультиплікатор передається грошовій масі. Природно, що, якщо такі підвищені флуктуації грошової пропозиції накладатимуться на актуальність внутрішніх структурних інфляціогенних факторів, то процес забезпечення цінової стабільності та стаціонарної інфляції, необхідної для згладжування дефляційного шоку при виконанні критеріїв євроконвергенції, буде суттєво ускладнений.

По-п'яте, пов'язані з бюджетними дефіцитами зрушення у сукупних витратах в економіці, які можуть підвищити цінову волатильність у короткостроковому періоді, суттєво ускладнюють процес таргетування інфляції і забезпечення її стаціонарно низького рівня, який би дозволив більш згладжено виконувати маастрихтські критерії конвергенції без надмірних та дискреційних дефляційних заходів. В даному випадку особливого значення набуває характер еластичності зв'язку між бюджетними дефіцитами та структурною композицією агрегованих витрат суспільного сектора економіки. Так, якщо зростання бюджетних дефіцитів потягне за собою підвищення дискреційних витрат чи якщо дефіцити пов'язані з дією автоматичних стабілізаторів, то дуже важливим буде, чи такі витрати пов'язані з оплатою праці, чи з закупівлею товарів та послуг. У кожному з випадків монетарна контракція повинна спиратися на те, який з даних видів витрат найбільшою мірою може вплинути на зрушення цін у коротко- та середньостроковому періоді і на зміну відносних цін у короткостроковому періоді. У випадку ж коли дефіцити пов'язані зі збільшенням інвестиційного попиту, то наслідки можуть бути більш довгостроковими і стосуватися більш тривалих змін в структурі відносних цін та потоків капіталу. Це ускладнюватиме побудову монетарної контракції, оскільки спрогнозувати характер довгострокових зв'язків між інфляцією і зрушеннями в інвестиційному попиті досить важко. Важливість цього також впливає з того, що неможливо спрогнозувати наперед, як зміна інвестиційного попиту, викликана дефіцитами, вплине на динаміку ВВП-розриву, який є одним з параметрів, що приймається до уваги при таргетуванні інфляції.

По-шосте, з переходом до політики стабільності цін, як і у випадку більшості розвинутих країн, різко підвищується значення фіскальних заходів як інструмента стабілізаційної політики. Як наслідок, створюється суперечливий зв'язок між необхідністю мінімізувати негативний вплив зрушень в бюджетних видатках на цінову динаміку та виконанням такими видатками стабілізуючої ролі при актуалізації тих чи інших негативних шоків, ймовірність яких підвищується мірою посилення відкритості економіки і (пов'язаної з цим) тенденції до спеціалізації. Відповідно, для того щоб ефективно виконувалася стабілізаційна місія бюджету необхідне випереджаюче зниження автономних бюджетних видатків, які би виступили факторами довгострокового бюджетного балансу, але, при цьому, забезпечували би більш елас-

тичну реакцію фіскальної політики на коливання ділового циклу. Зокрема, дана тенденція, як наголошують фахівці Чеського національного банку, впливає з того, що приєднання до маастрихтської угоди автоматично тягне за собою поширення норм Пакту стабільності та зростання на нових членів ЄС, що передбачає циклічну збалансованість бюджету⁴⁹⁷. Відповідно, для того щоб вийти на траєкторію циклічної бюджетної збалансованості необхідне початкове зменшення автономних бюджетних витрат, яке, окрім цього, виступить додатковим сприятливим підґрунтям для ефективного виконання центральними банками монетарних критеріїв конвергенції.

По-сьоме, випереджаюча реакція на євроінтеграцію у вигляді забезпечення бюджетного балансу також впливає з характерного послідувачого впливу запровадження євро на національну фіскальну політику у контексті забезпечення макроекономічної стабільності при умові здійснення єдиної монетарної політики. Так, у перші роки після запровадження євро можна спрогнозувати виникнення детермінант для буму сукупного попиту, який спирається на уніфіковані процентні ставки по євро і позитивний інфляційний диференціал між “старими” членами ЄВС та новими. Внаслідок цього — можливий сплеск інфляції (до того ж який буде підсилюватись тенденцією до вирівнювання цін та ефектом Баласси-Самуельсона), стримування якого буде вже повністю перекладено на фіскальну політику, від якої вимагатиметься рестриктивний режим. Відповідно, здійснення рестриктивної політики з допомогою бюджету після запровадження євро буде неможливе без того, щоб напередодні цього створились передумови для уможливлення такої реакції фіскальних інструментів на інфляційний шок без суттєвого негативного впливу на динаміку ВВП.

Отже, можна зробити висновки, що потреба у проведенні збалансованої бюджетної політики впливає не стільки з необхідності дотримання формальних фіскальних критеріїв конвергенції, скільки з міркувань забезпечення виконання маастрихтських нормативів у їх структурній цілісності, перш за все, їх монетарної складової. Відповідно, необхідною є випереджаюча зміна бюджетної політики в напрямку як мінімум наближення до збалансованого бюджету за кілька років до вступу в ЄС, а не, знову таки, ЄВС. Зокрема, аналіз табл. Д. 5. додатку Д, дозволяє стверджувати, що фіскальна політика найбільших країн-нових членів ЄС не відповідає вимогам процесу входження в зону євро так, щоби звести до мінімуму інтеграційний шок.

5.4. Принципи монетарної інтеграції із зоною євро в українському контексті

Проведений аналіз стратегій інтеграції із зоною євро постсоціалістичних країн, вимагає ряду теоретичних узагальнень з даного приводу. Такі узагальнення повинні здійснюватись відповідно до побудови теоретичної структури процесу моне-

⁴⁹⁷ The Czech Republic and the Euro — Draft Accession Strategy. — Czech National Bank, 2002. — P. 5.

тарної інтеграції трансформаційних економік, яка би вміщувала функціональні наслідки для розробки відповідної стратегічної програми дій (в загальному та відповідно до специфіки окремої країни, зокрема України). Окрім цього, принципово важливим є те, що наростаюча інтеграція трансформаційних країн з глобальною економікою робить останню дедалі відчутнішим фактором розвитку та джерелом впливу на характерні риси процесу євроінтеграції, внаслідок чого такі країни стикаються з додатковими труднощами: глобалізація не полегшує даний процес, а, навпаки, ускладнює, що, в першу чергу, впливає зі структури вимог (маастрихтські критерії конвергенції), які стосуються країн-претендентів на вступ до зони євро. З огляду на те, що монетарний аспект даних критеріїв вміщує внутрішньо суперечливі цілі для центральних банків, особливо актуальним стає процес не стільки формальної орієнтації на такі критерії в межах відповідної стратегії інтеграції, скільки випереджаючої адаптації до нових рамкових умов макроекономічної політики, що обмежується необхідністю дотримання таких критеріїв, та сумісністю такої політики з фундаментальними принципами макроекономічного регулювання у ЄС та ЄВС. Саме в даному контексті яскраво простежується прояв глобалізації та її впливу на трансформаційні економіки, оскільки саме з нею пов'язані труднощі з реалізацією політики відповідно до маастрихтських стандартів. Отже, необхідність випереджаючої адаптації впливає з глобалізаційних факторів впливу на процеси приєднання до зони євро та щільно пов'язана з такими їх атрибутивними рисами як мобільність капіталів, волатильність потоків капіталу, зростання ПІІ та продуктивності праці в секторах, що виробляють товари, які є предметами міжнародної торгівлі, експортна орієнтація, підвищення вразливості до макроекономічних зрушень на геоекономічному рівні (валютні блоки) у контексті підвищення глобальної взаємозалежності в світі тощо. За рахунок цього випереджаюча адаптація повинна стати наріжним каменем стратегії монетарної інтеграції, що буде враховувати досвід нових членів ЄС та помилки в їх політиці щодо підготовки до запровадження євро, забезпечуючи планомірність даного процесу. Зокрема, необхідність планомірності особливо гостро проявляється у тому, що у трансформаційних економіках тільки завершується формування посправжньому ринкової економіки та демократичного суспільства, внаслідок чого дезадаптивні імпульси можуть перевищувати силу адаптивного впливу, хоча поступове запровадження євро стандартів національної макроекономічної політики не може не розглядатись як вихід на новий, якісно вищий, рівень створення макроекономічних умов та детермінант ринкової трансформації в середині постсоціалістичних країн та України.

Так, побудова стратегії монетарної інтеграції із зоною євро повинна спиратися на наступні принципи: інституціональної симетрії; антиципації режиму макроеко-

номічної політики; макроекономічної, зокрема, монетарної однорідності; технологічної (технічної) сумісності (характеристику даних принципів див. у табл. 5.3.).

Таблиця 5.3.

Характеристика принципів монетарної інтеграції із зоною євро

Принципи	Характеристика	Спосіб втілення
Інституціональної симетрії	Інституціональний каркас монетарної політики повинен будуватись на спільних засадах та єдиних принципах, внаслідок чого формувалось би спільне інституціональне поле функціонування органів грошової влади та забезпечення їх пріоритетів. Це передбачає реформування статусу та у більш вузькому розумінні мандату центрального банку. Такий мандат має передбачати, що основним (єдиним основним) завданням центробанку повинно стати підтримання стабільності цін. В більш широкому розумінні та прагматичному плані втілення принципу інституціональної симетрії повинно відображати забезпечення рівня незалежності національних центральних банків адекватного вимогам ЄЦБ. З даним принципом також пов'язане те, що це забезпечує формальне підґрунтя для проведення макроекономічної політики відповідно до тої, яка має місце в ЄС та ЄВС.	Реформування законодавства про центральні банки відповідно до принципу та аспектів їх незалежності, розроблених Європейським монетарним інститутом та втіленим на практиці в Статуті ЄЦБ.
Антиципації режиму макроекономічної політики	Даний принцип передбачає, що для запобігання втратам добробуту в процесі проходження стадій, що передують входженню в ЄВС, та безпосереднього запровадження євро необхідний згладжений вихід на реалізацію критеріїв євроконвергенції, який би давав можливість на момент вступу до ЄС та ЄВС мати адаптовану економіку до режиму функціонування ЄЦБ та спільних засад визначення макропріоритетів. Така адаптація забезпечуватиметься через поступове випереджаюче по відношенню до реальної конвергенції чи формалізації стосунків країни та ЄС/ЄВС запровадження в практику макроекономічної та, в першу чергу, монетарної політики режиму функціонування ЄЦБ.	Поступова мінімізація інфляції до конвергенційного рівня на передодні вступу до ЄС (а не ЄВС), розширення діапазону коливань валютних курсів з метою визначення його значення, наближеного до рівноважного, при фіксації паритету в рамках приєднання до ERM II.
Макроекономічної, зокрема, монетарної однорідності	Однорідність передбачає, що реалізація політики відбувається на спільних засадах (прояв — подібні функції реакцій центральних банків в рамках мандату підтримання цінової стабільності), яка не просто призводить до номінальної конвергенції, але детермінує позитивні структурні зміни, які відтворюють спільність засад монетарної політики на рівні поведінкової функції мікроєдиниць. Внаслідок цього повинно відбутись наближення до системної цілісності засад, принципів та ха-	Перехід до таргетування інфляції, яке би дозволило мінімізувати її рівень до маастрихтського нормативу за кілька років до вступу в ЄС. Це потягне за собою позитивні наслідки для вирівнювання довгострокових процентних ставок та полегшить виконання нормативу щодо них в умовах підтримання плаваю-

	рактеру операційного функціонування ЄЦБ та національних центральних банків країн-кандидатів.	чих курсів до моменту приєднання до ERM II.
Технологічної (технічної) сумісності	Монетарна політика повинна мати не тільки однакові (єдині із зоною євро) цілі, але й спиратись на відповідність технологічних процедур їх досягнення, інакше відмінності в характері монетарних інструментів та пристосуванні трансмісійного механізму до пріоритетів центробанків на макрорівні можуть позначитись на тенденції до дивергенції, перш за все, у рівнях інфляції. Важливість технологічної (технічної) сумісності також впливає з загальних принципів функціонування Європейської системи центральних банків: пристосування грошових ринків до функціонування єдиної платіжної системи, децентралізація окремих операцій рефінансування, єдиний режим впливу на євроліквідність тощо.	Реформування системи монетарних інструментів: стандартизація відповідно до методології ЄЦБ операцій відкритого ринку та рефінансування; зниження мінімальних резервних вимог. Останнє повинно розпочатись когерентно зі стратегією мінімізації інфляції для того, щоб єдина інфляційна ціль ЄЦБ та національного центробанку країни-кандидата могла досягатись за однакових резервних вимог з огляду на їх принципове значення для контролю за грошовою пропозицією та стабілізацією попиту на гроші.

Як видно з табл. 5.3., кожен з даних принципів виконує певне функціональне навантаження. Разом з тим, кожен з них системно пов'язаний з рештою принципів, що впливає з логіки зв'язку між інституціональним каркасом монетарної політики, визначенням її макроекономічних пріоритетів, імплементаційною спроможністю їх досягати в умовах глобалізації (наростаюча відкритість та мобільність капіталів). Також необхідність такої структуризації принципів побудови монетарних аспектів стратегії євроінтеграції впливає з того, що в умовах наростаючого впливу глобалізації на трансформаційні економіки внаслідок підвищення відкритості та лібералізації руху капіталів в процесі приєднання до ЄС формальної орієнтації на критерії конвергенції вже не достатньо для того щоб забезпечити мінімізацію втрат добробуту та оптимізувати процес приєднання до зони євро через запобігання інтеграційному шоку.

Інтеграційним шоком можна вважати такі адаптивні зміни в економіці (здебільшого країни-кандидата, оскільки рівень добробуту у ній нижче, макроекономічна ситуація більшою мірою схильна до нестабільності, а ризик валютно-фінансової дестабілізації вище, оскільки вразливість до викликів глобалізації є більш істотною), які, формуючи трансформаційне підґрунтя для її розвитку в певному інтеграційному напрямку, все ж таки позначаються на широкому спектрі макроекономічних, соціально-економічних та політико-економічних процесах, які відображають негативні зміни або флуктуації добробуту в країні в цілому, окремих груп чи секторів, що стають кількісно значимими та такими, що піддаються змістовій верифікації.

Умовно інтеграційний шок можна поділити на три складові: інституціональну; макроекономічну; імплементаційну.

Інституціональна відображає сукупність реакцій політико-економічної системи країни на необхідність реформування законодавства про центральний банк в напрямку підвищення рівня його незалежності та, зокрема, визначення основним завданням проведення політики стабільності цін та послідує пристосування до таких змін (їх реального макроекономічного виразу, а не зміни визначень у законодавстві). Наявність сил опору таким змінам може спиратися на усвідомлення політичними гравцями втрати певних вигод від вищих рівнів сеньйоражу, що впливають з явища фіскального домінування у прямій чи прихованій формі, та усвідомлення того, що змінений статус центрального банку вже не може слугувати сприятливою передумовою для використання інфляції та валютного курсу з перерозподільчою метою для максимізації добробуту в окремих секторах економіки чи для окремих верств суспільства. Також інституціональний аспект інтеграційного шоку відображає, що після реального переходу до реалізації політики стабільності цін та орієнтації на критерії євроконвергенції за більш незалежного центрального банку може з'явитися тенденція до компенсації втрат від неможливості максимізувати добробут окремих груп за рахунок використання інших важелів, тобто коли забезпечення вигод окремим групам переключається з монетарного інструментарію на, наприклад, фіскальний. Небезпека такого переключення полягає в тому, що розвиток ситуації у політико-економічній системі країни може призвести до погіршення якості бюджетної політики та, зрештою, того, що фіскальна політика буде йти врозріз з конвергенційними критеріями, що, у свою чергу, як показано вище, ускладнюватиме виконання монетарних критеріїв, тобто їх виконання у їх структурній цілісності.

Одним з проявів інституціонального шоку можна назвати ситуацію, коли законодавчі зміни про центральні банків в кандидатах на приєднання до зони євро відповідно до маастрихтських стандартів щодо їх (центробанків) автономії розглядаються ЄЦБ як недостатні. Так, аналіз сумісності національного законодавства про центральні банки з Маастрихтським договором, що здійснюється ЄЦБ, виявив недостатній для вступу до єврозони рівень автономії монетарних органів країн-кандидатів на приєднання⁴⁹⁸. При цьому, як наголошується в даному аналізі, перехід на мандат забезпечення стабільності цін є умовою вступу до ЄС, який передує вступу до ЄВС. З огляду на характер змін, внесених у законодавство про центральні банки кандидатами на приєднання до єврозони, можна зробити висновок: по-перше, фактор євроінтеграції все ж таки визначає, що інституціональне закріплення мандату забезпечення стабільності цін знаходить політичну підтримку, оскільки це є яскраво виражена та легко ідентифіковувана формальна ознака відповідності та суміс-

⁴⁹⁸ ECB Convergence Report. 2004. — Frankfurt-on-Maine: ECB, 2004. — P. 23-32.

ності законодавства про центробанки вимогам процесу євроінтеграції; по-друге, з аналізу такого законодавства та критеріїв його оцінки ЄЦБ випливає, що основними проблемними місцями залишилися взаємовідносини з урядом, чітке формулювання заборони на участь у фінансуванні бюджетного дефіциту, чітке визначення умов звільнення керівництва центробанків, фінансова незалежність (питання розподілу прибутків та формування резервів тощо); по-третє, можна припустити, що внаслідок такої шокової реакції на жорсткі вимоги євростандартів монетарної автономії країни будуть реформувати законодавство в два заходи — перший — перед вступом в ЄС (основним тут буде зміна мандату і визначення його як забезпечення стабільності цін тощо), другий — після аналізу сумісності, що проводиться ЄЦБ, з відповідними висновками для подальших змін в законодавстві, або відповідно до власного бачення таких необхідних змін, незалежно від експертизи з боку Європейського центрального банку.

З цього випливає, що початок реформування статусу центральних банків, зокрема НБУ, та відповідний пошук політичного компромісу для парламентського рішення щодо цього в рамках орієнтації на євроінтеграцію повинні розпочатись заздалегідь (тобто, щоб зміни були внесені не менше, ніж за 5 років до вступу до ЄС). Це повинно позитивно позначитись на: створенні інституціональних передумов для реалізації політики стабільності цін; фактичного наближення до виконання критеріїв конвергенції (зокрема, приймаючи до уваги те, що глобалізація створює додаткові перешкоди для цього); реалізації принципу інституціональної симетрії з ЄВС; перетворення екзогенних обмежень на національну макрополітику на іманентні макropriоритети, які спираються на національне законодавство.

Макроекономічна складова інтеграційного шоку проявляється у наступних аспектах. А) Номінальна конвергенція передбачає зміну монетарної та фіскальної політики відповідно до зближення темпів інфляції, процентних ставок і фіскального дисбалансу до євростандарту, що, природно справляє вплив на протікання економічних процесів. Відповідно, чим більш поступовим буде вихід на виконання маастрихтських нормативів, тим меншою буде дезадаптивна реакція на процес номінальної конвергенції. Б) Приплив капіталу та внутрішній позитивний шок продуктивності, ускладнюючи виконання критеріїв конвергенції у їх структурній цілісності, створюватимуть тим більше труднощів для економічної політики країни-кандидата, чим повільнішим буде вихід на той рівноважний тренд інфляції, який є нормативним, і чим тривалішим в часі буде відсутність передумов для формування рівноважних валютних курсів. В) Чим коротшим в часі буде процес номінальної конвергенції, тим більшою мірою при виході на нормативні рівні інфляції та допустимі обмеження курсових флуктуацій буде даватись взнаки проблема циклічної асинхронності. Тобто, чим більш поступовим буде процес зближення, тим більшою мірою він внутрішньо

абсорбуватиме проблему циклічної невідповідності, оскільки рівноважні рівні інфляції в зоні євро та країні-кандидаті ставатимуть дедалі більш когерентними та співмірними. Г) Швидкість процесу інтеграції може вплинути на добробут економічних агентів через ситуацію, коли підготовка до запровадження євро буде йти врозріз з валютною структурою зовнішніх розрахунків та внутрішньою валютною субституцією. З огляду на те, що така структура багато в чому формується під впливом ринкового вибору, а центральний банк має обмежені можливості це змінити, в світлі суперечливого зв'язку між ступенем орієнтації на євро при визначенні офіційних валютних курсів та циклічною синхронізацією, більш важливим є перехід на плаваючий курс. Внаслідок цього, за відповідного прогресу в розвитку торговельних та інвестиційних зв'язках створюватимуться відтворювальні передумови для підвищення затребуваності євро в структурі зовнішніх розрахунків тощо.

З функціональних міркувань, на рівні монетарної та фіскальної політики макроекономічні аспекти інтеграційного шоку проявлятимуться в контексті проблеми дефляції та обмеженості у застосуванні автоматичних стабілізаторів. Тобто: А) Вихід на рівноважну інфляцію, відповідно до євронормативу, передбачає підвищення процентних ставок, і тільки функціонування у такому режимі дозволить забезпечити їх зниження до рівня, що є критеріальним. Б) Необхідність виконання критеріїв конвергенції у їх структурній цілісності передбачає, що фіскальна політика напередодні вступу до ЄС повинна проводитись на засадах підтримання довгострокового бюджетного балансу, який би створив, окрім ефекту контролю за дефіцитом та державним боргом, передумови для потенційно необхідного маневру у бік зниження рівня автономних бюджетних витрат з метою усунення надмірного тиску на ціни. В обох випадках сила впливу інтеграційного шоку буде тим більш відчутна, чим менше країна буде відповідати принципам номінальної конвергенції.

Імплементативна складова інтеграційного шоку пов'язана з тим, що відмінності в характері та технологічних особливостях застосування інструментів монетарної політики (меншою мірою це стосується фіскальної, хоча нормативи ЄС передбачають, що мінімально можливою ставкою ПДВ є ставка у 15%) створюють передумови для ускладнення реалізації макроекономічної стратегії в напрямку інтеграції, оскільки для цього не вистачає адекватних засобів. Внаслідок цього найбільш суттєвою проблемою буде ефективність контролю за інфляцією в зв'язку зі зниженням норм обов'язкового резервування та трансформацією трансмісійного механізму монетарної політики, що відображає пристосування у фінансово-банківському секторі до євростандартів та технологічних особливостей реалізації монетарної політики. В сукупності компенсація імплементаційного шоку в процесі інтеграції теоретично повинна відбуватись за рахунок застосування інших монетарних інструментів. Втім, в умовах невизначеності та відсутності нових знань про характер монетарної транс-

місії найбільш вірогідним є підвищення ставок грошового ринку та зростання їх волатильності, що може ускладнити процес зниження довгострокових ставок, за рівнем яких здійснюється оцінка відповідності країни маастрихтським критеріям тощо.

Наведені складові інтеграційного шоку безпосередньо пов'язані з принципами побудови монетарної стратегії євроінтеграції. Це обумовлено тим, що сам факт прогнозованої ймовірності такого шоку у багатогранності прояву його складових вимагає відповідної реакції з боку органів макроекономічної політики, а принципи стратегії, відповідно, передбачають побудову політики таким чином, щоб послабити силу цього шоку як такого. Зокрема, характер даних принципів та характер складових інтеграційного шоку структурно взаємопов'язані між собою. Однак, функціональний вимір принципів є ширшим по відношенню до забезпечення послаблення шоку, що впливає з характеру фундаментальних змін у макроекономічній сфері, пов'язаних з процесом євроінтеграції.

Екстраполяція даних проблем на Україну вимагає звернути увагу на ряд принципів моментів. По-перше, поточна макроекономічна ситуація вимагає переорієнтації монетарної політики в напрямку підвищення гнучкості валютного курсу та забезпечення цінової стабільності в рамках розв'язання сукупності внутрішніх проблем, які пов'язані з пришвидшення інфляції у 2003-2004 рр. внаслідок прискореного нагромадження валютних резервів в умовах платіжного профіциту (детальніше макроситуацію в Україні презентує табл. Д.6. додатку Д). По-друге, в цьому розумінні євроінтеграційні виміри національної монетарної політики можуть розглядатись як домінуючі принципи функціонування НБУ тільки при забезпеченні рівня інфляції на рівні не більше 5% впродовж кількох років, після чого слід розпочати реалізацію заходів із поступового запровадження критеріїв конвергенції в структуру макроекономічних пріоритетів Уряду та Нацбанку. По-третє, вже починаючи з 2005 р. необхідно розпочати процес розробки якісно нового проекту Закону про Національний банк України, який не тільки би передбачав визнання політики стабільності цін головним завданням НБУ, а враховував досвід трансформації інституціонального каркасу монетарних органів нових членів ЄС та вимоги ЄЦБ до відповідного законодавства. По-четверте, тільки в рамках мінімізації інфляції можна забезпечити поступову уніфікацію монетарних інструментів НБУ та ЄЦБ. Понад усе це стосується нормативу резервування, хоча принциповою проблемою у випадку України також є недостатній рівень розвитку внутрішнього фінансового ринку та недостатньо глибокий та такий, що не користується широкою довірою, ринок внутрішнього боргу.

Важливість внесення указаних змін у сферу функціонування НБУ, з одного боку, впливає з проголошеного пріоритету вступу до ЄС. Тобто, з огляду на формальні вимоги до вступу та поширення маастрихтських критеріїв, власне, на процес

інтеграції з Євросоюзом, такі зміни є необхідними саме з міркувань визнання ціллі вітчизняної політики вступу у ЄС. Відповідно, як вже зазначалось, такі зміни повинні стосуватися не тільки зміни інституціонального каркасу функціонування НБУ, але й виконання критеріїв конвергенції, принаймні сумісності поточної макроекономічної ситуації з можливістю їх виконати, як це видно з досвіду вступу до ЄС нових членів. З іншого боку, такі зміни, які в цілому відображають запровадження указаних принципів побудови монетарної стратегії євроінтеграції, є необхідними з міркувань впливу глобалізації на Україну. З огляду на те, що будь-який інтеграційний вектор України продовжує розглядатись в контексті “Захід-Схід”, необхідно зауважити, що глобалізаційні детермінанти пріоритетності монетарної інтеграції із зоною євро як раз яскраво відображають неефективність монетарної інтеграції у східному напрямку, що підтверджується не тільки вразливістю самої Росії до процесів фінансової глобалізації, але й характером валютної уніфікації між нею та Беларуссю⁴⁹⁹. З огляду на віддалену перспективу обговорення безпосередніх напрямків та конкретних стратегій вступу України в зону євро, на сьогодні можна окреслити наступні детермінанти вибору на користь ЄВС в умовах глобалізації та суперечливих процесів валютної уніфікації в рамках СНД, що демонструє табл. 5.4.

Таблиця 5.4.

Детермінанти інтеграції України із зоною євро

Фактори	Характеристика
Глобалізації	Приєднання України до зони євро відобразатиме включення вітчизняної економіки до глобально стійкої економічної структури. Високий рівень відкритості вітчизняної економіки буде компенсуватися належністю до великої більш закритої, ніж України, економіки єврозони. Запровадження євро усунуватиме ризик валютно-курсової нестабільності, що може викликатись подвійною проблемою: тенденцією до ревальвації гривні для забезпечення цінової стабільності та посилення ролі якісних факторів економічного зростання з одного боку і тенденцією до доларизації пасивів з іншого боку, що суттєво звужуватиме маневр центробанку у сфері валютних курсів. Оскільки тенденція до скасування обмежень на рух капіталу є неминучою, то підвищення волатильності потоків капіталу ускладнюватиме реалізацію політики стабільності цін (зв'язок між грошовою пропозицією, валютними резервами та рухом капіталів), зокрема, в контексті запобігання втрат у фінансовому секторі з доларизованими пасивами. Вступ до ЄВС усуне проблему фінансування дефіциту поточного рахунку, який може з'явитись внаслідок швидкого економічного зростання, технічного переоснащення вітчизняної економіки та ревальвації гривні, оскільки потоки капіталів перемістяться в рамках однієї валютної зони з потужною світовою валютою. Створяться передумови для зниження ризику зовнішніх запозичень та розвитку фінансового сектора, що особливо важливо з огляду на низький потенціал вітчизняної банківської системи та капіталізацію фондового ринку, а за рахунок цього послабиться роль курсового фактора у визначенні вартості залучення капіталів, що, у свою чергу, не йтиме врозріз з політикою цінової стабільності. Вступ до ЄВС повністю усуває проблему кластерного поширення валютних криз, досвід чого Україна пережила у 1998 р. Тобто, вразливість торгівельних партнерів України на Сході до викликів глобалізації є безпосереднім фактором, що повинен мотивувати інтеграцію із зоною євро. Приєднання до євроленду забезпечить якісне оновлення фундаментальних основ макроекономічної політики: стабільність цін, бюджетна дисципліна, лібералізм, що в сукупності створюють якісне підґрунтя для розвитку економіки на засад конкуренції та інноваційності. А останнє є основою формування можливостей виживання в глобальному конкурентному середовищі.
Регіональної інтеграції	Вступ до ЄВС буде логічним продовженням інтеграції з ЄС, який остаточно забезпечить позиціонування України в системі належності до валютних блоків. Це забезпечить формування єдиного валютного простору з одним з найбільш емних глобальних ринків товарів, капіталів та технологій,

⁴⁹⁹ Gulde A.-M., Jafarov E., Prokopenko V. A Common Currency for Belarus and Russia? // IMF Working Paper. — 2004. — WP/04/228. — P. 1-32.

	що сприятиме економічному зростанню в Україні через забезпечення фінансових та конкурентних стимулів для структурної перебудови економіки.
Оптимальних валютних зон	Навіть побіжний аналіз відповідності України критеріям оптимальності валютної зони з євролендом та Росією (як альтернативному гео економічному та інтеграційному центру) дозволяє стверджувати, що: на даний момент вітчизняна економіка не відповідає критеріям оптимальності ні у Західному, ні у Східному векторі. Щодо Західного вектору, то це обумовлено низькою фінансовою інтеграцією, мобільністю виробничих факторів, відмінними структурами економіки та рівнем її розвитку. Щодо Східного, — асиметричністю шоків (експортер енергоресурсів (Росія) та їх імпортер (Україна) не становлять такої зони за визначенням), поступовим послабленням кореляції між бізнес-циклами, які ще самі по собі перебувають у зародковому стані, відмінними макроекономічними пріоритетами (в Україні рівень незалежності центробанку є вище, інфляція, фіскальна розбалансованість та обтяженість зовнішнім боргом є нижчими, а економічне зростання за 2002-2004 рр. виявилось вищим). Відповідно, говорити про відповідність оптимальній валютній зоні в даному контексті слід з огляду на перспективу. В цьому розумінні, можна стверджувати, що економічне зростання, тенденції розвитку зовнішньоторговельних стосунків України, характер структури економіки і потенційно вища ймовірність симетричних шоків (зона євро та Україна є експортерами енергоресурсів) та джерела припливу капіталу говорять, що вітчизняна економіка в перспективі буде більше відповідати ознакам оптимальності із зоною євро, ніж з Росією.
Суперечливих процесів валютної уніфікації при домінуванні Росії	Процеси валютної уніфікації на пострадянському просторі демонструють, що не існує широкої економічної зацікавленості у цьому поза політичними намаганнями Росії відновити своє домінування. Зокрема, відсутність економічної зацікавленості випливає з того, що країни СНД вже набагато менше відповідають критеріям оптимальності валютної зони, ніж раніше. Вони виявилися фрагментаризованими за характером включення зовнішнього сектору у систему глобального регулювання (членство у ВТО) та глибиною структурних і інституціональних реформ. Показовим також є досвід валютної уніфікації Росії та Білорусі, який демонструє намагання останньої отримати додаткові вигоди для себе у вигляді стимулів та можливостей для білоруського експорту без прийняття на себе зобов'язань по підтриманню монетарної дисципліни та ліквідації системи м'яких бюджетних обмежень. Відповідно, це проявляється на рівні відмінного бачення моделі валютного союзу та багаторазовим відкладанням процесу його остаточної реалізації. Втім, привабливість для Білорусі рубля випливає з того, що в Росії макроекономічна ситуація краще (зокрема, інфляція набагато нижче, що підтвердили кризові 1998-1999 рр.), тоді як для України це не може розглядатись як мотивуючий критерій до валютної уніфікації, з огляду на вищу стабільність гривні і вищий рівень інституціональної симетрії у сфері функціонування центробанків із новими членами ЄС.

Отже, фактори глобалізації, як і у випадку нових членів ЄС, повинні розглядатись як принципово важливі при обґрунтуванні вибору напрямку та побудови стратегії монетарної інтеграції України.

ВИСНОВКИ

У монографії наведене узагальнення і нове вирішення проблеми теоретичних підходів до дослідження закономірностей прояву монетарних проблем функціонування глобальної фінансової архітектури, що виявляється у розробці загальнотеоретичних положень, в яких обґрунтовуються взаємообумовлений зв'язок між характером монетарного вибору у відкритій економіці і розвитком процесів глобалізації, а також варіанти можливого запобігання викликам глобалізації (на національному, регіональному рівні та рівні міжнародної фінансової архітектури) з огляду на еволюцію центральних банків як інституцій у контексті еволюції міжнародної валютної системи.

Розвиток процесів глобалізації як процесу підвищення цілісності світового господарства, взаємозалежності країн та тенденції до конвергенції безпосередньо пов'язаний з характером монетарного вибору у відкритій економіці, який передбачає, що мобільність капіталу (без якої неможлива глобалізація) повинна кореспондувати або з фіксованими валютними курсами і підпорядкуванням монетарної політики потребам пристосування до платіжного балансу (міжнародний золотий стандарт), або з плаваючими курсами та орієнтацією монетарної політики на внутрішню рівновагу (постбретонвудський період). При цьому, як показала тривала еволюція міжнародної валютної системи та центральних банків як інституцій, орієнтація на внутрішню рівновагу стає домінуючим принципом монетарної політики, який поступово субординує усі інші аспекти монетарного вибору у відкритій економіці (мобільність капіталів, валютний курс), але, приймаючи до уваги затребуваність капітальної мобільності для розвитку процесів міжнародної інтеграції та використання переваг відкритості національної економіки для економічного зростання та підвищення добробуту, стає фундаментальною передумовою для розвитку процесів глобалізації.

Лібералізація руху капіталу та перехід до плаваючих курсів створили передумови для швидкого розвитку міжнародних валютних та фінансових ринків. Як наслідок, останні створили передумови для перегляду значення валютного курсу в системі монетарної політики. При цьому, глобалізація детермінує складне переплетення затребуваності як гнучкості валютного курсу, так і підтримання його стабільності, що особливо яскраво простежується на прикладі країн, що розвиваються. Якщо для розвинутих країн питання режиму валютного курсу практично вирішено, то країни, що розвиваються, попри оголошення плаваючого курсу, тяжіють до його фіксованого значення, породжуючи фундаментальні ризики для макрофінансової стабільності в умовах глобалізації, оскільки остання за конфлікту цілей монетарної політики щодо внутрішніх макрозмінних та валютного курсу є фактором валютних криз та руйнівних фінансових потрясінь. Відповідно, формується тенденція до підвищення

гнучкості валютного курсу, або до усунення курсу як такого. В останньому випадку доларизація розглядається як радикальний засіб забезпечення монетарних передумов для макроекономічної стабільності в умовах збільшення зовнішніх зобов'язань приватного сектору, волатильності і імперфекцій міжнародних фінансових ринків та збереження недовіри ринків до монетарної політики в країнах, що розвиваються, навіть попри кардинальну дезінфляцію і ряд позитивних інституціональних змін у сфері функціонування центральних банків. Втім, доларизація не розв'язує дилеми суверенітету і дефляційного ризику, що актуалізує проблематику створення та функціонування валютних союзів в умовах глобалізації.

Так, в умовах глобалізації традиційні уявлення про передумови та детермінанти формування валютних союзів, представлені в основному теорією оптимальних валютних зон, потребують перегляду. Можна стверджувати, що дана теорія вже не може вважатися гносеологічним підґрунтям формування валютних союзів в умовах глобалізації, оскільки остання породжує цілий комплекс передумов для монетарної уніфікації, серед яких слід виділити: утворення валютного союзу кореспондує з формуванням глобально стійкої економічної структури з масштабним внутрішнім споживчим ринком, внаслідок чого відбувається трансформація моделі економічного зростання у бік посилення ендогенності, а рівень відкритості такої структури знижується; за рахунок цього знижується ризик коливань валютних курсів, внаслідок чого монетарна політика за мобільності капіталів може здійснюватись відповідно до пріоритету внутрішньої рівноваги без ризику конфлікту цілей та відповідного провокування валютних спекуляцій; монетарна уніфікація усуває передумови для регіонального поширення валютних криз та створює передумови для розвитку інтра регіональної торгівлі; зона єдиної валюти є потужним фактором розвитку та поглиблення фінансових ринків, внаслідок чого послаблюється залежність від зовнішніх потоків капіталу; створення монетарних інституцій валютного союзу забезпечує вищий рівень стабільності макроекономічної політики (незалежність центрального банку та мандат на проведення політики стабільності цін; фіскальна дисципліна), внаслідок чого довіра до неї зростає, а ризик дестабілізації при глобальних потрясіннях зменшується.

Процеси валютної уніфікації у Західній Європі, на Східних Карибах, в Західній Африці та Перській Затоці демонструють, що в кожному з випадків присутній елемент глобалізації при обґрунтуванні валютної уніфікації, хоча він зважується на певний набір факторів, пов'язаний з внутрішньою логікою регіональної інтеграції. Найбільшою мірою фактори глобалізації при формуванні валютного союзу простежуються у Європі, найменшою — у Західній Африці. Глобалізація створює також передумови для потенційної затребуваності монетарної уніфікації у Латинській Америці та в Південно-Східній Азії.

Принциповими рисами сучасної глобальної фінансової архітектури та монетарної системи є: блоковий поділ світу між геоекономічними центрами; конкуренція провідних валют при виконанні ролі деномінації резервних активів; асиметрія між положенням долара США у глобальних резервах та роллю американської економіки в глобальному ВВП та експорті. Як наслідок, формується тенденція до зміщення акцентів з відтворювальної взаємозалежності в світі у напрямку посилення її монетарних аспектів саме в контексті домінування США. Причому, платіжний дефіцит Сполучених Штатів, багато в чому індукований специфікою макропріоритетів Америки, є детермінуючим фактором динаміки глобальних валютних резервів (залежність між ними є експоненціальною), що на тлі значного профіциту платіжного балансу та гіпертрофії валютних резервів в Азії стає загрозливим фактором розгортання глобальної інфляції. А політика азійських центральних банків щодо нагромадження резервів загрожує глобальній економіці тим, що платіжний дефіцит США переходить на самовідтворювальну основу глобального рівня. При цьому, в глобальній економіці формуються своєрідні широкі валютні зони (належність країн до того чи іншого валютного блоку відповідно до того, з яким з них відповідність критеріям оптимальності валютних зон є більш вірогідною), внаслідок чого важливою є ідентифікація країни з тим чи іншим валютним блоком. Проблемою тут також є те, що в сучасних умовах глобальної інтеграції проблема “трилеми” вже актуалізується на рівні валютних блоків і може не підтверджуватись в середині блоків, що суттєво послаблює автономію монетарної політики від екзогенних факторів, зокрема, простежується наростаюча корельованість процентних ставок у світі ставками у США. З виникненням широких оптимальних валютних зон також виникає проблема того, що зовнішньоекономічна орієнтація країни та фінансові, валютні та монетарні аспекти глобальної взаємозалежності можуть не співпадати, внаслідок чого відсутність інтра регіональної компоненти розвитку робить такі країни надзвичайно вразливими до коливання валютних курсів, переш за все, між долларом та євро.

Втім, незважаючи на істотні монетарні проблеми глобальної економіки, на сьогодні не існує передумов для формування цілісної системи глобального регулювання, попри те, що існують глобальні провали ринку та вже виникли глобальні суспільні блага; валютно-фінансова стабільність в окремій країні на сьогодні є одним з них, оскільки за сучасного розвитку ринків капіталу та їх імперфекцій кризи мають тенденцію до міграції. Неможливість виникнення системи глобального регулювання багато в чому зумовлюється відсутністю справжнього глобального суспільства та тим, що гегемоністські концепції стабільності на сьогодні не відповідають рівню взаємозалежності у світі. Більше того, будь-які спроби обмеження на національну монетарну політику з метою підтримання глобальної стабільності будуть неефективними як з міркувань того, що провідні центральні банки не відступлять від пріори-

тету внутрішньої рівноваги (особливо в контексті проведення політики стабільності цін), так і з міркувань того, що на сьогодні не існує ні засобів ні передумов для заходів, які би, обмежуючи коливання валютних курсів, виступили фактором забезпечення такої стабільності. Основна передумова цього, — циклічна дивергенція, яка розвивається на тлі того, що глобалізація створює внутрішні передумови для синхронізації бізнес-циклів. Але саме з фінансовою глобалізацією пов'язана ситуація, коли міжнародна диверсифікація портфелів мінімізує вплив шоків пропозиції з однієї країни на іншу, що стає фундаментальною передумовою для реальної регіоналізації. Відповідно, одним з найбільш ймовірних варіантів підвищення стабільності глобальної фінансової архітектури є міжнародна координація макроекономічної політики.

Глобалізація створила специфічну ситуацію, коли, з одного боку, наростаюча сила “ефекту переливу” є фактором затребуваності координації. При цьому, саме з проблемою дефіцитних платіжних балансів та відхиленням валютних курсів від фундаментально рівноважних пов'язуються реалізація міжнародної координації макropolітики як такої. З іншого боку, платіжні баланси не є факторами внутрішньої монетарної політики, а підтримання валютних курсів на рівноважних траєкторіях привнесе тільки додаткові флуктуації ринків. Зокрема, простежується тенденція до послаблення участі центральних банків в процесах міжнародної координації макropolітики, з огляду на те, що монетарна політика здійснюється з орієнтацією на цінову стабільність і це інституціонально формалізовано, отже в багатьох випадках має національну політичну легітимність. За рахунок цього зростає роль міжнародної координації фіскальної, регуляторної та наглядової політики; практика багатосторонніх інтервенцій стає скоріше виключенням, а їх застосування відбувається у екстремальних випадках.

В рамках трансформації глобальної фінансової архітектури зазнає фундаментальних змін функціонування МВФ. Перш за все можна виділити, що формується тенденція нав'язування МВФ ролі кредитора останньої інстанції, а модифікація характеру валютних криз в умовах глобалізації створює передумови для того, що саме ця роль починає відводитись Фонду в системі глобального регулювання. У свою чергу, це є принципово відмінною роллю, порівняно з тою, яку виконував МВФ при заснуванні і яку почав виконувати після переходу до системи плаваючих курсів. Відповідно, за цих обставин та за підвищення монетарної ефективності центральних банків, чому сприяються інституціональні трансформації під егідою Фонду, вплив МВФ на монетарну політику країн-реципієнтів радикально знижується.

Ринкова трансформація постсоціалістичних країн відображає складне переплетіння внутрішньо економічних та глобальних факторів монетарної політики. Основний вплив глобалізації на монетарну політику перехідних суспільств справляєть-

ся через канал високої торговельної відкритості, волатильності короткострокових капіталів, припливу ПІІ та ефекту Баласи-Самуельсона. Це, в підсумку, виступило принциповим фактором затребуваності переходу на гнучкіші валютні курси та таргетування інфляції у найбільших постсоціалістичних економіках (Польща, Чехія, Угорщина). Валютно-фінансові кризи, які пережили практично більшість постсоціалістичних країн, зокрема Україна у 1998 р., відображають стереотипний зв'язок між глобальною волатильністю фінансових ринків та конфліктом цілей монетарної політики.

Глобалізація створює фундаментальні передумови для інтеграції країн Центрально-Східної Європи до зони євро. Це впливає як з розробленого обґрунтування необхідності формування валютних союзів в умовах глобалізації та специфічної вразливості таких країн (ефект Баласи-Самуельсона, значний зовнішній дефіцит, вразливість до волатильних потоків капіталу тощо), а також з того, що виконання критеріїв євроконвергенції само по собі створює передумови для затребуваності більш швидкого переходу на євро: такі критерії передбачають конфлікт цілей монетарної політики, що є вкрай небезпечним в умовах глобалізації; мінімізація інфляції на тлі припливу капіталу та ефекту Баласи-Самуельсона може справляти депресивний вплив на економіку тощо.

Аналіз стратегій інтеграції із зоною євро та специфічний вплив глобалізації на трансформаційні економіки дозволяє стверджувати: принциповим є випереджаюче виконання маастрихтських критеріїв і відповідні інституціональні реформи у сфері функціонування центральних банків, які би забезпечили згладжений перехід на реалізацію макроекономічної політики відповідно до стандартів ЄС та ЄВС. Відповідно, така стратегія повинна будуватись на основі наступних принципів: інституціональної симетрії; антиципації режиму макроекономічного регулювання; макроекономічної однорідності; технічної сумісності. В сукупності це дозволить мінімізувати інтеграційний шок (який має інституціональний, макроекономічний та імплементаційний аспекти). Наростаюча інтеграція України з глобальною економікою актуалізує вибір на користь пріоритету монетарної уніфікації у західному напрямку, для чого необхідне реформування НБУ, трансформація його основного завдання, поступове забезпечення мінімізації інфляції до маастрихтських нормативів ще до вступу в ЄС та підвищення гнучкості валютного курсу, що покращить передумови для виконання критеріїв конвергенції та запобігатиме інтеграційному шоку з огляду на випереджаючу адаптацію до стандартів макроекономічної політики ЄС та ЄВС.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Абалкин Л. Ещё раз о бегстве капитала из России // Деньги и кредит. — 2000. — №2. — С. 24-30.
2. Адамик Б. Вибір цільової спрямованості монетарної політики в Україні // Світ фінансів. — 2004. — Вип. 1. — С. 72-81.
3. Аникин А. История финансовых потрясений. От Джона Ло до Сергея Кириенко. — М.: Олимп-Бизнес, 2000. — 384 с.
4. Афонцев С. Проблема глобального управления мирохозяйственной системой: теоретические аспекты // МЭиМО. — 2001. — С. 65-70.
5. Базилевич В., Дорошенко І. Визначення режиму валютного курсу і його вплив на темпи інфляції та економічного зростання // Економіст. — 1999. — №12. — С. 44-49.
6. Бакаев О. Глобалізація фінансових ринків // Стратегії економічного розвитку в умовах глобалізації: Монографія. За ред. д-ра екон. наук, проф. Д.Г. Лук'яненка. — К.: КНЕУ, 2001. — С. 195-214.
7. Бегг Д., Джавацци Ф., Выплож Ч. Вопросы формирования валютной политики ЕВС // Вопросы экономики. — 1999. — №1. — С. 33-50.
8. Берг Э., Боренштейн Э. Полная долларизация: преимущества и недостатки // Вопросы экономики. МВФ. Вашингтон. О.К. — Изд. на русс. яз.— 2000. — №24. — С. 1-22.
9. Білорус О., Мацейко Ю. Конкурентоспроможність у сучасному глобальному світі // Економічний часопис. — 2002. — №9. — С. 7-10.
10. Берестовий С. Вплив політики обмінного курсу на економічні процеси в перехідних економіках // Економіст. — 2000. — №9. — С. 33-35.
11. Бланкарт Ш. Державні фінанси в умовах демократії: Пер. з нім. — К.: Либідь, 2000. — 654 с.
12. Болгарін І., Махадева Л., Штерн Г. Деякі методологічні аспекти побудови та використання моделі механізму монетарної трансмісії в Україні // Вісник НБУ. — 2000. — №11. — С. 4-6.
13. Бондаренко А. Какие современные мировые валюты можно считать мировыми? // МЭиМО. — 2003. — №9. — С. 48-52.
14. Бофингер П., Флассбек Г., Хоффманн Л. Экономика ортодоксальной монетарной стабилизации: пример России, Украины и Казахстана // Вопросы экономики. — 1995. — №12. — С. 26-44.
15. Бузгалин А. В. Переходная экономика: курс лекций по аналитической экономии. — М.: Таурис; Просперус, 1994. — 472 с.
16. Бурда М., Выплож Ч. Макроекономика: Учебник -2-е изд. — Спб.: Судостроение: 1998. — 544 с.
17. Буторина О. Новые члены ЕС и их перспективы в зоне евро // Деньги и кредит. — 2004. — №5. — С. 50-58.
18. Быстряков И. Метапространство глобальной экономики // Економічний часопис. — 2002. — №9. — С. 12-17.
19. Бюджет // Українсько-Європейський центр з питань законодавства. Тенденції української економіки. — 1998. — №12. — С. 5.
20. Вахненко Т. Визначальні фактори формування валютних курсів // Вісник НБУ. — 2004. — №8. — С. 31-37.
21. Волобуев В. Эволюция модели смешанной экономики и бюджетная макростратегия в США // МЭиМО. — 2001. — №4. — С. 21-29.
22. Гайдар Е. «Детские болезни» постсоциализма // Вопросы экономики. — 1997. — №4. — С. 4-25.
23. Гальчинський А. Україна: поступ в майбутнє. — К.: Основи, 1999. — 220 с.
24. Гальчинський А. Теорія грошей. — К.: Основи, 1996. — 413 с.
25. Геблер И. Макроэкономика / Пер. с нем. — К.: НМК ВО, 1993. — 399 с.
26. Геєць В. Перспективи світового економічного зростання у 2000-2002 роках // Вісник НБУ. — 2000. — №2. — С. 20-25.
27. Геєць В. Питання теорії і практики макроекономічної стабілізації в аспекті переходу від кризи до зростання // Вісник НБУ. — 1997. — №9. — С. 10-17.

28. Герст П., Томсон Г. Сумніви в глобалізації. Пер. з англ. — К.: К.І.С., 2002. — 306 с.
29. Гіл Ч. Міжнародний бізнес. — К.: Основи, 2001. — 854 с.
30. Гладій І. Транснаціональна регіоналізація глобалізаційного економічного простору: системно-синергетичний підхід // Журнал європейської економіки. — 2004. — Том 3. (№1). — С. 79-95.
31. Глобалізація / Економічна енциклопедія: У трьох томах. Т.1. — К.: Видавничий центр “Академія”, 2000. — С. 264-265.
32. Глобалізація і безпека розвитку: Монографія / Керівник авт. колективу і наук. ред. О.Г.Білорус. — К.: КНЕУ, 2001. — 798 с.
33. Гранвилл Б. Проблемы стабилизации денежного обращения в России // Вопросы экономики. — 1999. — №1. — С. 13-32.
34. Григорьев Л. Трансформация без иностранного капитала: 10 лет спустя // Вопросы экономики. — 2001. — №6. — С. 18-19.
35. Грос Д., Штайнхерр А. Реформи банківської системи у Східній Європі. Особливості України // Україна на роздоріжжі. — За ред. А.Зіденберга та Л.Хоффманн. — Київ: Фенікс, 1998. — С. 205-231.
36. Губайдуллина Ф. Прямые иностранные инвестиции, деятельность ТНК и глобализация // МЭиМО. — 2003. — №2. — С. 42-47.
37. Дзюблюк О. В. Організація грошово-кредитних відносин суспільства в умовах ринкового реформування економіки. — К.: Поліграфкнига, 2000. — 512 с.
38. Дзюблюк О. Вплив рівня монетизації економіки України на кредитну діяльність комерційних банків в умовах перехідного періоду // Вісник НБУ. — 2000. — №5. — С. 4-9.
39. Долан Эд. Деньги, банки и денежно-кредитная политика / Пер. с англ. — СПб, 1994. — С. 496.
40. Долгов С.И. Глобализация экономики: новое слово или новое явление? — М.: Экономика, 1998. — 208 с.
41. Дорнбуш Р., Фішер С. Макраекономіка: Пер. з англ. — К.: Основи, 1996. — 814 с.
42. Думная Н. Глобальная экономика — новая среда международного бизнеса // Интернационализация и глобализация на бизнеса. — Свищов, 1998. — С. 2-16.
43. Звонова Е. Международное внешнее финансирование в современной экономике. — М.: Экономика, 2000. — 324 с.
44. Зевин Л. Национальные экономические системы в глобальных процессах // МЭиМО. — 2003. — №11. — С. 17-24.
45. Зевин Л. Проблемы регулирования глобальных экономических процессов // МЭиМО. — 2002. — №7. — С. 38-45.
46. Евро – дитя Манделла? Теорія оптимальних валютних зон: Сборник статей: Пер. с англ. — М.: Дело, 2002. — 368 с.
47. Игер Л. Предисловие // Смит В. Происхождение центральных банков / Институт национальной модели экономики. Тверь, 1996ю — С. 7-21.
48. История экономических учений: (современный этап) / Под общ. ред. А.Г.Худокормова. — М.: ИНФРА-М, 1998. — 733 с.
49. Карагодин И. Стабилизационные программы в Латинской Америке // МЭиМО. — 1994. — №3. — С. 83-95.
50. Кейнс Дж.М. Общая теория занятости, процента и денег / Антология экономической классики. — М.: ЭКОНОВ, Ключ, 1993. — С. 137-432.
51. Кенен П. Теория оптимальных валютных зон: эклектический подход // Евро дитя Манделла? Теория оптимальных валютных зон: Сборник статей: Пер. с англ. — М.: Дело, 2002. — С. 92-116.
52. Киреев А. П. Международная экономика: В 2-х ч. — Ч. 1: Международная микроэкономика: движение товаров и факторов производства. Учебное пособие для вузов. — М.: Междунар. отношения, 1998. — 416 с.
53. Киреев А. П. Международная экономика: В 2-х ч. — Ч. 2: Международная макроэкономика: открытая экономика и макроэкономическое программирование. Учебное пособие для вузов. — М.: Междунар. отношения, 1998.—488 с.
54. Классики кейнсианства: В 2-х т. Т. I. К теории экономической динамики / Р. Харрод. Экономические циклы и национальный доход Ч. I-II. Хансен Э. — М.: ОАО Издательство “Экономика”, 1997. — 416 с.

55. Классики кейнсианства: В 2-х т. Т. II. Хансен Э. Экономические циклы и национальный доход Ч. III-IV. / Хансен Э. — М.: ОАО Издательство “Экономика”, 1997. — 431 с.
56. Козюк В.В. Актуальні питання теоретичного обґрунтування офіційної доларизації в умовах глобалізації економіки // Актуальні проблеми економіки. — 2004. — №10. — С. 33-42.
57. Козюк В.В. Актуальні проблеми монетарної уніфікації у Західній Африці в контексті інтеграційних та глобалізаційних процесів // Світ фінансів. — 2004. — Вип. 1. — С. 130-140.
58. Козюк В.В. Глобалізаційні детермінанти формування та функціонування Східно-карибського валютного союзу // Галицький економічний вісник. — 2004. — №4. — С. 9-16.
59. Козюк В. Глобальні чинники макроекономічної політики: фіскальні та монетарні аспекти // Вісник ТАНГ. — 2002. — Вип. 4. — С. 44-49.
60. Козюк В.В. Державний борг в умовах ринкової трансформації економіки України. — Тернопіль: Карт-бланш, 2002. — 238 с.
61. Козюк В.В. Етимологія глобалізації в аспекті монетарної політики // Вісник ТАНГУ. — 2004. — №1. — С. 106-118.
62. Козюк В.В. Еволюція міжнародного валютного устрою та глобалізація у світлі трансформації пріоритетів монетарної політики // Галицький економічний вісник. — 2004. — №2. — С. 3-15.
63. Козюк В. Закономірності розвитку системи інструментів монетарної політики в трансформаційних економіках // Галицький економічний вісник. — 2004. — №1. — С. 5-14.
64. Козюк В.В. Закономірності становлення центральних банків у перехідних економіках: аспекти взаємовідносин з урядом та виклики в умовах глобалізації // Вісник Волинського державного університету. — 2003. — №12. — С. 28-32.
65. Козюк В.В. Зв'язок між інфляцією і безробіттям у світлі глобалізації та відкритості економіки // Журнал європейської економіки. — 2004. — Том 3 (№3). — С. 262-276.
66. Козюк В. Конвергенційні тенденції у сфері інституціональної організації центральних банків в умовах глобалізації: роль МВФ // Актуальні проблеми міжнародних відносин. — 2004. — Випуск 46. (частина I). — С. 170-175.
67. Козюк В.В. Місце та роль центральних банків у формуванні глобалізаційних процесів // Банківська справа. — 2004. — №4. — С. 23-32.
68. Козюк В.В. Незалежність центральних банків. — Тернопіль: Карт-бланш, 2004. — 244 с.
69. Козюк В.В. Незалежність центральних банків у світлі макроекономічного аналізу глобалізаційних процесів // Вісник НБУ. — 2004. — №7. — С. 24-28.
70. Козюк В. Поведінка центрального банку в світлі концепції сучасної монетарної теорії // Журнал європейської економіки. — 2003. — Том 2. — №2. — С. 226-248.
71. Козюк В. Проблеми емпіричної верифікації незалежності центральних банків // Вісник НБУ. — 2003. — №5. — С. 48-51.
72. Козюк В.В. Проблеми макроекономічної політики у світлі формування глобальної рівноваги // Економіка України. — 2004 — №9. — С. 53-60.
73. Козюк В. Процентні ставки та монетарна політика в світлі глобалізації фінансових ринків // Вісник ТАНГУ. — 2004. — №2. — С. 144-152.
74. Козюк В.В. Структурно-функціональний аналіз розвитку центральних банків // Банківська справа. — 2003. — №1. — С. 64-73.
75. Козюк В.В. Сучасні центральні банки: середовище функціонування та монетарні рішення. — Тернопіль: Астон, 2001. — 300 с.
76. Козюк В. Центральні банки та монетарна політика в системі кейнсіанського макрорегулятивного механізму // Вісник ТАНГУ. — 2003. — №1. — С. 73-79.
77. Козюк В.В. Щодо питання про зв'язок між інфляцією та незалежністю центральних банків у країнах колишнього СРСР // Вісник НБУ. — 2003. — №7. — С. 19-24.
78. Кокошинські Р. Грошово-кредитна політика та політика валютного курсу під час періоду трансформації: досвід та рекомендації //Хоффманн Л., Мьоллерс Ф. Україна на шляху до Європи. — К.: Фенікс, — 2001. — С. 235-244.
79. Коллонтай В. Эволюция западных концепций глобализации (статья первая) // МЭМО. — 2002. — №1. — С. 24-30.
80. Коллонтай В. Эволюция западных концепций глобализации (статья вторая) // МЭМО. — 2002. — №2. — С. 32-39.

81. Колодко Гж. Глобалізація і перспективи розвитку постсоціалістичних країн. — К.: Основні цінності, 2002. — 248 с.
82. Колодко Г. Глобализация и сближение уровней экономического развития: от спада к росту в странах с переходной экономикой // Вопросы экономики. — 2000. — №10. — С. 4-26.
83. Колодко Гж. Польша 2000. Новая экономическая стратегия. — Варшава: Польштекст, 1996. — 160 с.
84. Комарницький І., Нікіфоров П. Валютно-фінансовий аспект глобалізації національної економіки // Стратегії економічного розвитку в умовах глобалізації: Монографія. За ред. д-ра екон. наук, проф. Д.Г. Лук'яненка. — К.: КНЕУ, 2001. — С. 430-436.
85. Копич І., Шевчук В. Монетарні ефекти платіжного балансу // Вісник НБУ. — 2000. — №9. — С. 40-43.
86. Кочетов Э. Геоэкономика. — М.: БЕК, 1999. — 480 с.
87. Кравець В.М., Кравець О.В. Західноєвропейський банківський бізнес: становлення і сучасність / За ред. В.І. Міщенко. — К.: Знання-Прес, 2003. — 470 с.
88. Краузе Г. Вплив Європейського Валютного Союзу (ЄВС) на економіку України // Хоффманн Л., Мьоллерс Ф. Україна на шляху до Європи. — К.: «Фенікс», — 2001. — С. 263-285.
89. Кричевська Т. Центральні банки в історичній перспективі: уроки для України // Україна в ХХІ столітті: концепції та моделі економічного розвитку: Матеріали доп. V Міжнарод. конгресу укр. економістів — Львів: Ін-т регіональних досліджень НАН України, 2000. — С. 99-102.
90. Кругман П., Обстфельд М. Международная экономика. Теория и практика / Пер. с англ. — М.: Экономический факультет МГУ, ЮНИТИ, 1997. — 799 с.
91. Кузнецов В. Мировая валютная система капитализма: под знаком «долгового» кризиса. — М.: Финансы и статистика, 1990. — 144 с.
92. Кузьома О. Монетарна політика Європейського центрального банку в процесі побудови Європейського валютного союзу // Банківська справа. — 1999. — №5. — С.55-56.
93. Линдерт П.Х. Экономика мирохозяйственных связей: Пер. с англ. — М.: Прогресс, 1992. — 520 с.
94. Лэкстон Д. Внешние последствия государственного долга. Специальный выпуск Научно-исследовательского управления МВФ. — Б.м.—1996.—16 с.
95. Луцишин З.О. Міжнародні валютно-фінансові відносини: практична філософія та реалії української економіки: — Тернопіль: Збруч, 1997. — 450 с.
96. Луцишин З.О. Трансформація світової фінансової системи в умовах глобалізації. — К.: ДрУк, 2001. — 320 с.
97. Лютий І.О. Грошово-кредитна політика в умовах перехідної економіки: Монографія. — К.: Атіка, 2000. — 240 с.
98. Мазурова С. Роль международных организаций в регулировании глобальных экономических процессов // Вестник Московского университета. Сер. Экономика. — 2002. — №4. — 34-56.
99. МакКиннон Р. Оптимальные валютные зоны // Евро дитя Манделла? Теория оптимальных валютных зон: Сборник статей / Пер. с англ. — М.: Дело, 2002. — С. 76-91.
100. Макконнелл К., Брю С. Макроекономіка. / Пер. з англ. — Л.: Просвіта, 1997. — 671 с.
101. Манделл Р. Евро и стабильность мировой валютной системы // Евро — дитя Манделла? Теория оптимальных валютных зон. / Пер. с англ. — М.: Дело, 2002. — С. 293-328.
102. Манделл Р. План создания европейской валюты // Евро дитя Манделла? Теория оптимальных валютных зон: Сборник статей / Пер. с англ. — М.: Дело, 2002. — С. 151-195.
103. Манделл Р. Ретроспективный взгляд на XX век (Нобелевская лекция) // Евро — дитя Манделла? Теория оптимальных валютных зон. / Пер. с англ. — М.: Дело, 2002. — С. 329-353.
104. Манделл Р. Теория оптимальных валютных зон // Евро дитя Манделла? Теория оптимальных валютных зон: Сборник статей / Пер. с англ. — М.: Дело, 2002. — С. 62-76.
105. Манків Гр. Макроекономіка / Пер. з англ.. — К.: Основи, 2000. — 588 с.
106. Маркс К. Капитал. В 3-х томах. / Т. III. — Л.: Государственное издательство политической литературы, 1949. — С. 477-604.
107. Марцинкевич В. Экономический мейнстрим и современное воспроизводство // МЭиМО. — 2003. — №2. — С. 36-41.

108. Мау В. Экономическая политика России: в начале новой фазы // Вопросы экономики. — 2001. — №3. — С. 4-22.
109. Миклашевская Н. Политика валютного курса в странах с переходной экономикой // МЭиМО. — 1998. — №7. — С. 90-102.
110. Миллер Р.Л., Ван-Хуз Д.Д. Современные деньги и банковское дело: Пер. с англ. — М.: ИНФРА-М, 2000. — 856 с.
111. Мировая экономика в XX веке: потрясающие достижения и серьезные проблемы // МЭиМО. — 2001. — №1. — С. 3-15.
112. Моисеев С. Взлёт и падение монетаризма // Вопросы экономики. — 2002. — № 9. — С. 92-104.
113. Моисеев С. Доллар шагает по планете // Вопросы экономики. — 2003. — №3. — С. 76-90.
114. Моисеев С. Инфляционное таргетирование: международный опыт и российские перспективы // Вопросы экономики. — 2000. — №9. — С. 88-105.
115. Моисеев С. Макроанализ валютного курса: от Касселя до Обстфельда и Рогоффа // Вопросы экономики. — 2004. — №1. — С. 49-65.
116. Моисеев С. Михайленко К. Terra Incognita: глобализация финансовых рынков // Вопросы экономики. — 1999. — №6. — С.123-135.
117. Моисеев С. Политэкономия финансовой репрессии // Вопросы экономики. — 2002. — №12. — С. 36-50.
118. Моисеев С. Открытость и транспарентность денежно-кредитной политики // Банковское дело. — 2001. — №5. — С. 2-6.
119. Моисеев С. Экономика долларизации // Дайджест-Финансы. — 2000. — №10. — С. 9-13.
120. Мусієнко Т. Глобалізація фінансових ринків та вибір курсових режимів // Вісник НБУ. — 1998. — №9. — С. 33-35.
121. Некипелов А. Обзор: Глобализация как вызов национальным экономикам / Понятие глобализации. — Свободная мысль. — 1999. — №1. — С. 117.
122. Немецкий Федеральный банк: денежно-политические задачи и инструменты / Специальные издания Немецкого Федерального банка. — №7. — Франкфурт-на-Майне, 1993. — 177 с.
123. Новицький В.Є., Плотніков О.В. Динаміка зовнішніх боргових зобов'язань України. — К.: Політична думка, 2000. — 332 с.
124. Осадчая И. Глобализация и государство: новое в регулировании экономики развитых стран // МЭиМО. — 2002. — №11. — С. 3-14.
125. Основы теории переходной экономики / вводный курс: Учеб. Пособие. — Киров: Кировск. обл. типография, 1996.— 320 с.
126. От плана к рынку. Отчет о мировом развитии — 1996 / Всемирный банк. Вашингтон, 1996. — 313 с.
127. Офманис Я. Что происходит с ЄВРО // МЭиМО. — 2001. — №2. — С. 73-81.
128. Пахомов Ю. Взгляд на трансформации в Украине с позиции глобализации // Стратегія економічного розвитку України. — 2002. — Вип. 1. (8). — С. 8-19.
129. Пахомов Ю.М., Лук'яненко Д.Г., Губський Б.В. Національні економіки в глобальному конкурентному середовищі. — К.: Україна, 1997. — 237 с.
130. Петрик О., Половнюв Ю. Прогнозування інфляції // Вісник НБУ. — 2000. — №12. — С. 7-9.
131. Плотніков О.В. Макроекономічний розвиток України в контексті фінансової глобалізації // Стратегія економічного розвитку України: Наук. зб. — Вип. 7. — К.: КНЕУ. — 2001. — С. 233-239.
132. Плотніков О.В. Ultima ratio економічних реформ. — К.: Кондор, 2003. — 240 с.
133. Поляков В. П., Московкина Л. А. Структура и функции центральных банков. Зарубежный опыт: Учеб. пособие. — М.: ИНФРА-М, 1996.—192 с.
134. Попов В. Уроки валютного кризиса в России и других странах // Вопросы экономики. — 1999. — №6. — С. 100-122.
135. Поппер К. Злиденність історизму: Пер. з англ. — К.: АБРИС, 1994. — 192 с.
136. Проблемы современных финансовых рынков // МЭиМО. — 2003. — №6. — С. 3-27.
137. Резюме Отчёта Консультативной комиссии по международным финансовым организациям // Трансформация. — 2000. — №1. — С. 12-13.

138. Риа Б. Перспективы зоны франка в условиях введения евро // Деньги и кредит. — 2003. — №9. — С. 62-65.
139. Рикардо Д. Предложения в пользу экономного и устойчивого денежного обращения // Деньги / Под ред. А.А. Чухно. — К.: Україна, 1997. — С. 48-67.
140. Роккаса М., Мастопакуа К. Лекции о деятельности центральных банков. — Рим: Банк Италии, 1996. — 262 с.
141. Рокоча В. Багатомірність глобального економічного розвитку // Актуальні проблеми міжнародних відносин. — 2005. — Випуск 51. (частина 1). — С. 8-11.
142. Роль мировых рынков в условиях глобализации // Экономика и управление в зарубежных странах (по материалам иностранной печати). — Информационный бюллетень №2. — М.: ВИНТИ, 2003. — С. 18-32.
143. Сабов З.А. Валютная конвертируемость в переходной период. — Спб.: Издательство С. - Петербургского университета, 1998. — 312 с.
144. Сакс Дж., Ларрен Ф. Макроэкономика. Глобальный подход: — М.: Дело. — 1996. — 848 с.
145. Сакс Дж. Пивоварський О. Економіка перехідного періоду. Уроки для України. — К.: Основи, 1996. — 345 с.
146. Сакс Дж. Рыночная экономика и Россия / Пер. с англ. — М.: Экономика, 1994. — 331 с.
147. Самуэльсон П. А., Нордхаус В.Д. Экономика: Пер. с англ. — М.: “Изд-во БИНОМ”, 1997. — 800 с.
148. Сандретто Р. Глобалізація та національний суверенітет. Захист нетрадиційних поглядів // Журнал європейської економіки. — 2003. — Том 2. — №2. — С. 214- 225.
149. Сиденко В.Р. Внешнеэкономическая деятельность: проблемы системной трансформации при переходе к рынку. — К: ОКО, 1998. — 305 с.
150. Сіденко С.В. Посилення нерівномірності розвитку в умовах глобалізації // Актуальні проблеми міжнародних відноси. — 2005. — Вип. 51. (частина 1). — С. 143-148.
151. Синцеров Л. Длинные волны глобальной интеграции // МЭиМО. — 2000. — №5. — С. 56-64.
152. Сискос Е., Дарвиду К. Европейский союз и устойчивость глобальной экономики // Вісник ТАНГ. — 2002. — №8-1. — С. 34-38.
153. Скоров Г. Капитализму XXI века предстоит решать труднейшие задачи // МЭиМО. — 2003. — №2. — С. 3-8.
154. Смит В. Происхождение центральных банков. — Тверь: Институт национальной модели экономики, 1996. — 283 с.
155. Смыслов Д.В. Мировые деньги в прошлом, настоящем и будущем // Деньги и кредит. — 2002. — №5. — С. 50-59.
156. Смыслов Д.В. Мировые деньги в прошлом, настоящем и будущем // Деньги и кредит. — 2002. — №6. — С. 32-39.
157. Смыслов Д.В. Мировые деньги в прошлом, настоящем и будущем // Деньги и кредит. — 2002. — №7. — С. 52-58.
158. Сорос Дж. Криза глобального капіталізму: (Відкрите суспільство під загрозою) / Пер. з англ. — К.: Основи, 1999. — 259 с.
159. Сорос Дж. Новая глобальная финансовая архитектура // Вопросы экономики. — 2000. — №12. — С. 56-84.
160. Стельмах В. Національний банк України: перші десять років діяльності // Вісник НБУ. — 2001. — №4. — С. 2-4.
161. Стельмах В., Петрик О. Модель монетарного устрою “currency board”: “за” чи “проти”? // Вісник НБУ. — 2000. — №. 3. — С. 2-7.
162. Стиглиц Дж. Многообразные инструменты, шире цели: движение к поствашингтонскому консенсусу // Вопросы экономики.—1998. — №8. — С. 4-34.
163. Татаренко Н.О. Шляхи розвитку національних економік у глобальному середовищі // Стратегії економічного розвитку в умовах глобалізації: Монографія . За ред. д-ра екон. наук, проф. Д.Г.Лук’яненка. — К.: КНЕУ, 2001. — С. 18-38.

164. Тіманн К. Розширення ЄС і його значення для України: погляд з Європейського центрального банку / Хоффманн Л., Мьоллерс Ф. Україна на шляху до Європи. — К.: Фенікс, 2001. — С. 251-262.
165. Туган-Барановский М. Бумажные деньги в их отношениях к металлическим // Деньги / Под ред. А.А. Чухно. — К.: Україна, 1997. — С. 85-120.
166. Усоскин В. М. “Денежный мир” Милтона Фридмена. — М.: Мысль. — 1989. — 173 с.
167. Хампе П. Економічна глобалізація: історичний досвід і рушійні сили // Журнал європейської економіки. — 2003. — Том 2. — №2. — С. 204-212.
168. Холопов А. Глобализация и макроэкономическое равновесие // МЭиМО. — 2005. — №2. — С. 15-23.
169. Что требует осмысления в процессе глобализации. Резюме выступления президента Чехии Вацлава Гавела, а также результаты обсуждения, состоявшегося на конференции в Университете штата Мичиган // Трансформация. — 2000. — Август-сентябрь. — С. 4.
170. Федеральна резервна система сьогодні / Пер. з англ. — Л.: Видавнича група НТШ, 1996. — 116 с.
171. Федякина Л.Н. Мировая внешняя задолженность: теория и практика урегулирования. — М.: Дело и Сервис, 1998 — 304 с.
172. Філіпенко А. Глобалізація економічних процесів / Світова економіка: Підручник / А.С. Філіпенко, О.І. Рогач, О.І. Шнирков та ін. — К.: Либідь, 2000. — С. 51-66.
173. Філіпенко А.С. Економічний розвиток сучасної цивілізації. — К.: Знання, 2000. — 174 с.
174. Філіпенко А.С. Про концепцію бігравітаційної інтеграції України у європейській економічний простір // Актуальні проблеми міжнародних відносин. — 2005. — Випуск 51. (частина 1). — С. 3-7.
175. Фридмен М. Инфляция и безработица: горизонты новой политики (тезисы нобелевской лекции) / Если бы деньги заговорили... / Пер. с англ. — М.: Дело, 1999. — С.147-150.
176. Фридмен М. Оптимальное количество денег / Если бы деньги заговорили... / Пер. с англ. — М.: Дело, 1999. — С. 43-105.
177. Фридмен М. Роль монетарной политики // Если бы деньги заговорили... / Пер. с англ. — М.: Дело, 1999. — С. 126-146.
178. Шаров О. Валютно-фінансові аспекти інтеграції України до Європейського Союзу // Журнал європейської економіки. — 2003. — Том 2. — №2. — С. 249-265.
179. Шаров О. Таргетування інфляції: світовий досвід та українські перспективи // Вісник НБУ. — 2004. — №7. — С. 15-19.
180. Шевчук В. Взаємодія ВВП і промислового виробництва та зовнішньої рівноваги у країнах Східної Європи та Балтії // Журнал європейської економіки. — 2004. — Том 3. (№4). — С. 399-425.
181. Шевчук В. Вплив монетарної політики на промислове виробництво, інфляцію та реальний обмінний курс в Україні у 1994-2000 роках // Вісник НБУ. — 2001. — №1. — С. 12-15.
182. Шевчук В. Платіжний баланс і макроекономічна рівновага в трансформаційних економіках: досвід України. — Львів: Каменяр, 2001. — 495 с.
183. Шишков Ю. Внешнеэкономические связи в XX в. — от упадка к глобализации // МЭиМО. — 2001. — №8. — С. 14-21.
184. Шишков Ю. Мировая финансовая система: необходимость реформ // МЭиМО. 1999. — №11. — С. 3-8.
185. Энг М., Лис Фр., Мауер Л. Мировые финансы / Пер. с англ. — М.: ДеКА, 1998. — 640 с.
186. Юсуф Ш. Глобализация и локализация: изменение форм развития // Трансформация. — 1999. — Август. — С. 1.
187. Ющенко В., Лисицький В. Гроші: розвиток попиту та пропозиції в Україні. — К.: “СКАРБИ”, 1998. — 288 с.
188. Ющенко В. Ключеві проблеми монетарної та валютно-курсової політики в Україні // Вісник НБУ. — 2000. — №2. — С. 3-5.
189. Ющенко В. Формування пропозиції грошей в Україні // Вісник НБУ. — 1997. — №8. — С. 3-12.
190. Японская экономика в преддверии XXI века. — М.: Наука, 1991. — 406 с.

191. Яременко С., Мусянко Т. Світова валютна криза та питання курсоутворення в Україні // Вісник НБУ. — 2000. — №3. — С. 9-11.
192. A Report on the Cost and Benefits of Poland's Adoption the Euro / Ed. By J. Borowski. — Warsaw: National Bank of Poland, 2004. — 126 p.
193. Al-Bassam K. The Gulf Cooperation Council Monetary Union: a Bahraini Perspective Region // Currency Areas and the Use of Foreign Currencies. — BIS Paper. — 2003. — №17. — P. 105-106.
194. Alesina A., Summers L. Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence // Journal of Money, Credit, and Banking. — 1993. — №25. — P. 151-162.
195. Al-Jasser M., Al-Hamidy A. A Common Currency Area for the Gulf Region // Currency Areas and the Use of Foreign Currencies. — BIS Paper. — 2003. — №17. — P. 116-119.
196. Andersen L., Carlson K. A Monetarist Model for Economic Stabilization // Federal Reserve Bank of St.Louis Review. — 1970. — №52. — P. 7-25.
197. Andersen L., Jordan J. Monetary and Fiscal Actions: A Test of Their Relative Importance in Economic Stabilization // Federal Reserve Bank of St.Louis Review. — 1968. — №50. — P. 11-24.
198. Anderson W. All Connected Now. Life in the First Global Civilization. — N.Y.: Westview Press, 2001. — 320 p.
199. Aninat E. Opening Remarks. Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems. Conference at the IMF in Washington, D.C., September 16-17, 2002. // IMF Seminars and Conferences Paper. — 2002. — P. 1-3.
200. Anyadike-Danes M. Comments on Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes by Cukierman, Webb, and Neyapti // World Bank Economic Review. — 1995. — 9/2. — P. 335-340.
201. Arora V., Cerisola M. How Does U.S. Monetary Policy Influence Sovereign Spreads in Emerging Markets? // IMF Staff Papers. — 2002. — Vol. 48. №3. // www.imf.org.
202. Ayhan Kose M., Prasad E., Terrones M. How Does Globalization Affect the Synchronization of Business Cycles? // IMF Working Paper. — 2003. — WP/03/27. — P. 1-12.
203. Ayhan Kose M., Prasad E., Terrones M. Financial Integration and Macroeconomic Volatility // IMF Working Paper. — 2003. — WP/03/50. — P. 1-27.
204. Ayhan Kose M., Prasad E., Terrones M. Volatility and Comovement in a Globalized World Economy: An Empirical Exploration // IMF Working Paper. — 2003. — WP/03/246. — P. 1-37.
205. Backstrom U. Perspective on the inflation target // BIS Review. — 2002. — №22 // www.bis.org.
206. Baek S-G., Song C-Y. Is Currency Union a Feasible Option in East Asia? / Currency Union in East Asia. — H-G. Choo and Y. Wang ed. — Seoul: Korea Institute for International Economic Policy, 2002. — P. 107-145.
207. Baldwin R., Martin Ph. Two waves of globalization: superficial similarities, fundamental differences // NBER Working Paper. — 1999. — №6904. — P. 1-33.
208. Balassa B. The Theory of Economic Integration. — Irwin (Il.): Homewood, 1961. — 364 p.
209. Balcerowicz L. Progress in Emerging Europe. National Bank of Poland. 2003. // www.nbp.pl.
210. Barrell R., Dury K., Hurst I. International Monetary Policy Coordination: An Evaluation Using a Large Econometric Model // Economic Modeling. — 2003. — Vol. 20. — Issue 3. — P. 507-527.
211. Barro R. Unanticipated Money Growth and Economic Activity in the United States / Money Expectations and Business Cycles in Macroeconomics. — New York: Academic Press, 1981. — P. 137-169.
212. Barro R., Gordon D. A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model // Journal of Political Economy. — 1983. — 101 (3). — P. 589-610.
213. Barro R., Gordon D. Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy // Journal of Monetary Economics. — 1983. — №12. — P. 101-120.
214. Barro R., Sala-I-Martin H. World Real Interest Rates // NBER Macroeconomics Annual. — 1990. — P. 15-74.
215. Bayoumi T., Eichengreen B. Exchange Rate Variability and Intervention: Evidence from the Theory of Optimum Currency Areas // Journal of International Economics. — 1998. — №45. — P. 191-210.
216. Bayoumi T., Eichengreen B. The Stability of the Gold Standard and the Evolution of the International Monetary System // IMF Working Papers. — 1995. — WP/95/89. // www.imf.org.

217. Beddies Ch. Selected Issues Concerning Monetary Policy and Institutional Design for Central Banks: A Review of Theories // IMF Working Paper. — 2000. — WP/00/140. — P. 1-48.
218. Begg D., Eichengreen B., Halpern L., von Hagen J., Wyplosz Ch. Accession Countries Face Increased Instability in ERM II // CEPR Policy Paper. — 2005. — №10. // www.cepr.org.
219. Benigno G., Benigno P. Designing Targeting Rules for International Monetary Policy Coordination // ECB Working Papers. — 2003. — №279. — P. 5-41.
220. Berger H., Haan de J., Eijfinger S. Central Bank Independence: An Update of the Theory and Evidence // CEPR Discussion Paper. — 2000. — №2353 // www.cepr.org
221. Bergsten F., Davanne O., Jacquet P. The Case for Joint Management of Exchange Rate Flexibility // Institute for International Economics Working Paper. — 1999. — №9. — P. 1-30.
222. Bergsten F. The IMF and Exchange Rates // Testimony before the Committee on Banking, Housing and Urban Affairs United States Senate. — Institute for International Economics. — Wash. (D.C.) // www.iie.com.
223. Bergsten F., Williamson J. Dollar Adjustment: How Far? Against What? // Institute for International Economics Papers. — 2004. — P. 1-31.
224. Bernarke B., Mishkin F. Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy? // Journal of Economic Perspectives. — 1997. — №11. — P. 97-116.
225. Blake D., Walters R. The Politics of Global Economic Relations. — New Jersey: Prentice-Hall, 1987. — 218 p.
226. Blanco H., Garber P. Recurrent Devaluation and Speculative Attack on the Mexican Peso Journal of Political Economy. — 1986. — №94. — P. 148-166.
227. Blenck D., Hasko H., Hilton H., Masaki K. The main features of the monetary policy frameworks of the Bank of Japan, the Federal Reserve and the Eurosystem // BIS Papers. — 2002. — №9. — P. 23-55.
228. Boll L., Mankiw Gr., Romer D. The New Keynesian Economics and the Output-Inflation Trade-off // Brookings Papers of Economic Activity. — 1988. — №1. — P. 1-65.
229. Bordo M., Eldestein M., Rockoff H. Was Adherence of Gold Standard a “Good Housekeeping Seal of Approval” during the Interwar Period // NBER Working Papers — 1999. — №7186 // www.nber.org
230. Bordo M. Monetary Policy Regimes, the Gold Standard, and the Great Depression // NBER Research Summary. — 2000. — P. 1-4.
231. Bordo M., Murshid A. Globalization and Changing Patterns in the International Transmission of Shocks in Financial Markets // NBER Working Paper. — 2002. — №9019. // www.nber.org.
232. Bordo M., Rockoff H. The Gold Standard as a “Good Housekeeping Seal of Approval” // Journal of Economic History. — 1996. — №56(2). — P. 389-428.
233. Bordo M., Schwartz An. Charles Goodhart’s Contributions to the History of Monetary Institutions // NBER Working Paper. — 2002. — №8717. — P. 1-21.
234. Bordo M., Schwartz A. What Has Foreign Exchange Market Intervention Since the Plaza Agreement Accomplished? // Open Economies Review. — 1991. — №2. — P. 39-64.
235. Borio E. The Implementation of Monetary Policy in Industrial Countries: A Survey // BIS Economic Papers. — 1997. — №47. — P. 1-98.
236. Borrero A. On the Long and Short of Central Bank Independence, Policy Coordination, and Economic Performance // IMF Working Paper. — 1996. — WP/01/19. — P. 1-24.
237. Bossone B., Lee J.-K. In Finance, Size is Matter // IMF Working Paper. — 2002. — WP/02/113. // www.imf.org.
238. Boughton J. Reflections on Reform at the IMF and the Demands of a Changing World Economy // IMF. Finance and Development. — 2004. — Sept. — P. 9-13.
239. Boughton J. The IMF and the Force of History: Ten Events and Ten Ideas That Have Shaped the Institution // IMF Working Paper. — 1999. — WP/99/10. — P. 3-22.
240. Boughton J. Why White, Not Keynes? Inventing the Post-War International Monetary System // IMF Working Papers. — 2002. — WP/02/52. // www.imf.org.
241. Bradley M.D., Jansen D.W. Federal Reserve Operating Procedures in the Eighties: A Dynamic Analysis // Journal of Money, Credit and Banking. — 1986. — №18. — P. 323-335.

242. Briault C., Haldane A., King M. Independence and Accountability // IMES Discussion Paper. — 1996. — 96-E-17. — // Bank of Japan Publications // www.boj.or.jp
243. Brimer A.F. Monetary Policy and Economic Activity: Benefits and Costs of Monetarism // American Economic Review. — 1983. — №5. — P. I.
244. Buchanan J., Tullock G. Calculus of Consent. — Ann Arbor: The University of Michigan Press, 1962. — 350 p.
245. Burdekin R., Wohar M. Monetary Institutions, Budget Deficits, and Inflation: Empirical Results for Eight Countries // European Journal of Political Economy. — 1990. — №6. — P. 531-551.
246. Calvo G. Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stop // Journal of Applied Economics. — 1998. — vol. 1. — P. 35-54.
247. Calvo G., Leiderman L., Reinhart C. Capital Flows and Exchange Rate in Latin America: The Role of External Factors // IMF Staff Papers. — 1993. — Vol. 40. — №1. — P. 108-150.
248. Calvo G., Leiderman L., Reinhart C. Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s // Journal of Economic Perspectives. — 1996. — Spring. — P. 123-140.
249. Calvo G., Mendoza E. Capital-Market Crises and Economic Collapse in Emerging Markets: An Informational-Frictional Approach // American Economic Review: Papers and Proceedings. — 2000. — May. — P. 54-72.
250. Calvo G., Reinhart C. Fear of Floating // NBER Working Paper. — 2000. — №7993. // www.nber.org.
251. Calvo G., Reinhart C. Fixing for Life // NBER Working Paper. — 2000. — №8006. // www.nber.org.
252. Calvo G., Reinhart C. When Capital Inflows Come to a Sudden Stop: Consequences and Policy Options // Reforming the International Monetary and Financial System. / Ed. By P. Kenen and A. Swoboda. — Washington D.C.: IMF, 1999. — P. 175-201.
253. Calvo G., Sahay R., Vegh C. Capital Flows in Central and Eastern Europe: Evidence and Policy Options // IMF Working Paper. — 1995. — WP/95/57. // www.imf.org.
254. Calvo G. Temporary Stabilization: Predetermined Exchange Rates // Journal of Political Economy. — 1986. — №94. — P. 1319-1329.
255. Canzoneri M., Cumby R., Diba B. Is the Price Level Determined by the Needs of Fiscal Solvency? // NBER Working Paper. — 1996. — W6471 // www.nber.org
256. Capie F. The Evolution of General Banking // Financial History: Lessons of the Past for Reforms of the Present. — World Bank Seminar. — 1995. — P. 1-16.
257. Capie F., Goodhart Ch., Fischer St., Schnadt N. The Future of Central Banking. — Cambridge: Cambridge University Press, 1994. — 296 p.
258. Casella A. Games for Central Bankers: Markets v/s Politics in Public Policy Decisions // NBER Working Paper. — 2000. — №8026. — P. 1-30.
259. Caselli F., Giovannini A., Lane T. Fiscal Discipline and the Cost of Public Debt Service: Some Estimates for OECD Countries // IMF Working Paper. — 1998. — WP/98/55. // www.imf.org.
260. Catao L., Solomou S. Exchange Rates in the Periphery and International Adjustment Under the Gold Standard // IMF Working Papers. — 2003. — WP/0341. — P. 1-36.
261. Cecchetti S., Ehrman M. Does Inflation Targeting Increase Output Volatility? An International Comparison of Policymakers' Preferences and Outcomes // NBER Working Paper 7426. — P. 1-35.
262. Cecchetti S., Genberg H., Wadhvani S. Asset Price in a Flexible Inflation Targeting Framework // NBER Working Paper. — 2002. — №8970. P. 1-22.
263. Cecchetti S., Krause S. Financial Structure, Macroeconomic Stability and Monetary Policy // NBER Working Paper. — 2001. — №8354. // www.nber.org.
264. Cecchetti S. The New Economy and The Challenges for Macroeconomic Policy // NBER Working Paper. — 2002. — №8935. — P. 1-30.
265. Central bank survey of foreign exchange and derivatives market activity: preliminary global data // www.bis.org
266. Clarida R., Gali J., Gertler M. A Simple Framework for International Monetary Policy Analysis // NBER Working Paper. — 2002. — №8870. — P. 1-34.
267. Clements B., Kontolemis Z., Levy J. Monetary Policy Under EMU: Differences in the Transmission Mechanism? // IMF Working Paper. — 2001. — WP/01/102. — P. 1-39.

268. Clifton E., Leon H., Wong Ch-H. Inflation Targeting and the Unemployment-Inflation Trade-off // IMF Working Paper. — 2001. — WP/01/166 — P. 1-42.
269. Clinton K., Chourqui J-K. Monetary Policy in the Second Part of 1980s: How much Room for Maneuver? OECD Department of Economics and Statistics Working Papers. — 1987. — №39. — P. 1-68.
270. Coenen G., Wieland V. International Dynamics and International Linkages: A Model of The United States, The Euro Area and Japan // ECB Working Papers. — 2002. — №181. — P. 5-48.
271. Cooper R., Kempf H. Establishing a Monetary Union // NBER Working Paper. — 1998. — №6791. — P. 1-31.
272. Cooper R. The Economics of Interdependence. — N.Y.: McGraw-Hill, 1968. — P. 1-120.
273. Corker R., Beaumont C., van Elkan R., Jakova D. Exchange Rates Regimes in Selected Advanced Transition Economies — Coping with Transition, Capital Inflows, and EU Accession // IMF Policy Discussion Paper. — 2000. — PDP/00/3. — P. 1-25.
274. Cottarelli C., Giannini C. Inflation, Credibility, and the Role of International Monetary Fund // IMF Paper on Policy Analysis and Assessment. — 1998. — PPAA/98/12. — P. 1-23.
275. Cukierman A., Kalaitzidakis P., Summers L., Webb S. Central Bank Independence, Growth, Investment, and Real Rates // Carnegie-Rochester Conference Series in Public Policy // 1993. — Vol. 39. — P. 95-140.
276. Cukierman A. Central Banking Strategy, Credibility, and Independence: Theory and Evidence. Cambridge, Mass: MIT Press, 1992.
277. Cukierman A., Webb S., Neyapti B. Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes // World Bank Economic Review. — 1992. — 3 (Sept). — P. 353-398.
278. Cukierman A., Webb S., Neyapti B. Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes // World Bank Economic Review. — 1992. — 3 (Sept). — P. 353-398.
279. Czech National Bank. CNB Monetary Strategy // www.cnb.cz.
280. Danbrowsky M., Gortat R. Political Determinants of Economic Reforms in Former Communist Countries. — Warsaw: CSER, 2002. — P. 40.
281. Debelle G. Central Bank Independence: A Free Lunch? // IMF Working Paper. — 1996. — WP/96/1 // www.imf.org
282. Debelle G., Masson P., Savastano M., Sharma S. Inflation Targeting as a Framework for Monetary Policy // IMF Economic Issues. — 1998. // www.imf.org.
283. Debelle G., Fischer S. How Independent Should a Central Bank Be? // Goals, Guidelines, and Constraints Facing Monetary Policy. — Federal Reserve Bank of Boston. — 1994. — Conference Series №38. — P. 195-221.
284. De Broek M., Sloek T. Interpreting Real Exchange Rate Movements in Transition Countries // IMF Working Paper. — 2001. — WP/01/56. — P. 1-35.
285. Dimitrov V. The Bulgarian National Bank Under Provisions Of the 1989-1997 Legislation // www.bnb.nsf.
286. Dodge D. The Interaction between monetary and fiscal policies // BIS Review. — 2002. — №28. — P. 1-10.
287. Dominguez K. Does Central Bank Intervention Increase the Volatility of Foreign Exchange Rates // NBER Working Paper. — 1993. — №4532. // www.nber.org.
288. Dornbusch R. Policy and Performance Links Between LDC Debtors and Industrial Nations // Brooking Papers on Economic Activity. — 1985. — №2. — P. 303-356.
289. Dorrucchi E., Firpo S. European Integration: What Lessons for Other Regions? The Case of Latin America // ECB Working Paper. — 2002. — №185. — P. 5-50.
290. Duisenberg W. New economy, financial markets and monetary policy // BIS Review. — 2003. — №23 // www.bis.org.
291. Duisenberg W. The ESCB's Stability-Oriented Monetary Policy Strategy // Speech in Dublin, November 10, 1998 // www.ecb.int
292. Dutton J. The Bank of England and the Rules of the Game under the International Gold Standard: New Evidence / A Retrospective on the Classical Gold Standard 1821-1931, ad. by M.D. Bordo and A.J. Schwatts. — Chicago: Chicago University Press, 1984. — P. 173-202.

293. Ebi E. Regional Currency Areas: Lessons from the West African Sub-region and Nigeria's Policy Stance // *Currency Areas and the Use of Foreign Currencies*. — BIS Paper. — 2003. — №17. — P. 145-150.
294. ECB Convergence Report. 2004. — Frankfurt-on-Maine: ECB, 2004. — 248 p.
295. Economic and Monetary Union. — Luxemburg: Office of Official Publications of European Communities, 1996. — 24 p.
296. Eesti Pank's Position on Participating in the Economic and Monetary Union (EMU) // www.bankofestonia.info.
297. Egli D. How global are global financial markets? The impact of country risk // *International financial markets and the implications for monetary and financial stability*. BIS Conference Papers. — Basel: BIS, 2001. — P. 275-280.
298. Eichengreen B., Bordo M. Crises Now and Then: What Lessons From the Last Era of Financial Globalization? // *NBER Working Paper*. — 2002. — №8716. — P. 1-55.
299. Eichengreen B. Does Mercosur Need a Single Currency? // *Center for International and Development Economics Research (University of California, Berkeley)*. — 1998. — Paper C98, 103. — P. 1-44.
300. Eichengreen B. Imbalances and the Lessons of Bretton Woods // *NBER Working Paper*. — 2004. — №10497. // www.nber.org.
301. Eichengreen B., Hausmann R. Exchange Rate and Financial Fragility // *NBER Working Paper*. — 1999. — №7418. — P. 1-54.
302. Eichengreen B., Masson P., Bredenkamp H., Johnston B., Hamann J., Jadresic E., Otker I. Exit Strategies: Policy Options for Countries Seeking Greater Exchange Rate Flexibility // *IMF Occasional Papers*. — 1998. — №168. // www.imf.org.
303. Eichengreen B., Sussman N. The International Monetary System in the (Very) Long Run // *IMF Working Paper*. — 2000. — WP/00/43. — P. 1-55.
304. Eichengreen B. Toward A New International Financial Architecture: A Practical Post-Asia Agend. — Wash. D.C.: Institute for International Economy, 1999. — 216 p.
305. Eijffinger S., Geraats P. Central Bank Transparency in Industrial Countries // *CEPR Discussion Papers*. — 2001. — №3188. // www.cepr.org.
306. Eijffinger S., Haan de J. The Political Economy of Central Bank Independence // *Special Papers in International Economics*. — 1996. — №19. — P. 1-77.
307. Eijffinger S., Schaling E. Central Bank Independence in Twelve Industrial Countries // *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*. — 1993. — №192. — P. 49-89.
308. Emerson M., Gros A., Italianer A., Pisani-Ferry J., Reichenbach H. One Market, One Money: An Evolution of the Potential Benefits and Costs of Forming an Economic and Monetary Union. — Oxford, New York: Oxford University Press, 1992. — 438 p.
309. ERM II and the Exchange-rate Convergence Criterion. Information Material for Czech Government. — Czech National Bank. — 2003. — July 15. — P. 1-14.
310. Euromoney. — 1987. — Sept. — P. 126.
311. Eun Ch., Resnick B. *International Financial Management*. — Irwin: McGraw-Hill, 1998. — 698 p.
312. Exchange Rates in the Increasingly Interdependent World // *IMF Occasional Papers*. — 2001. — №193. — P. 1-61.
313. Faia E. Monetary Policy in a World With Different Financial Systems // *ECB Working Paper*. — 2002. — №183. — P. 5-50.
314. Faust J., Rogers J., Wright J. An Empirical Comparison of Bundesbank and ECB Monetary Policy Rules // *Federal Reserve Board International Finance Discussion Papers*. — 2001. — №705. // www.federalreserve.gov.
315. Ferguson R. Should Financial Stability Be An Explicit Central Bank Objective? // *Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems*. Conference at the IMF in Washington, D.C., September 16-17, 2002. — P. 1-12.
316. Ferguson R. Why central banks should talk // *BIS Review*. — 2002/2 // www.bis.org
317. Feldstein M., Horioka Ch. Domestic Savings and International Capital Flows // *Economic Journal*. — 1980. — vol. 90. — P. 314-329.

318. Fidrmuc J., Schardax F. Increasing Integration of Applicant Countries into International Financial Markets: Implications for Monetary and Financial Stability // Currency Areas and the Use of Foreign Currencies. — BIS Paper. — 2003. — №17. — P. 92-109.
319. Findlay R., O'Rourke K. Commodity Market Integration, 1500-2000 // NBER Working Paper. — 2001. — №8579 // www.nber.org.
320. Fiscal Stabilization and Growth in Developing Countries // World Economic Outlook. 1989. — IMF. Wash., 1989. — P. 46-57.
321. Fischer S. The Costs and Benefits of Disinflation // A Framework for Monetary Stability. — Boston and London: Kluwer, 1994. — P. 31-42.
322. Fischer St. Modern Approaches to Central Banking // NBER Working Paper. — 1995. — №5064. — P. 1-55.
323. Fleming M. Domestic Financial Policies Under Fixed and Under Floating Exchange Rates // IMF Staff Papers. — 1962. — №9. — P. 369-379.
324. Flood R., Garber P. Collapsing Exchange-Rate Regimes: Some Linear Examples // Journal of International Economy. — 1984. — №17. — P. 1-13.
325. Flood R., Rose A. Fixing Exchange Rates: A Virtual Quest for Fundamentals // Journal of Monetary Economics. — 1995. — Vol. 36. — P. 3-37.
326. Ford R., Laxton D. World Public Debt and Real Interest Rates // IMF Working Paper. — 1995. — WP/95/30. // www.imf.org.
327. Fraga A., Golfain I., Minella A. Inflation Targeting in Emerging Markets Economies // NBER Working Paper. — 2003. — №10019 // www.nber.org.
328. Frankel J., Roubini N. The Role of Industrial Country Policies in Emerging Market Crises // NBER Working Papers. — 2001. — №8634. — P. 1-108.
329. Frankel J. The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria // CEPR Discussion Paper. — 1997. — №1473. // www.cepr.org.
330. Frankel J., Schmukler S., Serven L. Global Transmission of Interest Rates: Monetary Independence and Currency Regime // Bank of Nederland's Conference Papers. — 2002. // www.dnb.nl
331. Fratzscher M. On Currency Crises and Contagion // ECB Working Paper. — 2002. — №139. — P. 5-30.
332. Fratzscher M. The Euro Bloc, The Dollar Bloc and The Yen Bloc: How Much Monetary Policy Independence can Exchange Rate Flexibility Buy in an Interdependent World // ECB Working Paper Series. — 2002. — №154. — P. 5-43.
333. Freund C. Current Account Adjustment in Industrialized Countries // Federal Reserve Board International Finance Discussion Papers. — 2000. — №692. — P. 1-24.
334. Friedman M. A Program for Monetary Stability. — New York: Fordham University Press, 1959. — 164 p.
335. Friedman M. Quantity Theory of Money: The New Palgrave // Money / Ed. by J. Eatwell. E.a.L., 1989. — P. 16-28.
336. Friedman M. The Case for Flexible Exchange Rates / Essays in Positive Economics. — Chicago: University of Chicago Press, 1953. — P. 157-203.
337. Friedman M. The Effects of a Full-Employment Policy on Economic Stability: A Formal Analysis / Essays in Positive Economics. — Chicago: University of Chicago Press, 1953. — P. 242-278.
338. Friedman M. The role of Monetary Policy // American Economic Review. — 1968. — №58/1. — C. 1-17.
339. Fry M., Goodhart Ch., Aleida A. Central Banking in Developing Countries: Objectives, Activities and Independence. — London: Routledge, 1996. — 426 p.
340. Gabriele G., Melick W. Perceived Central Banks Intervention and Market Expectations: an Empirical Study of the yen/dollar Exchange Rate, 1993-1996 // BIS Working Papers. — 1999. — №77. — P. 1-31.
341. Gajda M.. Problem stabilizacij dlugu publicznego w Polsce // Zeszyty naukowe. Tarnow. 1999. — S. 91-104.
342. Gerlach S. Who Targets Inflation Explicitly ? // European Economic Review. — 1999. — Vol. 43. — issue 7. P 1257-1277.

343. Giannini C. "Enemy of None but a Common Friend of All"? An International Perspective on the Lender-of-Last-Resort Function // IMF Working Paper. — 1999. — WP/99/10. — P. 1-58.
344. Glick R., Rose A. Contagion and Trade: Why are Currency Crises Regional // CEPR Discussion Paper. — 1998. — №1947. // www.cepr.org.
345. Global Development Finance. Analysis and Summary Tables. Washington: The World Bank, 1999. — 219 p.
346. Global Financial Stability Report. — IMF: Washington, D.C., 2003. — P. 140-168.
347. Goetzmann W., Li L., Rouwenhorst K. Long-Term Global Market Correlations // The Bank of Nederland Conference Papers. — 2002. — Feb. 22. — P. 1-52.
348. Goodhart C. The Evolution of Central Banks. — London: London School of Economics and Political Science, 1985. — 368 p.
349. Goodhart Ch. Comment / A Retrospective on the Classical Gold Standard 1821-1931, ad. by M.D. Bordo and A.J. Schwatts. — Chicago: Chicago University Press, 1984. — P. 222-228.
350. Grafe C., Wyplosz Ch. The Real Exchange Rates in Transition Economies. Paper Presented at the Third Dubrovnik Conference on Transition Economies. Dubrovnik, Croatia. 1997. June 25-28.
351. Greenspan A. Globalization of Finance // BIS Review. — 1997. — №94 // www.bis.org.
352. Grenville S. Monetary Policy: the End oh History // BIS Review. — 2001. — №67 // www.bis.org.
353. Grilli V., Mascizndro D., Tabellini G. Political and Monetary Institutions and Public Finance Policies in the Industrial Countries // Economic Policy. — 1991. — 13 (October). — P. 341-392.
354. Gulde A-M., Jafarov E., Prokopenko V. A Common Currency for Belarus and Russia? // IMF Working Paper. — 2004. — WP/04/228. — P. 1-32.
355. Gutierrez E. Inflation Performance and Constitutional Central Bank Independence: Evidence From Latin America and Caribbean // IMF Working Paper. — 2003. — WP/03/53. — P. 1-29.
356. Halpern L., Wyplosz Ch. Equilibrium Exchange Rates in Transition Economies // IMF Staff Papers. — 1997. — Vol. 44. — №4. — P. 430-461.
357. Hamada K. The Political Economy of International Monetary Interdependence. — Cambridge: MIT Press, 1985.
358. Havrilesky T., Granato J. Determinants of Inflationary Performance: Corporatist Structures vs. Central Bank Autonomy // Public Choice. — 1993. — №76. — C. 249-261.
359. Hawkins J., Masson P. Economic Aspects of Regional Currency Areas and the Use of Foreign Currencies // Currency Areas and the Use of Foreign Currencies. — BIS Paper. — 2003. — №17. — P. 4-41.
360. Heathcote J., Perri F. Financial Globalization and Real Regionalization // NBER Working Paper. — 2002. — №9292. // www.nber.org.
361. Hernandez-Cata E. Price Liberalization, Money Growth, and Inflation During the Transition to a Market Economy // IMF Working Paper. — 1999. — WP/99/76. — P. 1-24.
362. Hicks J. R. Mr. Keynes and the Classics // Econometrica. — 1937. — №5. — P. 147-159.
363. Ho K., McCauley R. Living With Flexible exchange Rates: Issues and Recent Experience in Inflation Targeting Emerging Market Economies // BIS Working Papers. — 2003. — №130. — P. 1-55.
364. Hogeveg G. Regional Monetary Arrangements – Lessons from the Euro Area / Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems. Conference at the IMF in Washington, D.C., September 16-17, 2002. // IMF Seminars and Conferences Paper. — 2002. — P. 1-13.
365. Honohan P., O'Connell S. Contrasting Monetary Regimes in Africa // IMF Working Paper. — 1997. — WP/97/64. — P. 1-48.
366. Honohan P., Shi A. Deposit Dollarization and the Financial Sector in Emerging Markets // World Bank Working Paper. — 2002. — №2748 // www.worldbank.org.
367. Horsman M., Marshall A. After the National State. — London: HarperCollins, 1994. — 240 p.
368. Hu Y. Empirical Investigations of Inflation Targeting // Institute for International Economics Working Paper. — 2003. — №6. — P. 1-42.
369. Humpage O. A Hitchhiker's Guide to International Policy Coordination // Federal Reserve Bank of Cleveland Economic Review . — 1987. — №72 (3). — P. 2-14.
370. Hutchinson M., Walsh C. The Output-Inflation Trade-off and Central Bank Reform: Evidence from New Zealand // Economic Journal . — 1998. — Vol. 108. — P. 703-725.

371. IMF Borrowing Arrangements: GAB and NAB. A Factsheet. 2004. // www.imf.org.
372. IMF Concludes Discussion on the Eastern Caribbean Currency Union // IMF Public Information Notice. — 2003. — №40. // www.imf.org.
373. IMF Concludes Discussion on Recent Economic Developments and Regional Policy Issues with the West African Economic and Monetary Union // IMF Public Information Notice. — 2003. — №31. // www.imf.org.
374. Ihrig J., Marquez J. An Empirical analysis of Inflation in OECD Countries // FRS International Finance Discussion Papers. — 2003. — №765. — P. 1-60.
375. Ingves S. Introduction // Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems. Conference at the IMF in Washington, D.C., Sept. 16-17, 2002 // www.imf.org.
376. Inflation targeting in Czech Republic // www.cnd.cz.
377. Integration with the global economy // World development indicators. — 2002. — World Bank, Wash. — P. 332-334.
378. International Financial Statistics. Washington: IMF. 1998. — 780 p.
379. International Money and Credit: The Policy Roles / Ed. By G. von Furstenberg. — Wash. (D.C.): IMF, 1984. — 596 p.
380. International Monetary Cooperation Since Bretton Woods. — Wash. (D.C.), Oxford: IMF., Oxford University Press, 1996. — 742 p.
381. Issing O. The Monetary Policy of the ECB in a World of Uncertainty // Policy Panel at the Conference on Monetary Policy-Making under Uncertainty. — ECB. — 1999 // www.ecb.int
382. Jacome L. Legal Central Bank Independence and Inflation in Latin America During the 1990s // IMF Working Paper. — 2001. — WP/01/212. — P. 1-40.
383. Jeanne O., Wyplosz Ch. The International Lender of Last Resort: How Large Is Large Enough? // IMF Working Paper. — 2001. — WP/01/76. — P. 1-37.
384. Joines D. Deficits and Money Growth in the United States // Journal of Monetary Economics. — 1985. — №16. — P. 329-351.
385. Kenen P., Meade E. EU Accession and the Euro: Close Together or Far Apart? // Institute for International Economics Policy Briefs. — 2003. — №PB03-9. — P. 1-19.
386. Kenen P., Swoboda A., Overview. Reforming the International Monetary and Financial System. Proceeding of a Conference held in Washington, D.C. — May 28-29, 1999. IMF // www.imf.org.
387. Kenen P. The International Financial Architecture: What's New? What's Missing? — Wash. D.C.: Institute for International Economics, 2001. — 192 p.
388. Kim J., Henderson D. Inflation Targeting and Nominal Income Growth Targeting: When and Why Are They Suboptimal? // FRB International Finance Discussion Papers. — 2002. — №719 // www.federalreserve.gov.
389. Kindleberger Ch., Lindert P. International Economics. — Homewood, IL: Dow-Jones-Irwin, 1978. — P. 390-402.
390. Knight M. Responding to External Shocks: What Has Changed Since the Crisis in the mid-1990s? // BIS Speeches // www.bis.org.
391. Kohler H. The Role of the IMF in a Globalizing World Economy // Fourth Annual Conference of the Parliamentary Network on the World Bank. 2003. IMF Speeches. // www.imf.org.
392. Kostov I., Kostova J. Regarding the Unilateral Euroization of Bulgaria // Bulgarian National Bank Discussion Paper. — 2002. — №26. — P. 3-14.
393. Kremers J. U.S. Federal Indebtedness and the Conduct of Fiscal Policy // Journal of Monetary Economics. — 1989. — Vol. 23. — P. 129-147.
394. Krugman P. A Model of Balance of Payments Crises // Journal of Money, Credit and Banking. — 1979. — №11. — P. 311-325.
395. Krugman P. Lessons of Massachusetts for EMU / The Transition to Economic and Monetary Union in Europe. — Ed. by F.Giavazzi and F.Torres. — Cambridge University Press, 1993. — P. 241-261.
396. Kuttner K., Posen A. Beyond Bipolar: A Three-dimensional Assessment of Monetary Frameworks // Institute for International Economics Working Paper. — 2001. — №7. — P. 1-29.
397. Kuttner K., Posen A. Inflation, Transparency, and G3 Exchange Rate Volatility // Institute for International Working Papers. — 2004. — №6. — P. 1-28.

398. Kydland F., Prescott E. Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans // *Journal of Political Economy*. — 1977. — 85 (3). — P. 473-492.
399. La Gall F., Nsouli S. The New International Financial Architecture and Africa // *IMF Working Paper*. — 2001. — // WP/01/130. — P. 1-33.
400. Lahiri A., Vegh C. Living with Fear of Floating; An Optimal Policy Perspective // *NBER Working Paper*. — 2001. — №8391. // www.nber.org
401. Lane P. Inflation in Open Economies // *Journal of International Economics*. — 1997. — №42. — P. 327-347.
402. Lane T., Philips S. Moral Hazard. Does IMF Financing Encourage Imprudence by Borrowers and Lenders? // *IMF Economic Issue*. — 2002. // www.imf.org.
403. Larsen F. How to Govern (Better) the World Economy // Helsinki Conference. 2002. *IMF Speeches*. // www.imf.org.
404. Levitt T. *Harvard Business Review*. — 1983. — P. 12-28.
405. Lima P. de, Serres A. de, Kennedy M. Macroeconomic Policy and Economic Performance // *OECD Economic Department Working Papers*. — 2003. — №353. — P. 1-65.
406. Lohmann S. The Optimal Degree of Commitment: Credibility versus Flexibility // *American Economic Review*. — 1992. — 82/1. — P. 273-286.
407. Lucas R. Some International Evidence on Output-Inflation Tradeoffs // *American Economic Review*. — 1973. — №63/3. — P. 326-334.
408. Lybek T. Central Bank Autonomy, and Inflation and Output Performance in the Baltic States, Russia, and Other Countries of Former Soviet Union, 1995-1997 // *IMF Working Paper*. — 1999. — WP/99/4. — P. 1-38.
409. Lybek T. Elements of Central Bank: Autonomy and Accountability. — *IMF Occasional Paper*. — 1998. — OP/98/1 // www.imf.org.
410. Macfarlane J. What Does Good Monetary Policy Look Like? // *BIS Review*. — 2002. — №47 // www.bis.org.
411. Madden J. *British Investment in United States, 1860-1880*. — New York: Garland Publishing. — P. 24-46.
412. *Managing the World Economy: Fifty Years After Bretton Woods* / Ed. by P.Kenen. — Wash. D.C.: Institute for International Economics, 1994. — 448 p.
413. Masson P. Monetary and Exchange Rate Policy of Transition Economies of Central and Eastern Europe after the Launch of EMU // *IMF Policy Discussion Paper*. — 1999. — PDP/99/4. — P. 1-25.
414. Masson P., Pattillo C. Monetary Union in West Africa: An Agency of Restraint for Fiscal Policies ? // *IMF Working Paper*. — 2001. — WP/01/34. — P. 3-33.
415. Masson P., Pattillo C. Monetary Union in West Africa (ECOWAS). Is It Desirable and How Could It Be Achieved? // *IMF Occasional Paper*. — 2001. — №204. // www.imf.org.
416. McAdam P. US, Japan, and Euro Area: Comparing Business-Cycle Features // *ECB Working Paper*. — 2002. — №183. — P. 5-19.
417. McCallum B. Crucial Issues Concerning Central Bank Independence // *NBER Working Paper*. — 1996. — №5597. — P. 1-22.
418. McCallum B. Theoretical Issues Pertaining to Monetary Unions // *NBER Working Paper*. — 1999. — №7393. — P. 1-31.
419. McConnell M.M., Quiros G.P. Output Fluctuations in the United States: What has changed Since the Early 1980s? // *American Economic Review*. — 2000. — №90. — P. 1464-1476.
420. McKinnon R., *An International Standard for Monetary Stabilization*. — Wash. (D.C.): Institute for International Economics, 1984.
421. McKinnon R. The Rules of the Game: International Money in Historical Perspective // *Journal of Economic Literature*. — 1993. — №31. — P. 1-40.
422. Meese R., Rogoff K. Empirical Exchange Rate Models of the Seventies: Do They Fit out of Sample? // *Journal of International Economics*. — 1983. — №14. — P. 3-24.
423. Mendoza E. Why Should Emerging Economies Give Up National Currencies: A Case for Institutions Substitution // *NBER Working Paper*. — 2002. — №8950. — P. 1-37.
424. Meyer L. Comparative central banking and politics of monetary policy // *BIS Review*. — 2001. — №43 // www.bis.org.

425. Meyer L., Doyle B., Gagnon J., Henderson D. International Coordination of Macroeconomic Policies: Still Alive in the New Millennium // Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers. — 2002. — №723. — P. 1-46.
426. Meyer L. Rules and Discretion. Speech at the Owen Graduate School of Management, Vanderbilt University, Nashville, Tennessee, January 16, 2002 // www.federalreserve.gov.
427. Meyer L. The global outlook and challenges facing central banks around the world // www.bis.org.
428. Mohantray M., Klau M. Monetary Policy Rules in Emerging Markets Economies: Issues and Evidence // BIS Working Papers. — 2003. — №149. — P. 1-33.
429. Mongelli F. “New” Views on the Optimum Currency Area Theory: What Is EMU Telling Us! // ECB Working Paper. — 2002. — №138. — P. 5-51.
430. Monetary Policy-Making Under Uncertainty // ECB Monthly Bulletin. — 2001. — Jan. — P. 43-55.
431. Monetary Union Among Member Countries of the Gulf Cooperation Council. Overview. // IMF Occasional Paper. — 2003. — №223. // www.imf.org.
432. Morris S., Song Shin H. Unique Equilibrium in a Model of Self-fulfilling Currency Attacks // American Economic Review. — 1998. — Vol. 88. — №3. — P. 587-597.
433. Mueller J. The World’s Real Money Supply // Wall Street Journal. — 1991. — March 5. — E.P.
434. Mundell R. International Economics. — N.Y.: Macmillan, 1968. — 432 p.
435. Mundell R. A Theory of Optimum Currency Areas // American Economic Review. — 1961. — Vol. 51. — P. 657-665.
436. Natalucci F., Ravenna F. The Road to Adopting the Euro: Monetary Policy and Exchange Rate Regimes in the EU Candidate Countries // Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers. — 2002. — №741. — P. 1-45.
437. Newell P. Globalization and the future state // IDS Working Paper. — 2002. — №141. — P. 1-32.
438. Nowaihi Ali., Levine P. Can Reputation Resolve the Credibility Problem? // Journal of Monetary Economics. — 1994. — №33. — vol. 1. — P. 355-380.
439. Noyer C. The euro in 2000: principal features of the ECB’s monetary policy // www.ecb.int.
440. Obstfeld M. Globalization and Macroeconomic // NBER Reporter. — Fall 2000. — P. 1-20.
441. Obstfeld M. International Macroeconomics: Beyond the Mundell-Fleming Model // The Mundell-Fleming Lecture, presented at First Annual Research Conference of the IMF, November 9-10, 2000. — 2000. — P. 1-54.
442. Obstfeld M., Rogoff K. Foundations of International Macroeconomics. — Cambridge: MIT Press, 1996. — 670 p.
443. Obstfeld M., Rogoff K. The Intertemporal Approach to the Current Account // NBER Working Paper. — 1996. — №4893 // www.nber.org.
444. Obstfeld M., Shambaugh J., Taylor A. The Trilemma in History: Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policies, and Capital Mobility // The Bank of Nederland Conference Papers // www.dnb.nl.
445. Obstfeld M., Taylor A. The Defining Moment: The Great Depression and the American Economy in the Twentieth Century / Ed. by M.Bordo, C.Goldin and E.White. — Chicago: University of Chicago Press, 1998. — P. 34-78.
446. Ohmae K. The rise of the region state // Foreign Affairs. — 1993. — Spring. — P. 78-87.
447. Ojo M. Regional Currency areas and Use of Foreign Currencies: the Experience of West Africa // Currency Areas and the Use of Foreign Currencies. — BIS Paper. — 2003. — №17. — P. 140-144.
448. On the Prospects of Introducing the Euro in Lithuania // www.lb.lt.
449. O’Rourke K., Williamson J. When Did Globalization Begin? // NBER Working Paper. — 2000. — №7632 // www.nber.org.
450. Persson T., Tabellini G. Designing institutions for Monetary Stability // Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy. — 1993. — №39. — P. 53-89.
451. Pigott Ch., Christiansen H. Monetary Policy When Inflation Is Low // OECD Economic Department Working Papers. — 1998. — №191. — P. 1-58.
452. Pippenger J. Bank of England Operations, 1893-1913. A Retrospective on the Classical Gold Standard 1821-1931, ad. by M.D. Bordo and A.J. Schwatts. — Chicago: Chicago University Press, 1984. — P. 203-221.

453. Poland. International Economic Report 1999/2000 / Warsaw School of Economics. — Warsaw, 2000. — 223 p.
454. Programme for ERM II Entry and Adoption of the Euro. Joint Programme of the Slovenian Government and the Bank of Slovenia. — Ljubljana: Banka Slovenije, 2003. — 77 p.
455. Razin A., Rose K. Business-Cycle Volatility and Openness / Capital Mobility: The Impact on Consumption, Investment, and Growth. Ed. by L. Leiderman and A. Razin. — Cambridge University Press, 1994. — P. 48-76.
456. Reinhart C., Reinhart V. What Hurts Most? G-3 Exchange Rate or Interest Rate Volatility. — NBER Working Papers. — 2001. — №8535. — P. 1-52.
457. Reinhart C., Rogoff K., Savastano M. Addicted to Dollars // NBER Working Paper. — 2003. — №10015. — P. 1-67.
458. Remarks by Vice Chairman Roger Ferguson Before the National Economists Club and Society of Government Economists, Wash. D.C., April 19, 2001 // www.federalreserve.gov
459. Report of the Managing Director to the International Monetary and Financial Committee on Progress in Strengthening the Architecture of the International Financial System and Reform of the IMF. — Wash. (D.C.): IMF, 2000.
460. Roubini N., Sala-I-Martin X. Financial Repression and Economic Growth // Journal of Development Economics. — 1992. — vol. 39. — №1. — P. 5-30.
461. Rogoff K. The optimal Degree of Commitment to a Monetary Target // Quarterly Journal of Economics. — 1985. — 100. — P. 1169-1190.
462. Romer Ch., Romer D. Institutions for Monetary Stability // NBER Working Paper 5557. — P. 1-38.
463. Romer D. Openness and Inflation: Theory and Evidence // Quarterly Journal of Economics. — 1993. — №108. — P. 869-903.
464. Rousseau P., Sylla R. Financial Systems, Economic Growth, and Globalization // NBER Working Paper. — 2001. — №8323 // www.nber.org.
465. Sachs J., Tornell A., Velasco A. Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995. // Brooking Papers on Economic Activity. — 1996. — №1. — P. 147-198.
466. Salvatore D. International Economics. — New Jersey: Prentice Hall, 1998. — 766 p.
467. Samonis V. Currency Boards vs. Central Banks: Theory and Evidence from Transition Economies / Global Trends and Changes in East European Banking. Poland, Krakow. — 1998. — P. 270-279.
468. Sarel M. Nonlinear Effects of Inflation on Economic Growth // IMF Staff Papers. — 1996. — Vol. 43. — P. 199-215.
469. Sasaki H., Yamaguchi S., Hisada T. The globalization of financial markets and monetary policy // International financial markets and the implications for monetary and financial stability. BIS Conference Papers. — Basel: BIS, 2001. — P. 57-78.
470. Schwartz A. Asset Price Inflation and Monetary Policy // NBER Working Paper. — 2002. — №9321. — P. 1-22.
471. Short-, Long-Term Interest Rates // OECD Main Economic Indicators. — 2003. — May. — P. 18-19.
472. Sinn H.-W. The New Systems Competition // NBER Working Paper. — 2002. — №8747. — P. 1-24.
473. Slawinski A. The Development of the Forex Market in Poland and its Influence on the NBP Monetary Policy / Global Trends and Changes in East European Banking. — Poland, Krakow: Jag. Un-t., 1998. — P. 357-364.
474. Specification of the Strategy for Adopting the Euro in the Slovak Republic // www.nbs.sk.
475. Sredniookresowa strategia polityki pienieznej na lata 1999-2003. Rada Polityki Pieneoxnej // www.nbp.pl.
476. Stark J. The Race for the Euro // The International Economy. — 2003. — Spring. — P. 52-55.
477. Stiglits J. Globalization and Its Discontents. — N.Y.: W.W. Norton&Co, 2002. — 300 p.
478. Strange S. Protectionism and World Politics // International Organization. — 1985. — vol. 39. — №2. — P. 233-260.

479. Strange S. The Politics of International Currencies // World Politics. — 1971. — vol. 23. — №2. — P. 215-231.
480. Strauss-Kahn M.-O. Regional Currency Areas: A Few Lessons from the Experiences of the Eurosystem and the CFA Franc Zone P. // Currency Areas and the Use of Foreign Currencies. — BIS Paper. — 2003. — №17. — 43-58.
481. Suppel R. Comparing Economic Dynamics in the EU and CEE Accession Countries // ECB Working Paper. — 2003. — №267. — P. 4-29.
482. Sutherland A. International Monetary Policy Coordination and Financial Market Integration // ECB Working Papers. — 2002. — №174. — P. 5-43.
483. Svensson L. Optimal Inflation Targets, Conservative Central Banker, and Linear Inflation Contracts // American Economic Review. — 1997. — 87/1. — P. 98-114.
484. Swoboda A. Credibility and Viability in International Monetary Arrangements // Finance and Development. — 1986. — Vol. 23. — P. 15-18.
485. Swoboda A., Zettelmeyer J. Key Issues in International Monetary and Financial Reform // Reforming the International Monetary and Financial System. — Wash. (D.C.): IMF, 2001. — P. 395-427.
486. Tanzi V., Fanizza D. Fiscal Deficit and Public Debt in Industrial Countries, 1970-1994 // IMF Working Paper. — 1995. — WP/95/49. // www.imf.org.
487. Taylor A. International Capital Mobility in History: Savings-investments Relationship // NBER Working Paper. — 1996. — №5743 // www.nber.org.
488. Taylor J. Discretion vs. Policy Rules in Practice // Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy. — 1993. — P. 195-214.
489. The Czech Republic and the Euro — Draft Accession Strategy / Czech National Bank, 2002. — P. 1-6.
490. The Eastern Caribbean Currency Union. Institutions, Performance, and Policy Issues // IMF Occasional Paper. — 2000. — №195. // www.imf.org.
491. The evolution of central banking / BIS 67th Annual Report. — Basle: BIS, 2001. — P. 140-160.
492. The Federalist Debate. Papers for Federalists in Europe and the World. — Torino. — 2001. — №1. — March. — P. 20.
493. The Role of National Bank of Poland in the Process of European Integration. — Warsaw: National Bank of Poland, 2003. — 55 p.
494. Tobin J. Money and Economic Growth // Econometrica. — 1965. — №33. — P. 671-684.
495. Triffin R. Gold and Dollar Crisis. — New Haven, Conn.: Yale University Press, 1961. — 246 p.
496. Tytell I., Shang-Jin Wei. Does Financial Globalization Induce Better Macroeconomic Policies? // IMF Working Paper. — 2004. — WP/04/84. — P. 3-40.
497. U.S. Monetary Policy and Financial Markets / Ed. by A.-M. Meulendyke. — New York: Federal Reserve Bank of New York pub., 1989. — 231 p.
498. Venner D. How can Monetary Policy be Conducted in the Union? // Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems. Conference at the IMF in Washington, D.C., September 16-17, 2002. // IMF Seminars and Conferences Paper. — 2002. — P. 1-6.
499. Vickers J. Signaling in a Model of Monetary Policy with Incomplete Information // Oxford Economic Papers. — 1986. — 38. — P. 443-455.
500. Wagner H., Berger W. Financial Globalization and Monetary Policy // Bank of Netherlands's Conference Papers. — 2002. — Oct. — P. 1-40.
501. Wagner H. Central Banking in Transition Countries // IMF Working Paper. — 1998. — WP/98/126. — P. 1-49.
502. Wagner H. Implications of Globalization for Monetary Policy // IMF Working Paper. Mimeo — 2001. — WP/01/184. — P. 1-62.
503. Waller C. The Choice of a Conservative Central Banker in a Multisector Economy // American Economic Review. — 1992. — №82. — P. 1006-1012.
504. Wallich H. American Real Budget Problem — for 1984 and Beyond? // Banker. — 1983. — December. — P. 23-24.
505. Walsh C. Optimal Contracts for Central Bankers // American Economic Review. — 1995. — 85/1. — P. 150-167.

506. Weiss L., Hobson J. States and Economic Development. — Cambridge: Policy Press, 1995. — 344 p.
507. Westaway P. Does Time Inconsistency Really Matter? / Dynamic Modeling and Control of National Economies. — International Association of Automatic Control. — Edinburgh, 1989. — P. 145-152.
508. Wildasin D. Factor Mobility and Fiscal Policy in the EU: Policy Issues and Analytical Approaches // Economic Policy . — 2000. — №31. — P. 337-378.
509. Willet T. Truth in Advertising and the Great Dollarization Scam // Journal of Policy Modeling . — 2001. — №23. — P. 279-289.
510. Williamson J., Miller M. Targets and Indicators // Policy Analyses in International Economics. — 1987. — №22. — P. 346-362.
511. Williamson J. Target Zones and the Management of the Dollar. — Wash. (D.C.): Institute for International Economics, 1986. — 364 p.
512. Williamson J. The Exchange Rate System. — Wash. (D.C.): Institute for International Economics, 1985. — 426 p.
513. Woller C. Central Bank Independence, Economic Behavior and Optimal Term Lengths // American Economic Review. — 1996. — 86/5. — P. 1139-1153.
514. Woodford M. Monetary Policy in a World Without Money // NBER Working Paper. — 2000. — №7853. — P. 1-45.
515. Woodford M. Monetary Policy in the Information Economy // NBER Working Paper. — 2001. — №8674. — P. 1-69.
516. World Development Indicators. — Wash. (D.C.): World Bank, 2003. — P. 186-334.
517. World Development Indicators. — Wash. (D.C.): World Bank, 2005. — P. 198-324.
518. World Economic Outlook. — Wash. (D.C.): IMF. — 1997. — P. 44-48.
519. World Economic Outlook. — Wash. (D.C.): IMF., 1998. — P. 92-105.
520. World Economic Outlook. — Wash. (D.C.): IMF., 2004. — 268 p.
521. World Investment Report 1995. — N.Y.: United Nations Organization, 1995. //www.un.org.
522. Worrell. D. A Currency Union for the Caribbean // IMF Working Paper. — 2003. — WP/03/35. — P. 1-34.
523. Wren-Lewis S. Exchange Rates for the Dollar, Yen and Euro // Institute for International Economics Policy Brief. — 1998-3. // www.iir.com.
524. Zelmer M. Monetary Operations and Central Bank Balance Sheets in a World of Limited Government Securities // IMF Policy Discussion Paper. — 2001. — PDP/01/7 // www.imf.org.